

Lampiran Korespondensi Proses Submit Publikasi Artikel

Judul Artikel: THE EFFECTS OF RISK DISCLOSURE AND INVESTORS' ATTENTION ON IPOs INITIAL RETURN OF INDONESIAN COMPANIES

Reputasi: Terindeks Sinta2

No	Item	Tanggal	Halaman
1	Submisi dengan judul “Pengaruh Pengungkapan Risiko dan Atensi Investor terhadap Initial Return (Studi Empiris pada Perusahaan yang IPO di BEI Periode 2011- 2018)	27 Juli 2020	2
2	Revisi 1 dari Editor Jurnal	5 September 2020	3 – 22
3	Pengiriman Kembali Artikel yang sudah diperbaiki	21 April 2021	23 – 35
4	Revisi 2	16 Juli 2021	36 – 49
5	Pengiriman Kembali Artikel yang sudah diperbaiki	21 Juli 2021	50 – 62
6	Revisi 3	2 Oktober 2021	63 – 81
7	Pengiriman Kembali Artikel yang sudah diperbaiki	7 Oktober 2021	82 – 94
8	Revisi 4	16 Oktober 2021	95 – 108
9	Pengiriman Kembali Artikel yang sudah diperbaiki	1 Nopember 2021	109 – 121
10	Revisi 5	21 April 2022	122 – 137
11	Pengiriman Kembali Artikel yang sudah diperbaiki	23 April 2022	138 – 153
12	Letter of Acceptance	6 Mei 2022	154

6/20/24, 6:32 PM

[JAP] Submission Acknowledgement - puspitah1234@gmail.com - Gmail

 Gmail

 Search mail



Compose

26 of 29

Inbox

Starred

Snoozed

Sent

Drafts

More

Labels

[JAP] Submission Acknowledgement Inbox x



Elana Era Yusdita <sisfo@unipma.ac.id>
to me

Mon, Jul 27, 2020, 3:53 PM

The following message is being delivered on behalf of Assets: Jurnal Akuntansi dan Pendidikan.

Ms Puspita Handayani:

Thank you for submitting the manuscript, "PENGARUH PENGUNGKAPAN RISIKO DAN ATENSI INVESTOR TERHADAP INITIAL RETURN (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN YANG IPO DI BEI PRIODE 2011-2018)" to Assets: Jurnal Akuntansi dan Pendidikan. With the online journal management system that we are using, you will be able to track its progress through the editorial process by logging in to the journal web site:

Manuscript URL:

<http://e-journal.unipma.ac.id/index.php/assets/author/submission/7126>

Username: puspitah1234

If you have any questions, please contact me. Thank you for considering this journal as a venue for your work.

Elana Era Yusdita

Assets: Jurnal Akuntansi dan Pendidikan

Catatan dari Editor Jurnal 1 Tanggal 5 September 2020

Catatan Reviewer tanggal 5 September 2020

1. Gunakan Judul yang menarik, singkat, Padat, jelas, lugas serta menggambarkan keseluruhan isi naskah. Panjang judul Maksimal 15 kata
2. Abstract: sesuaikan dengan abstrak Bahasa Indonesia yang telah direvisi
3. Abstract: Abstrak terdiri dari tujuan, metode dan hasil. Sertakan temuan penting yang membedakan penelitian ini dengan penelitian yang sudah ada (jika ada). Panjang Abstrak 75 0 100 kata mohon disesuaikan
4. Pendahuluan: Mohon diperingkas pendahuluan maksimal 10 – 15% dari total isi naskah (1- 1,5 hal). Mohon dipahami gaya selingkung jurnal kami menggunakan IMRAD tidak ada pernyataan hipotesis didalamnya. Hipotesis dinyatakan dalam narasi paragraph secara tidak langsung. Berikan pendahuluan yang langsung to the point, dengan state of the art yang kuat serta paparkan keterbaruan dari penelitian ini dibandingkan dengan penelitian sebelumnya serta kontribusi bagi keilmuan apa
5. Metode Penelitian: Mohon disesuaikan untuk metode maksimal 10% dari total naskah (kurang lebih 1 hal). Jika ada indicator penelitian, instrument dll yang penting untuk melengkapi silakan sajikan dalam dokumen tersendiri lalu upload pada supplementary file jurnal kami
6. Pengukuran Variabel initial return: untuk pengukuran² yang sudah familiar dan sering digunakan dalam bidang akuntansi tidak perlu dijelaskan kembali
7. Analisis Statistik Deskriptif: Harusnya hasil analisis deskriptif ini dijelaskan secara detail karena menggambarkan karakteristik sampel penelitian. Contoh variable IRD nilai terendah 3 terjadi pada perusahaan apa? Apakah selama tahun observasi nilai minimum terjadi pada perusahaan tersebut berturut²? Lalu bagaimana dengan nilai maks? Apakah ada indicator tertentu misalkan nilai IRD itu yang ideal berapa? Lalu nilai rata² jika dibandingkan dengan nilai deviasi standar bagaimana? Jelaskan sedetail mungkin per masing-masing variabel.
8. Beberapa tabel hasil olah data memperoleh komentar: Data yang diolah peneliti sendiri tidak perlu disebutkan sumber. Kecuali dari orang lain harus pakai sumber. Tidak perlu mengulang penjelasan yang sudah disampaikan dalam metode.

9. Tabel 6: langsung bahas satu per satu pengaruh dari masing-masing variabel. Mohon cek terbitan terakhir jurnal kami dan pelajari sistematika penyajiannya dengan baik.
10. Analisis, sintesis dan penarikan kesimpulan dari hasil pengujian statistik masih agak lemah. Mohon diperkuat kembali karena proporsi penelitian yang paling banyak harusnya pada bagian ini (50% - 70% dari total naskah). Akan lebih baik jika pada akhir memberikan temuan penting yang berkontribusi bagi pengembangan penelitian pada bidang ini.
11. Pembahasan mohon mengikuti gaya selingkung jurnal kami tidak ada pernyataan hipotesis didalamnya. Langsung merujuk pada hubungan antara variabel yang menjadi tujuan penelitian saja
12. Kesimpulan: ikuti template yang disediakan. Simpulan mengemukakan ketercapaian tujuan penelitian/ jawaban atas rumusan masalah yang dikemukakan pada pendahuluan. Tidak perlu mengulang penjelasan ataupun menyajikan angka2 hasil perhitungan
13. Daftar pustaka: gunakan mendeley untuk penulisan daftar pustaka dan citasi

**PENGARUH PENGUNGKAPAN RISIKO DAN ATENSI INVESTOR TERHADAP
INITIAL RETURN (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN YANG IPO DI BEI
PRIODE 2011-2018)**^[U1]

Rr Sri Handayani¹⁾

Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
rrsrihandayani@lecturer.undip.ac.id

Puspita Handayani²⁾

Mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Diponegoro
PuspitaH1234@gmail.com

ABSTRACT^[U2]

Initial return is a profit obtained by shareholders because the difference in price of shares purchased on the primary market is smaller than the selling price of the stock at the secondary market. In theory there are only two cases that cause IPO to experience a high initial return, namely (1) IPO offering price is too low, indicating that there is underpricing in the primary market and; (2) the closing price of the first day is too high, indicating that there is an excessive valuation on the secondary market. The gap phenomenon shows that the company's stock price in Indonesia at the time of the IPO often does not reflect the actual stock price (misprice). The research objective is examining and analyzing the effect of internal risk disclosure, external risk disclosure, investment risk disclosure and investors' attention on initial return.

The research method is causality and use secondary data. Population is a company that conducts IPOs on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the 2011-2018 period with 224 companies, the sampling technique used was purposive sampling and obtained a total sample of 210 companies. The results of research stated that there is no effect of internal risk disclosure, external risk disclosure and investment risk disclosure on initial returns. There is a significant positive effect of investor attention on initial returns and simultaneously all tested independent variables have a positive effect on initial return.

Keywords: Risk Disclosure, Investors' Attention and Initial Return.

A B S T R A K ^[U3]

*Initial return merupakan keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena terjadi selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana lebih kecil dibandingkan dengan harga jual saham pada saat dipasar sekunder. Secara teori hanya ada dua kasus penyebab IPO mengalami *initial return* yang tinggi, yaitu (1) harga penawaran IPO terlalu rendah, menunjukkan bahwa ada *underpricing* di pasar primer dan; (2) harga penutupan hari pertama terlalu tinggi, menunjukkan bahwa ada penilaian berlebihan di pasar sekunder. Fenomena gap menunjukkan bahwa harga saham perusahaan di Indonesia pada saat IPO sering tidak mencerminkan harga saham sesungguhnya atau disebut *misprice*. Tujuan penelitian yaitu mengkaji dan menganalisis pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan *investor attention* terhadap *initial return*.*

*Metode penelitian menggunakan kausalitas, data yang digunakan sekunder. Populasi adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 perusahaan, teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh jumlah sampel penelitian sebanyak 210 perusahaan. Hasil penelitian antara lain, yaitu tidak terdapat pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi terhadap *initial return*, terdapat pengaruh signifikan positif*

atensi investor terhadap *initial return* serta secara simultan seluruh variabel independen yang diuji berpengaruh positif terhadap *initial return*.

Keywords: *Risk Disclosure, Investor Attention and Initial Return.*

PENDAHULUAN^[U4]

Initial return terjadi karena perbedaan persentase antara harga saham selama periode *Initial Public Offering* (IPO) di pasar perdana dengan harga di pasar sekunder (Wasiuzzaman et al, 2018). Menurut Song et al (2014) secara teori hanya ada dua kasus penyebab IPO mengalami *initial return* yang tinggi, yaitu (1) harga penawaran IPO terlalu rendah, menunjukkan bahwa ada *underpricing* di pasar primer atau (2) harga penutupan hari pertama terlalu tinggi, menunjukkan bahwa ada penilaian berlebihan di pasar sekunder. Kasus *underpricing* yang menjadi berita utama di seluruh dunia yaitu IPO Facebook (tahun 2012) dan Alibaba Group (tahun 2014). *Underpricing* tertinggi terjadi pada Alibaba Group, permintaan dari para investor menjadikan harga saham Alibaba pada saat *closing price* melonjak hingga 38% dari *offering price* (Sumber: bbc.com). Fenomena *underpricing* tersebut menjelaskan bahwa harga saham saat IPO sering tidak mencerminkan harga saham sesungguhnya atau disebut *misprice*. Tinjauan *underpricing* pada tingkat Asia menggambarkan bahwa Indonesia berada di peringkat ketiga yang memiliki tingkat *underpricing* IPO tinggi (Zhou et al, 2018).

Kasus lain yang terjadi di Indonesia berkaitan dengan *misprice*, seperti yang terjadi pada perusahaan penerbangan ternama Garuda Indonesia (GIAA) yang melakukan IPO tahun 2011 telah merugikan investor. Saham GIAA saat IPO ditawarkan di harga Rp 750 *per share* dan saat *closing price* perdana harga saham turun menjadi Rp 620 *per share* atau sebesar 17,33%. Hal tersebut dimungkinkan terjadi karena *offering price* saat IPO terlalu tinggi sedangkan fundamental Garuda Indonesia saat itu kurang bagus dengan laba bersih yang mengalami penurunan sejak tahun 2009- 2010. Maka dari itu penting bagi investor dalam memperhatikan kondisi fundamental calon emiten, sebab investor tidak dapat menganalisis secara teknikal karena saham IPO tidak memiliki *historical price*. Penelitian akademis menunjukkan bahwa *misprice* terjadi karena adanya asimetri informasi antara emiten dan investor potensial (investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi) (Killins, 2018). Informasi merupakan sumber daya yang paling berharga di pasar keuangan (Aouadi et al, 2013). Pemerintah di seluruh dunia telah mengamanatkan bahwa setiap perusahaan yang ingin *go publik* harus menyiapkan prospektus yang mengungkapkan informasi relevan terkait dengan latar belakang, kinerja keuangan dan faktor risiko bagi investor potensial untuk lebih memahami perusahaan sebelum mereka berinvestasi.

Wasiuzzaman et al (2018) menyatakan bahwa risiko perusahaan berasal dari beberapa faktor yaitu risiko internal, risiko eksternal dan risiko investasi. Pengungkapan risiko pada saat IPO digunakan investor sebagai *signal* yang terkait dengan kompetensi dan kontrol manajerial perusahaan (Wasiuzzaman et al, 2018). Penelitian mengenai *signalling theory* memberikan hasil yang beragam, beberapa studi berpendapat bahwa pengungkapan risiko dalam prospektus adalah *boilerplate*, yaitu

pengungkapan risiko tidak memiliki pengaruh pada persepsi investor, sedangkan dalam penelitian lain menyatakan bahwa pengungkapan risiko memberikan informasi yang berarti sehingga dapat meningkatkan atau menurunkan persepsi risiko investor.

Campbell et al. (2014) serta Kravet et al (2013) menyatakan bahwa pengungkapan risiko mungkin hanya *boilerplate*, karena manajer memiliki informasi lebih banyak tentang perusahaan daripada investor. Manajer cenderung lebih mengurangi pengungkapan informasi yang tidak menguntungkan. Namun, karena pengungkapan risiko adalah wajib dan memiliki tujuan untuk menyampaikan informasi terkait risiko yang tidak menguntungkan bagi perusahaan, manajer akan cenderung bias dalam pengungkapan risiko. Manajer hampir tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor serta tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga pengungkapan risiko tidak memiliki dampak signifikan pada *initial return* (Wasiuzzaman et al, 2018). Kravet et al (2013) juga menyatakan bahwa pengungkapan risiko yang tidak diketahui investor akan dapat mempengaruhi persepsi investor dengan asumsi bahwa manajer mengungkapkan risiko yang bermanfaat bagi investor.

Fenomena *initial return* menjadikan para peneliti mencoba mencari lebih banyak penjelasan dari perilaku irasional investor. Studi IPO yang relevan mengasumsikan bahwa *initial return* positif dijelaskan oleh perilaku irasional investor (Aissia et al, 2018). Investor dalam melakukan investasi tidak hanya melihat dari prospek investasi, tingkat *return* ataupun risiko yang akan dihadapi, namun faktor psikologi juga sebagai penentu pengambilan keputusan investasi. Faktor psikologi dapat mempengaruhi investasi dan hasil yang akan dicapai. Tingkat *initial return* yang tinggi juga disebabkan dengan adanya antusias dari para investor terhadap saham. *Investor attention* adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al, 2016). Kim et al (2018) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan. Saham yang memperoleh perhatian lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham yang kurang mendapat perhatian (Aouadi et al, 2013). Harga saham cenderung didorong oleh faktor perilaku dari atensi investor (Tan et al, 2018). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor psikologi dan sosiologi yang berdampak pada peningkatan atensi investor.

Penelitian tentang atensi investor sebagian besar berfokus pada pasar negara maju, penelitian ini mencoba meneliti salah satu pasar negara berkembang, yaitu Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini berfokus pada pasar saham Indonesia, Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian sebelumnya tentang pengaruh *investor attention* terhadap *initial return* yang dilakukan oleh Zhao et al (2018) menggunakan proxy Baidu Index, sedangkan dalam penelitian ini menggunakan *Search Volume Index* (SVI). Hubungan antara *Google Search* dan pasar saham menarik banyak perhatian. SVI merupakan proxy terpercaya dalam mengukur *investor attention* serta memberikan bukti bahwa atensi investor sangat terkait dengan volume perdagangan, harga saham dan *return* saham (Kim et al, 2018; Tan et al, 2018; Bijl et al, 2016; Goddard et al, 2015; Vakrman et al, 2015; Da et al, 2015; Aouadi et al, 2013; Da et al, 2011). Tingkat akses

internet dan pemanfaatan *Google Searches* di Indonesia yang tinggi sehingga tepat dijadikan sampel penelitian atensi investor yang menggunakan proxy SVI. Dalam riset "Economy SEA 2018" yang dilakukan oleh Google dan Temasek, Indonesia menduduki peringkat pertama pengguna internet terbesar di Asia Tenggara.

Berdasarkan uraian diatas, ada beberapa faktor yang diduga mempengaruhi terjadinya *initial return*. Faktor- faktor tersebut antara lain adalah pengungkapan risiko internal, risiko eksternal, risiko investasi dan atensi investor. Penelitian ini pada dasarnya merupakan replikasi penelitian- penelitian terdahulu, yaitu penelitian Wasiuzzaman et al (2018) dan Zhao et al (2018). Replikasi penelitian ini dilakukan dengan alasan untuk memperluas dan menyempurnakan penelitian sebelumnya. Terdapat tiga alasan pentingnya penelitian ini dilakukan dan mengingat pentingnya pemahaman faktor- faktor yang mempengaruhi *initial return*.

Pertama, pengujian terhadap variabel pengungkapan risiko internal dan risiko eksternal yang tidak signifikan, hal tersebut mungkin disebabkan karena periode pengamatan yang relatif pendek dan jumlah sampel yang kecil, Wasiuzzaman et al (2018) menggunakan periode pengamatan selama 5 tahun dengan 96 sampel. Dalam penelitian ini mencoba menggunakan periode pengamatan yang cukup lama yaitu 8 tahun (2011-2018) dengan jumlah sampel 183 perusahaan. Dengan jumlah sampel yang lebih banyak dibandingkan penelitian terdahulu diharapkan hasilnya akan mencapai generalisasi yang lebih baik dibandingkan hasil penelitian sebelumnya.

Kedua, penelitian terdahulu tentang pengungkapan risiko terhadap *initial return* memiliki nilai *R square* rendah, yaitu 13,2% (Wasiuzzaman et al., 2018) dan 14% (Badru et al, 2017). Dalam penelitian ini mencoba meningkatkan *R square* dengan cara menambah variabel independen, yaitu *investor attention* dan variabel kontrol, yaitu *offering size*, umur perusahaan dan besaran (ukuran) perusahaan. Dengan ditambahkan variabel dalam penelitian ini diharapkan dapat meningkatkan *R square*.

Ketiga, dalam hal pengukuran variabel *investor attention*, Zhao et al (2018) menggunakan Baidu Index, namun dalam pengukuran *investor attention* lebih tepat menggunakan proxy SVI pada *Google Trends* sesuai dengan penjelasan dalam uraian sebelumnya. Diharapkan dengan proxy SVI, variabel *investor attention* dapat dijelaskan dengan lebih tepat.

Berdasarkan uraian alasan tersebut, penelitian ini mencoba melakukan pengujian kembali terhadap beberapa faktor yang diduga berpengaruh terhadap *initial return* saham pada IPO. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh pengungkapan risiko internal, risiko eksternal, risiko investasi dan atensi investor terhadap *initial return* pada perusahaan yang IPO di BEI periode 2011- 2018.

Signalling theory menekankan pentingnya informasi yang dikeluarkan perusahaan sebagai acuan dalam pengambilan keputusan investasi bagi pihak dari luar perusahaan (Leland et al, 1977). *Signalling theory* berkaitan dengan pengurangan asimetri informasi antara dua pihak, seperti emiten dan investor potensial (investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi) (Alon et al, 2018). Asumsikan emiten memiliki informasi pribadi tentang nilai sekarang dan risiko arus kas masa depan, namun investor tidak mengetahui informasi tersebut. *Signal* yang berupa informasi dikirimkan emiten kepada publik, kemudian akan dievaluasi dan

direspons oleh pasar. *Signal* dapat memberikan informasi *good news* maupun *bad news* bagi investor. *Signal* positif secara efektif dapat mengurangi tingkat ketidakpastian yang dihadapi investor, sehingga investor dapat membedakan kualitas perusahaan yang baik dan buruk (Rahmawati, 2007).

Risiko internal mengacu pada risiko yang dihadapi oleh perusahaan sebagai dampak dari kondisi internal seperti manajerial, karyawan dan risiko terkait operasional (Wasiuzzaman et al, 2018). Faktor risiko internal menimbulkan banyak asimetri informasi antara emiten dan investor, dalam hal tersebut dapat dijelaskan bahwa emiten mempunyai informasi yang lebih banyak tentang risiko internal perusahaan dibandingkan dengan investor (Mousa et al, 2014). Investor sulit dalam mengevaluasi kekuatan dan kelemahan internal perusahaan sebelum IPO serta sangat sulit bagi investor untuk memprediksi kinerja masa depan di tengah ketidakpastian yang mungkin dihadapi oleh perusahaan. Dengan demikian investor bergantung pada *signal* dari perusahaan berupa pengungkapan risiko internal dalam memutuskan investasi.

Signalling theory berkaitan dengan pengurangan asimetri informasi antara dua pihak, seperti emiten dan investor (Alon et al, 2018). Kravet et al (2013) menyatakan bahwa pengungkapan berupa risiko yang tidak diketahui investor akan dapat mempengaruhi persepsi investor dengan asumsi bahwa manajer mengungkapkan risiko yang bermanfaat bagi investor. Pengungkapan risiko internal memberikan informasi kepada investor, sehingga mengurangi asimetri informasi diantara emiten dan investor serta diantara investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi. Pengungkapan risiko internal digunakan oleh investor sebagai *signal* yang terkait dengan kompetensi dan kontrol manajerial. Pengungkapan risiko yang dianggap negatif oleh investor dijadikan sebagai *signal* kurangnya kontrol manajerial, maka diharapkan kompensasi yang lebih tinggi sehingga *return* yang diperoleh lebih tinggi (Wasiuzzaman et al, 2018).

Faktor psikologi dapat mempengaruhi investasi dan hasil yang akan dicapai. Penelitian terdahulu mengasumsikan bahwa *initial return* positif dijelaskan oleh perilaku irasional investor (Aissia et al, 2018). Investor potensial akan melihat pengungkapan risiko internal sebagai penjas sistem kontrol perusahaan maka menunjukkan manajemen mampu melakukan perbaikan di masa depan (Aerts et al, 2012). Investor merasa tenang dengan ikut serta dalam pembelian saham IPO perusahaan, hal tersebut dikarenakan investor menganggap perusahaan yang mengungkapkan risiko internal telah transparan dalam melaporkan kondisi perusahaan terhadap publik sehingga investor yakin menanamkan dana kepada perusahaan tersebut. Asumsi tersebut akan meningkatkan penjualan saham dan meningkatkan *initial return*.

Pengungkapan risiko eksternal dalam prospektus merupakan faktor- faktor risiko yang dihasilkan dari lingkungan eksternal dan tidak berada dalam kendali perusahaan, seperti persaingan, kebijakan pemerintah dan perundang- undangan serta lingkungan ekonomi (Wasiuzzaman et al, 2018). Leland et al (1977) menyatakan bahwa *signalling theory* menekankan pentingnya informasi yang dikeluarkan perusahaan sebagai acuan dalam pengambilan keputusan investasi bagi pihak dari luar

perusahaan. *Signalling theory* menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan risiko eksternal dapat dirasakan baik secara positif atau negatif (*good news* atau *bad news*) oleh investor tergantung pada keadaan serta hal tersebut pada akhirnya akan mempengaruhi *initial return*. Wasiuzzaman et al (2018) menyatakan bahwa jika pengungkapan risiko dianggap secara negatif oleh investor, maka diharapkan kompensasi yang lebih tinggi sehingga *return* yang diperoleh lebih tinggi.

Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor melihat pengungkapan risiko eksternal sebagai penjabar sistem kontrol perusahaan maka menunjukkan manajemen mampu melakukan perbaikan di masa depan (Aerts et al, 2012). Investor merasa tenang dengan ikut serta dalam pembelian saham IPO perusahaan, hal tersebut dikarenakan investor menganggap perusahaan yang mengungkapkan risiko internal telah transparan dalam melaporkan kondisi perusahaan terhadap publik sehingga investor yakin menanamkan dana kepada perusahaan tersebut. Asumsi tersebut akan meningkatkan penjualan saham dan meningkatkan *initial return*. Hipotesis yang dikembangkan, sebagai berikut:

Risiko investasi mengacu pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham seperti non pembayaran dividen, dilusi saham dan kegagalan IPO (Wasiuzzaman et al, 2018). *Signalling theory* menekankan pentingnya informasi yang dikeluarkan perusahaan sebagai acuan dalam pengambilan keputusan investasi bagi pihak dari luar perusahaan (Leland et al, 1977). *Signal* yang berupa informasi dikirimkan emiten kepada publik, kemudian akan dievaluasi dan direspon oleh pasar. Pengungkapan risiko investasi digunakan oleh investor sebagai *signal* yang terkait dengan kompetensi dan kontrol manajerial. Investor yang rasional pasti berharap bahwa semakin tinggi risiko perusahaan yang akan dihadapi maka laba yang diperoleh akan semakin tinggi (Abdou et al, 2007).

Pengungkapan risiko investasi menunjukkan bahwa risiko tersebut sangat relevan bagi investor yang khawatir tentang *return* investasi mereka. Wasiuzzaman et al (2018) menyatakan bahwa Jika pengungkapan risiko dianggap secara negatif oleh investor, maka diharapkan kompensasi yang lebih tinggi sehingga *return* yang diperoleh lebih tinggi. Perusahaan yang mengungkapkan lebih banyak risiko investasi menandakan ketidakpastian yang lebih tinggi dan kurangnya kontrol manajerial, oleh karena itu investor harus menerima kompensasi dengan *return* yang lebih tinggi. Emiten dan *underwriter* sengaja menurunkan harga penawaran IPO untuk mengkompensasi investor atas risiko investasi yang diasumsikan dan bertujuan menarik investor agar dapat meningkatkan permintaan IPO.

Berdasarkan prespektif teori perilaku keuangan, dalam proses pengambilan keputusan investasi, investor dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu sosiologi, psikologi dan keuangan (Ricciardi et al, 2000). Pengungkapan risiko investasi pada prospektus dianggap sebagai penguat bagi investor untuk ikut dalam pembelian saham perusahaan, karena investor menganggap bahwa perusahaan telah transparan kepada publik dan mampu mengatasi risiko investasi yang telah diprediksi di masa depan, sehingga investor merasa nyaman jika menanamkan dana pada perusahaan. Adanya anggapan tersebut meningkatkan pembelian saham dan berdampak pada *initial return*. Aissia et al (2018) mengasumsikan bahwa *initial return* positif dijelaskan

oleh perilaku irasional investor. Pernyataan tersebut juga didukung oleh Wasiuzzaman et al (2018) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko investasi pada prospektus berpengaruh positif terhadap *initial return*. Hipotesis yang dikembangkan, sebagai berikut:

H3: Pengungkapan risiko investasi berpengaruh positif terhadap *initial return*.

Perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh penalaran investor dan proses emosional (Ricciardi et al, 2000). Pengambilan keputusan dipengaruhi oleh situasi yang kompleks sebelum mendapatkan hasil terbaik dari sejumlah alternatif yang ada. Praktiknya, manusia memiliki emosi yang dapat mempengaruhi keputusannya (Kapoor et al, 2017). Ricciardi et al (2000) menjelaskan konsep perilaku keuangan dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu sosiologi, psikologi dan keuangan. Hal tersebut menjelaskan bahwa perilaku keuangan tidak hanya bersifat rasional tetapi juga dipengaruhi ketidakrasionalan seperti sosiologi dan psikologi. Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan atau *noise* di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas et al, 2013).

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl, et al, 2016). Kim et al (2018) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al, 2013). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas et al, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber et al, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan atensi investor.

Yung et al (2017) menyatakan bahwa peningkatan atensi mengarah pada peningkatan pembelian. Atensi Investor yang abnormal memiliki kekuatan prediktif positif yang sangat kuat untuk *Underpricing*, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor attention* abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka akan terjadi *initial return* (Zhao et al, 2018). Pernyataan tersebut juga didukung oleh Tsukioka et al (2018) yang menyatakan bahwa Atensi Investor berpengaruh positif terhadap *initial return*.

METODE PENELITIAN^[U5]

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 *firms-years*. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan jumlah sampel 210 perusahaan. Perusahaan yang dikeluarkan dari sampel terdiri dari 6

perusahaan yang tidak memiliki *Search Volume Index* (SVI) pada Google Trends sesuai data yang dibutuhkan (selama delapan minggu berturut-turut sebelum perusahaan IPO) dan 8 perusahaan yang termasuk *outlier*. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa prospektus perusahaan IPO yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Bloomberg* Universitas Diponegoro; *closing price* pada hari pertama di Bursa Efek yang diakses melalui *Yahoo Finance* dan *Search Volume Index* (SVI) diakses dari *Google Trends*. Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Initial return* merupakan keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena terjadi selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana lebih kecil dibandingkan dengan harga jual saham pada saat di pasar sekunder (Killins, 2018). Pengukuran variabel *initial return* (Yan et al, 2018), yaitu:

$$IR = \frac{\text{closing price} - \text{offering price}}{\text{offering price}} \times 100\% \quad [U6]$$

Variabel independen terdiri dari Pengungkapan Risiko Internal, Pengungkapan Risiko Eksternal, Pengungkapan Risiko Investasi dan Atensi Investor. Risiko internal mengacu pada risiko yang dihadapi oleh perusahaan sebagai dampak dari kondisi internal seperti manajerial, karyawan dan risiko terkait operasi (Wasiuzzaman et al, 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko internal menggunakan metode informasi naratif dengan *content analysis*, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko internal dibagi menjadi 19 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko internal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko internal.

Faktor risiko eksternal adalah faktor-faktor risiko yang dihasilkan dari lingkungan eksternal dan tidak berada dalam kendali perusahaan, seperti persaingan, kebijakan pemerintah dan perundang-undangan serta lingkungan ekonomi (Wasiuzzaman et al, 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko eksternal menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko eksternal dibagi menjadi 12 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko eksternal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total risiko eksternal.

Risiko investasi mengacu pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham seperti non pembayaran dividen, dilusi saham dan kegagalan IPO (Wasiuzzaman et al, 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko investasi dilakukan dengan *content analysis* menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko investasi dibagi menjadi 5 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko investasi dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko investasi.

Tabel 1
Indikator Pengungkapan Risiko

NO	INDIKATOR RISIKO
Pengungkapan Risiko Internal	
1.	Ketergantungan pada key management personnel (jajaran direktur, Chief Executive Officer, Chief Operating Officer, Chief Financial Officer dan wakil presiden)
2.	Ketergantungan pada kemampuan perusahaan untuk menarik minat dan mempertahankan pegawai, terutama pada tim manajemen senior dan pegawai yang berketerampilan tinggi
3.	Ketergantungan pada anak perusahaan
4.	Ketergantungan pada pemasok atau <i>supplier</i> bahan baku
5.	Ketergantungan pada pengecer/ agen penjual
6.	Keterbatasan tenaga kerja terampil dan berpengalaman di industri tertentu
7.	Risiko operasional
8.	Operasi dapat terganggu oleh gangguan tidak terduga yang disebabkan oleh kegagalan sistem dan kecelakaan kerja
9.	Risiko yang berkaitan dengan manajemen biaya, IT dan teknologi
10.	Ketergantungan pada perangkat lunak komputer dan sistem perangkat keras dalam mengelola operasi bisnis
11.	Kerusakan dari kebakaran, krisis energi dan krisis darurat lainnya.
12.	Keterlambatan produksi/ gangguan terhadap fasilitas pemrosesan dan operasi bisnis
13.	Ketidastabilan suplai bahan baku
14.	Kesalahan startegi pemasaran
15.	Ketersediaan dana untuk mempertahankan operasi dan pertumbuhan usaha
16.	Risiko pembiayaan/ kredit kepada pelanggan
17.	Risiko terkait hutang perseroan
18.	Risiko reputasi
19.	Risiko rencana ekspansi usaha
Pengungkapan Risiko Eksternal	
1.	Keberlangsungan <i>supply</i> bahan bakar energi
2.	Persaingan usaha dan munculnya pesaing baru
3.	Perubahan minat dan daya beli konsumen
4.	Gugatan hukum bagi perusahaan yang dapat memperoleh hukuman, denda atau pembatasan operasi
5.	Kebijakan pemerintah, undang-undang, peraturan dan hukum yang dapat mempengaruhi secara material dan negatif pada perusahaan
6.	Perubahan Undang- Undang perpajakan yang dapat mempengaruhi secara material dan negatif terhadap perusahaan
7.	Penurunan peringkat kredit Indonesia
8.	Adanya wabah penyakit menular atau masalah kesehatan masyarakat yang serius lainnya dapat berdampak buruk pada perusahaan
9.	Risiko yang terkait dengan kebakaran, bencana alam, serangan teroris, masalah keselamatan kerja dan lingkungan usaha

10.	Risiko potensi kewajiban yang mungkin tidak dilindungi asuransi
11.	Perkembangan keuangan dan ekonomi yang tidak menguntungkan di Indonesia dapat berdampak buruk bagi perusahaan/ krisis ekonomi global
12.	Perubahan kondisi ekonomi, sosial dan politik secara umum yang khususnya mempengaruhi Asia Tenggara, yang menjadi tempat diperolehnya penghasilan operasional perusahaan terbesar.
Pengungkapan Risiko Investasi	
1.	Perbedaan kepentingan pemegang saham pengendali perseroan dengan kepentingan investor
2.	Perseroan mungkin tidak dapat membagikan dividen
3.	Dilusi saham
4.	Harga saham dapat sangat berfluktuasi
5.	Tidak likuidnya perdagangan saham perseroan di Bursa

Sumber: Wasiuzzaman et al (2018) yang dimodifikasi

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al, 2016). Merujuk pada Da et al (2011) dan Kim et al (2018) penelitian ini menggunakan kata kunci pencarian dengan nama perusahaan. Pencarian dengan nama perusahaan memiliki beberapa kelemahan, yaitu tidak semua pengguna internet yang melakukan pencarian di Google dengan nama perusahaan adalah investor. Hal tersebut diasumsikan sebagai *random noise* (Afriani, 2017). Permasalahan tersebut dapat dikurangi dengan menerapkan beberapa kriteria, yaitu (1) pencarian perusahaan dengan nama lengkap. Menurut Aouadi et al (2013) penggunaan *ticker* saham perusahaan kurang efektif untuk menampilkan informasi fundamental perusahaan dan informasi tambahan berupa kegiatan perusahaan yang dapat dijadikan referensi keputusan investor; (2) Lokasi pencarian pada penelitian ini diatur dalam Negara Indonesia; (3) Saham yang tidak beraktivitas atau belum IPO pada masa observasi yang ditentukan dan tidak memiliki nilai 0 sampai 8 minggu secara berturut-turut dalam pencarian GSV akan dikeluarkan demi mendapatkan hasil yang tidak bias (Da et al, 2011); (4) pencarian nama perusahaan dalam GSV tidak menggunakan nama legal perusahaan seperti "PT" atau "Tbk" (Kim et al, 2018).

Pengukuran variabel Atensi Investor menurut Bijl et al, (2016), sebagai berikut:

$$ASVI = \frac{SVI_t - \frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i}{\sigma SVI}$$

Keterangan:

ASVI : *Abnormal Search Volume Index*.

SVI_t : SVI selama minggu IP.

$\frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i$: Rata-rata SVI selama 8 minggu sebelum IPO.

σSVI : Standar deviasi SVI 8 minggu sebelum IPO.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Informasi statistik deskriptif antara lain rata- rata (*mean*), minimum, maksimum dan standar deviasi. Hasil uji statistik deskriptif menggunakan SPSS, sebagai berikut:

Tabel 2

Analisis Statistik Deskriptif^[U7]

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar
Initial Return	26,11	-89,73	183,48	42,323
IRD	9,79	3,00	18,00	3,096
ERD	7,18	3,00	12,00	1,832
InvRD	2,50	0,00	5,00	1,523
InvAtt	2,29	-1,09	13,93	2,349
OfferingSize	11,37	10,21	12,71	0,560
Umur	19,24	2,00	65,00	13,895
FirmSize	11,85	9,40	14,29	0,736

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019^[U8]

Variabel Dependen: Initial Return; Variabel Independen: IRD (Internal Risk Disclosure-Pengungkapan Risiko Internal); ERD (External Risk Disclosure-Pengungkapan Risiko Eksternal); InvRD (Investment Risk Disclosure_Pengungkapan Risiko Investasi); InvAtt (Investors' Attention_Atensi Investor) |

[U9]

Berdasarkan tabel 3 dapat diketahui bahwa pada variabel pengungkapan risiko internal hampir setiap perusahaan mengungkapkan indikator point tujuh, delapan dan dua belas yaitu risiko operasional; operasi dapat terganggu oleh gangguan tidak terduga yang disebabkan oleh kegagalan sistem dan kecelakaan kerja serta; keterlambatan produksi; sedangkan sedikit perusahaan yang mengungkapkan point lima dan enam yaitu ketergantungan pada pengecer dan; keterbatasan tenaga kerja terampil dan berpengalaman di industri tertentu.

Tabel 3

Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Internal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2011	11	16	11	13	2	9	19	18	17	11	16	17	16	8	14	11	9	8	11
2012	8	12	7	9	3	4	20	15	11	12	11	16	11	8	10	9	8	3	5
2013	10	19	6	9	4	3	27	24	15	14	12	22	16	5	15	10	16	12	11
2014	4	11	6	5	0	0	22	20	19	18	15	16	9	6	8	11	8	8	4
2015	9	11	4	4	2	3	16	15	8	8	11	15	10	5	7	4	8	9	5
2016	8	11	5	5	0	7	14	14	13	13	13	14	7	4	6	9	6	6	6
2017	14	24	12	14	9	5	36	35	29	27	26	32	24	4	19	14	20	3	9
2018	25	38	18	16	6	12	54	53	52	51	51	51	28	14	28	17	28	45	28
TOTAL	89	142	69	75	26	43	208	194	164	154	155	183	121	54	107	85	103	94	79

Sumber : Data sekunder yang diolah^[U10]

Tabel 4 menjelaskan tentang data deskriptif dari variabel Pengungkapan Risiko Eksternal. Jumlah perusahaan yang mengungkapkan indikator point lima, sebelas dan dua belas yaitu kebijakan pemerintah yang dapat mempengaruhi secara material pada perusahaan; perkembangan keuangan dan ekonomi yang tidak menguntungkan di

Indonesia serta; perubahan kondisi ekonomi, sosial dan politik masing-masing 214 perusahaan, 210 perusahaan, 192 perusahaan dan 194 perusahaan. Sedikit perusahaan yang mengungkapkan point tujuh dan delapan yaitu penurunan tingkat kredit Indonesia dan; adanya wabah penyakit menular yang berdampak buruk pada perusahaan, masing-masing 38 perusahaan, 21 perusahaan.

Tabel 4.
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Eksternal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	13	21	15	16	24	16	16	6	19	11	25	18
2012	5	19	8	10	21	5	4	4	12	8	20	15
2013	10	25	13	16	28	23	6	4	19	10	28	26
2014	5	19	9	11	22	21	0	0	12	5	20	19
2015	3	12	11	9	16	13	5	2	10	6	15	14
2016	5	14	13	10	14	14	2	2	5	2	14	15
2017	11	31	23	26	35	33	2	1	26	1	37	36
2018	14	51	33	43	54	52	3	2	29	7	51	51
TOTAL	66	192	125	141	214	177	38	21	132	50	210	194

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019

Tabel 5 menjelaskan sebaran atas hasil *content analysis* atas instrumen penelitian dari variabel independen Pengungkapan Risiko Investasi.

Tabel 5
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Investasi

TAHUN	1	2	3	4	5
2011	3	10	7	14	12
2012	4	13	4	12	8
2013	9	13	7	14	14
2014	2	13	4	17	17
2015	2	10	6	10	12
2016	3	11	2	12	12
2017	3	7	1	8	8
2018	10	45	11	49	51
TOTAL	36	122	42	136	134

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019[U11]

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memperoleh keyakinan bahwa model regresi dari penelitian ini memiliki *error term* yang terdistribusi normal, bebas multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas. Dengan terpenuhinya kondisi tersebut maka ditarik kesimpulan bahwa model regresi dengan *Ordinary Least Square* telah menjadi model yang *Best Linier Unbiased Estimatio (BLUE)*. Uji asumsi klasik dilakukan terhadap model regresi sebagai berikut:

$$IR = 301,592 + 1,320 IRD - 2,354 ERD + 0,110 InvRD + 3,208 InvAtt - 21,076 OfferingSize - 0,208 Umur - 2,995 FirmSize + e.$$

Sebagaimana terlihat dalam tabel 6, hasil uji asumsi klasik mengindikasikan bahwa model regresi memiliki *errore term* yang terdistribusi normal, bebas dari multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas setelah membuang 8 *outlier*.

Tabel 6.
Hasil Uji Statistik

Variabel	Ordinary Least Square			Multikolinieritas		Heterokedastisitas		
	B	Nilai t	Sig.	VIF	Tolerance	Nilai t	Sig.	
Konstanta	301,592	5,069	0,000					
IRD	1,320	1,247	0,214	1,453	0,688	0,068	0,946	
ERD	-2,354	-1,301	0,195	1,486	0,673	-1,939	0,0540	
InvRD	0,110	0,052	0,959	1,417	0,706	1,344	0,181	
InvAtt	3,208	2,731	0,007	1,030	0,970	-0,912	0,363	
OfferingSize	-21,076	-3,567	0,000	1,481	0,675	-1,777	0,077	
Umur	-0,208	-1,031	0,304	1,066	0,939	0,953	0342	
FirmSize	-2,995	-0,682	0,496	1,411	0,709	0,675	0,501	
	Kolmogorov-Smirnov Z						1,228	
	Asymp. Sig.						0,098	
	Nilai F						5,776	

Sig. Nilai F	0,000
Adj R ²	0,138

Sumber: Data yang diolah [U12]

Variabel Dependen: Initial Return; Variabel Independen: IRD (Internal Risk Disclosure-Pengungkapan Risiko Internal); ERD (External Risk Disclosure-Pengungkapan Risiko Eksternal); InvRD (Investment Risk Disclosure_Pengungkapan Risiko Investasi); InvAtt (Investors' Attention_Atensi Investor) [U13]

Hasil uji statistik F pada Tabel 6 dengan F_{hitung} sebesar 5,776 dengan nilai signifikansi 0,000. Hal ini dapat dijelaskan dengan tingkat signifikansi dibawah 5% ($\alpha = 0,05$) dan $F_{hitung} 5,776 > F_{tabel} 2,06$ yang dapat berarti seluruh variabel independen dalam model penelitian ini dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen yaitu *Initial Return*. Dari Tabel 6 juga dapat diketahui koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,138, artinya hanya sebesar 13,8% dari *initial return* dapat dijelaskan oleh seluruh variabel independen dalam penelitian ini. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak seluruh hipotesis yang diajukan didukung oleh data. Hipotesis pertama yang diajukan (H_1) tidak didukung oleh data karena tingkat signifikansi $0,214 > 0,05$, serta $t_{hitung} 1,247 < t_{tabel} 1,6524$, maka dapat disimpulkan H_1 ditolak. [U14] Penelitian ini menemukan bahwa pengungkapan risiko internal dalam prospektus adalah *boilerplate*, yaitu pengungkapan risiko internal tidak memiliki pengaruh pada persepsi investor. Pengungkapan risiko internal pada prospektus tidak menambah manfaat informasi bagi investor, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko internal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 3 yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko internal pada indikator 1, 3, 4, 5, 6, 14, 15, 16, 17, 18 dan 19 rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa dari 19 indikator yang ditetapkan untuk mengukur variabel pengungkapan risiko internal, hanya 8 indikator yang sering diungkapkan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al (2018) bahwa manajer hampir tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor serta tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga pengungkapan risiko internal tidak memiliki dampak signifikan pada *initial return*. [U15]

~~Hipotesis kedua (H_2) memiliki tingkat signifikansi $0,195 > 0,05$, serta $t_{hitung} -1,301 < t_{tabel} -1,6524$, maka dapat disimpulkan H_2 ditolak. [U16]~~ Dengan demikian pengungkapan risiko eksternal tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Pengungkapan risiko eksternal tidak memberikan informasi tambahan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko eksternal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, pengungkapan risiko eksternal pada indikator 1, 7, 8 dan 10 menunjukkan jumlah yang rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hasil penelitian ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al (2018) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko eksternal yang akan dihadapi perusahaan ditemukan tidak

signifikan dalam mempengaruhi *initial return* IPO, hal tersebut dikarenakan ketidakmampuan investor untuk menganalisis risiko eksternal karena pengungkapan dianggap “*boilerplate*” hampir tidak memberikan informasi kepada investor pada Bursa Malaysia. [U17]

~~Hipotesis ketiga (H_3) mempunyai tingkat signifikansi $0,959 > 0,05$, serta $t_{hitung} 0,052 < t_{tabel} 1,6524$, maka dapat disimpulkan H_3 ditolak.~~ Dengan demikian pengungkapan risiko investasi tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 5, yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko investasi pada indikator 1 dan 3 sangat rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hanya 36 perusahaan yang mengungkapkan indikator 1 dan 42 perusahaan yang mengungkapkan indikator 3 pada variabel pengungkapan risiko investasi. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Cambell et al (2014) serta Kravet (2013) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko mungkin hanya *boilerplate*, yaitu pengungkapan risiko tidak memiliki pengaruh pada persepsi investor. [U18]

~~Hasil analisis data pengujian hipotesis keempat (H_4) menunjukkan bahwa tingkat signifikansi $0,007 < 0,05$, serta $t_{hitung} 2,731 > t_{tabel} 1,6524$, maka dapat disimpulkan H_4 diterima.~~ Hal tersebut berarti terdapat hubungan yang signifikan antara *investor attention* dengan *initial return*. Hasil dari perhitungan regresi berganda, koefisien variabel atensi investor bertanda positif, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor attention* abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*). Hasil penelitian ini sejalan dengan riset yang dilakukan oleh Zhao et al (2018) menemukan bahwa atensi investor yang abnormal memiliki kekuatan prediktif positif yang sangat kuat untuk *underpricing*, Pernyataan tersebut juga didukung oleh Tsukioka et al (2018) yang menyatakan bahwa *investor attention* yang tinggi secara positif mempengaruhi harga penawaran IPO dan *initial return*. [U19]

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN[U20]

Penelitian ini dilakukan untuk memahami dampak pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan *investor attention* terhadap *initial return*. Sebanyak 210 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2011 hingga 2018 dijadikan sampel pada penelitian ini dengan menggunakan program SPSS dalam melakukan pengujian, diperoleh hasil bahwa secara parsial pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi tidak berpengaruh terhadap *initial return* sedangkan *investor attention* berpengaruh positif terhadap *initial return*. Seluruh variabel bebas dalam penelitian ini (pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi, atensi investor, *offering size*, umur perusahaan dan besaran perusahaan) secara statistik dapat menjelaskan variasi dari variabel *initial return* dengan *statistical explanation power* sebesar 13,8%. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa informasi risiko yang diungkapkan dalam prospektus perusahaan belum maksimal sesuai dengan indikator yang telah ditetapkan pada pengukuran pengungkapan risiko internal, eksternal dan investasi perusahaan. Terdapat indikasi bahwa semakin tinggi

tingkat atensi investor yang bersifat abnormal pada periode sebelum IPO maka terdapat kecenderungan para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*).^[U21]

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak terdapat variabel intervening maupun moderating dalam menguji pengaruh pengungkapan risiko dan atensi investor terhadap *initial return*. Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, maka rekomendasi saran bagi penelitian selanjutnya menambah variabel independen, variabel intervening atau variabel moderating dalam penelitian *initial return*.

DAFTAR PUSTAKA^[U22]

- Abdou, Khaled dan Mehmet F. Dicle. 2007. Do risk factors matter in the IPO valuation?". *Journal of Financial Regulation and Compliance* 15 (1): 63 – 89.
- Aaker, D. A., Jacobson, R., 1987. The role of risk in explaining differences in Profitability. *Academy of Management Journal* 30: 277-296.
- Aerts, Walter. dan Cheng, P. 2012. Self-serving causal disclosures and short-term IPO valuation– evidence from China. *Accounting and Business Research* 42 (1): 49-75.
- Aissia, Dorsaf Ben dan Narjess Skhiri Hellara. 2018. Systematic risk, the tradeoff of leverage and IPO first-day Returns. *Review of Quantitative Finance and Accounting*.
- Alon, Ilan dan B. Elango. 2018. Franchising and initial public offering: a signaling perspective. *International Journal of Retail & Distribution Management*.
- Aouadi, Amal, Mohamed Arouri dan Frederic Teulon. 2013. Investor attention and stock market activity: Evidence from France. *Economic Modelling* 35: 674–681.
- Arthurs, J. D., dan Busenitz, L. W. 2006. Dynamic capabilities and venture performance: The effects of venture capitalists. *Journal of Business Venturing* 21: 195–215.
- Aschebrock, Roderik. 2017. Ex ante and ex post uncertainty to explain underpricing that is inherent to Initial Public Offerings: Evidence from the United States for the period including the financial crisis 2003 – 2013. *Master Thesis Financial Economics*.
- Badru, Bazeet Olayemi dan Nurwati A. Ahmad-Zaluki. 2017. Explaining IPO initial returns in Malaysia: ex-ante uncertainty versus signalling. *Asian Review of Accounting*.
- Barber, B.M. dan Odean, T. 2008. All that glitters: the effect of attention on the buying behavior of individual and institutional investors. *Review of Financial Studies*. Vol. 21: 785-818.
- BBC. 2014. Penjualan Saham Alibaba Pecahkan Rekor. [cited. Available from https://www.bbc.com/indonesia/majalah/2014/09/140922_bisnis_alibaba
- Bloomberg. Prospektus Tahun 2011, 2012, 2013, 2014 dan 2015.
- Bursa Efek Indonesia. Prospektus Tahun 2016, 2017 dan 2018. [cited. Available from <https://www.idx.co.id>
- Bijl, Laurens, Glenn Kringhaug, Peter Molnsr dan Eirik Sandvik. 2016. Google searches and stock returns. *International Review of Financial Analysis* 45: 150–156.
- Bikas, Egidijus. 2013. Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedia- Social and Behavioral Sciences* 82: 870– 876.
- Campbell, J.L., Chen, H., Dhaliwal, D.S., Lu, H.-M. dan Steele, L.B. 2014. The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies* 19 (1): 396-455.

- Clarke, Jonathan, Arif Khurshed, Alok Pande dan Ajai K. Singh. 2016. Sentiment traders & IPO initial returns: The Indian evidence. *Journal of Corporate Finance*. 37: 24–37.
- Chang, Chih-Hsiang dan I-Fan Ho. 2015. IPO Price Performance and Signaling. *World Academy of Science, Engineering and Technology International Journal of Economics and Management Engineering* 9 (1).
- Da, Zhi, Joseph Engelberg dan Pengjie Gao. 2011. In search of attention. *J. Finance* 66 (5): 1461–1499.
- Da, Zhi, Joseph Engelberg dan Pengjie Gao. 2015. The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices. *The Review of Financial Studies* 28 (1): 1- 32.
- Fang, L dan Peress, J. 2009. Media Coverage and the Cross- section of Stock Return. *Journal of Finance* 64 (5): 2023- 2052.
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*: Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Goddard, John, Arben Kita dan Qingwei Wang. 2015. Investor Attention and FX Market Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*.
- Google Trends. Search Volume Index Perusahaan IPO di BEI Tahun 2011- 2018. [cited. Available from <https://trends.google.co.id>.
- Gonzalez, Deborah. 2015. *Managing Online Risk*. Butterworth-Heinemann is an imprint of Elsevier.
- Gumanti, Tatang Ary, Ayu Retsi Lestari dan Siti Sofiyah Abdul Mannan. 2017. Underpricing And Number of Risk Factors of Initial Public Offerings In Indonesia. *Business: Theory and Practice* 18: 178–185.
- Han, Liyan, Yang Xu dan Libo Yin. 2018. Does investor attention matter? The attention-return relationships in FX markets. *Economic Modelling* 68: 644–660.
- Husick, G. C., & Arrington, J. M. 1998. *The initial public offering: A practical guide for executives*. New York, NY: Bowne & Co.
- Kapoor, Sujata dan Jaya M. Prosad. 2017. Behavioural Finance: A Review. *Procedia Computer Science* 122: 50–54.
- Killins, Robert N. 2018. An investigation of the short-term performance of the Canadian IPO market. *Research in International Business and Finance*.
- Kim, Neri, Katarina Lucivjanska, Peter Molnar dan Roviell Villa. 2018. Google searches and stock market activity: Evidence from Norway. *Finance Research Letters*.
- Kravet, T. dan Muslu, V. 2013. Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies* 18 (4): 1088-1122.
- Leland, Hayne E. dan David H. Pyle. 1977. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* 32 (2): 371-387.
- Lou, D. 2009. Attracting investor attention through advertising. *Discussion Paper* 644.
- Mousa, Fariss-terry, Paul E. Bierly, III dan William J Wales. 2014. Different Strokes: IPO Risk Factors, Investor Valuation, and Firm Survival. *Journal of Management & Organization* 20: 348-364.
- Preis, Tobias, Helen Susannah Moat dan H. Eugene Stanley. 2013. Quantifying Trading Behavior in Financial Markets Using Google Trends. *Scientific Reports*.
- Rejeki, Asri. 2014. Teori Prospek Menjelaskan Pengambilan Keputusan dalam Kondisi Ketidakpastian (*uncertainty*). *Jurnal Psikososains* 9 (2).
- Ricciardi, Victor dan Helen K. Simon. 2000. What is Behavioral Finance?. *Business, Education and Technology Journal Fall*.
- Ritter, Jay R. 2003. Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal* 11: 429–437.
- Song, Shunlin, Jin Song Tan dan Yang Yi. 2014. IPO initial returns in China: Underpricing or overvaluation?. *China Journal of Accounting Research*.

- Sundarasan, Sheela Devi, Afzal Khan dan Nakiran Rajangam. 2017. Signalling Roles of Prestigious Auditors and Underwriters in an Emerging IPO Market. *Global Business Review* 19 (1): 1-16.
- Tan, Selin Du'z dan Oktay Tas. 2018. Investor attention and stock returns: Evidence from Borsa Istanbul". *Borsa Istanbul Review*.
- Tsukioka, Yasutomo, Junya Yanagi dan Teruko Takada. 2018. Investor sentiment extracted from internet stock message boards and IPO puzzles. *International Review of Economics and Finance* 56: 205-217.
- Tversky, Amos dan Daniel Kahneman. 1986. The Framing of Decisions and The Evaluation of Prospects. *Elsevier Science Publishers B.V* : 503-520.
- Vakrman, Tomas dan Ladislav Kristoufek. 2015. Underpricing, underperformance and overreaction in initial public offerings: Evidence from investor attention using online searches. *SpringerPlus*. 4: 1-11.
- Wasiuzzaman, Shaista, Fook Lye Kevin Yong, Sheela Devi D. Sundarasan dan Noor Shahaliza Othman. 2018. Impact of disclosure of risk factors on the initial returns of initial public offerings (IPOs). *Accounting Research Journal* 31 (1): 46-62.
- Xu, Zhijian, Li Wang dan Jing Long. 2017. The impact of directors' heterogeneity on IPO underpricing. *Chinese Management Studies* 11.
- Yahoo Finance. Closing Price perusahaan IPO di BEI Tahun 2011- 2018. [cited. Available from <https://finance.yahoo.com>.
- Yan, Yumeng, Xiong Xiong, J. Ginger Meng dan Gaofeng Zou. 2018. Uncertainty and IPO initial returns: Evidence from the Tone Analysis of China's IPO Prospectuses. *Pacific-Basin Finance Journal*.
- Yung, Kenneth dan Nadia Nafar. 2017. Investor attention and the expected returns of reits. *International Review of Economics and Finance* 48: 423-439.
- Zhao, Ruwei, Xiong Xiong dan Dehua Shen. 2018. Investor attention and performance of IPO firms: Evidence from online searches. *Physica A* 508: 342-348.
- Zhou, Lu (Jolly) dan Mehdi Sadeghi. 2018. The impact of innovation on IPO short-term performance - Evidence from the Chinese markets. *Pacific-Basin Finance Journal*.

Tanggapan 1

PENGARUH PENGUNGKAPAN RISIKO DAN ATENSI INVESTOR TERHADAP INITIAL RETURN

Rr Sri Handayani¹⁾

Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

rrsrihandayani@lecturer.undip.ac.id

Puspita Handayani²⁾

Mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Diponegoro

PuspitaH1234@gmail.com

ABSTRACT

The research objective is examining and analyzing the effect of internal risk disclosure, external risk disclosure, investment risk disclosure and investors' attention on initial return. This research is causality research and use secondary data. Population is a company that conducts IPOs on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the 2011-2018 period with 224 companies, the sampling technique used was purposive sampling and obtained a total sample of 210 companies. The results of research stated that there is no effect of internal risk disclosure, external risk disclosure and investment risk disclosure on initial returns. There is a significant positive effect of investor attention on initial returns.

Keywords: Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investors' Attention, Initial Return, Initial Public Offering

A B S T R A K

Tujuan penelitian yaitu mengkaji dan menganalisis pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan *investor attention* terhadap *initial return*. Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas. Data yang digunakan sekunder. Populasi adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 perusahaan, teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh jumlah sampel penelitian sebanyak 210 perusahaan. Hasil penelitian antara lain, yaitu tidak terdapat pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi terhadap *initial return*, terdapat pengaruh signifikan positif atensi investor terhadap *initial return*.

Keywords: Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investor Attention, Initial Return, Initial Public Offering

PENDAHULUAN

Initial return terjadi karena perbedaan antara harga saham selama periode *Initial Public Offering* (IPO) di pasar perdana dengan harga di pasar sekunder (Wasiuzzaman et al, 2018). *Initial return* yang dihasilkan dari kondisi *underpricing* sering terjadi pada saat IPO. *Underpricing* IPO terjadi jika kecenderungan harga penutupan hari pertama lebih tinggi daripada harga penerbitan saham pada saat IPO. *Underpricing* IPO adalah fenomena yang tersebar luas yang telah didokumentasikan di sejumlah negara dan terus berlanjut dari waktu ke waktu (Cornanic & Novak, 2015). IPO adalah peristiwa penting yang menarik banyak perhatian (Boulton et al., 2010; Engelen & Van-Essen,

2010) dan *initial return* memiliki rentang waktu yang sangat singkat (Ljungqvist, 2004). Oleh karena itu penelitian tentang *initial return* pada saat IPO menjadi menarik untuk dilakukan untuk mengungkap faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Signalling theory menjelaskan kasus *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO. Welch (1989) telah mendesain model *signaling* yang menjelaskan bahwa perusahaan penerbit saham (*issuer*) akan menggunakan *underpricing* IPO sebagai signal tentang kualitas informasi yang diungkapkan kepada investor. Penetapan harga IPO mencerminkan sinyal yang dikirimkan oleh emiten yang memiliki informasi kepada investor *sophisticated* atau sebagai bentuk kompensasi bagi investor naif atas pilihan investasi yang merugikan. Sinyal menjadi hal penting dalam menganalisis *initial return* pada saat IPO terutama di negara-negara dengan pasar yang menghadapi asimetri informasi yang tinggi (Francis et al., 2010).

Asimetri informasi dapat dikurangi dengan adanya pengungkapan informasi (Alon & Elango, 2018). Pengungkapan informasi seperti pengungkapan risiko yang tidak diketahui investor akan dapat mempengaruhi persepsi investor, dengan asumsi bahwa manajer mengungkapkan risiko yang bermanfaat bagi investor (Kravet & Muslu, 2012). Pengungkapan risiko baik risiko internal, risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi diduga dapat mengurangi asimetri informasi diantara emiten dan investor serta diantara investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi.

Perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh penalaran investor dan proses emosional (Ricciardi & Simon, 2000). Pengambilan keputusan dipengaruhi oleh situasi yang kompleks sebelum mendapatkan hasil terbaik dari sejumlah alternatif yang ada. Praktiknya, manusia memiliki emosi yang dapat mempengaruhi keputusannya (Kapoor & Prosad, 2017). Selanjutnya, Ricciardi & Simon (2000) menjelaskan konsep perilaku keuangan dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu sosiologi, psikologi dan keuangan. Hal tersebut menjelaskan bahwa perilaku keuangan tidak hanya bersifat rasional tetapi juga dipengaruhi ketidakrasionalan seperti sosiologi dan psikologi. Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan atau *noise* di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013). Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara

rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan atensi investor.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tingkat pengungkapan risiko, baik risiko internal, risiko eksternal maupun risiko investasi, dan atensi investor terhadap *initial return*. Penelitian ini menggabungkan model asimetri informasi Wasiuzzaman et al. (2018) dan model keperilakuan Zhao et al. (2018). Hal ini menjadi kontribusi yang diberikan oleh penelitian ini untuk menjelaskan penetapan harga perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia. Patut diduga bahwa selain faktor pengungkapan informasi yang dilakukan oleh emiten dengan tujuan untuk mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor atau investor potensial, *initial return* juga dipengaruhi oleh faktor perilaku investor ataupun investor potensial.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 *firms-years*. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan jumlah sampel 210 perusahaan. Perusahaan yang dikeluarkan dari sampel terdiri dari 6 perusahaan yang tidak memiliki *Search Volume Index* (SVI) pada Google Trends sesuai data yang dibutuhkan (selama delapan minggu berturut-turut sebelum perusahaan IPO) dan 8 perusahaan yang termasuk *outlier*. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa prospektus perusahaan IPO yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Bloomberg* Universitas Diponegoro; *closing price* pada hari pertama di Bursa Efek yang diakses melalui *Yahoo Finance* dan *Search Volume Index* (SVI) diakses dari *Google Trends*. Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Initial return* merupakan keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena terjadi selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana lebih kecil dibandingkan dengan harga jual saham pada saat di pasar sekunder (Killins, 2019).

Variabel independen terdiri dari Pengungkapan Risiko Internal, Pengungkapan Risiko Eksternal, Pengungkapan Risiko Investasi dan Atensi Investor. Risiko internal mengacu pada risiko yang dihadapi oleh perusahaan sebagai dampak dari kondisi internal seperti manajerial, karyawan dan risiko terkait operasi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko internal menggunakan metode informasi naratif dengan *content analysis*, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko internal dibagi menjadi 19 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko internal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko internal.

Faktor risiko eksternal adalah faktor-faktor risiko yang dihasilkan dari lingkungan eksternal dan tidak berada dalam kendali perusahaan, seperti persaingan, kebijakan pemerintah dan perundang-undangan serta lingkungan ekonomi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko eksternal menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan

dianalisis. Pengungkapan risiko eksternal dibagi menjadi 12 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko eksternal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total risiko eksternal.

Risiko investasi mengacu pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham seperti non pembayaran dividen, dilusi saham dan kegagalan IPO (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko investasi dilakukan dengan *content analysis* menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko investasi dibagi menjadi 5 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko investasi dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko investasi.

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Merujuk pada Da et al. (2011) dan Kim et al. (2019) penelitian ini menggunakan kata kunci pencarian dengan nama perusahaan. Pencarian dengan nama perusahaan memiliki beberapa kelemahan, yaitu tidak semua pengguna internet yang melakukan pencarian di Google dengan nama perusahaan adalah investor. Hal tersebut diasumsikan sebagai *random noise*. Permasalahan tersebut dapat dikurangi dengan menerapkan beberapa kriteria, yaitu (1) pencarian perusahaan dengan nama lengkap. Menurut Aouadi et al. (2013) penggunaan *ticker* saham perusahaan kurang efektif untuk menampilkan informasi fundamental perusahaan dan informasi tambahan berupa kegiatan perusahaan yang dapat dijadikan referensi keputusan investor; (2) Lokasi pencarian pada penelitian ini diatur dalam Negara Indonesia; (3) Saham yang tidak beraktivitas atau belum IPO pada masa observasi yang ditentukan dan tidak memiliki nilai 0 sampai 8 minggu secara berturut-turut dalam pencarian GSV akan dikeluarkan demi mendapatkan hasil yang tidak bias (Da et al., 2011); (4) pencarian nama perusahaan dalam GSV tidak menggunakan nama legal perusahaan seperti "PT" atau "Tbk" (Kim et al., 2019).

Pengukuran variabel Atensi Investor menurut Bijl et al (2016), sebagai berikut:

$$ASVI = \frac{SVI_t - \frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i}{\sigma SVI}$$

Keterangan:

ASVI : *Abnormal Search Volume Index*.

SVI_t : SVI selama minggu IP.

$\frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i$: Rata-rata SVI selama 8 minggu sebelum IPO.

σSVI : Standar deviasi SVI 8 minggu sebelum IPO.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Informasi statistik deskriptif antara lain rata-rata (*mean*), minimum, maksimum dan standar deviasi. Hasil uji statistik deskriptif menggunakan SPSS, sebagai berikut:

Tabel 1

Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar
Initial Return	26,11	-89,73	183,48	42,323
IRD	9,79	3,00	18,00	3,096
ERD	7,18	3,00	12,00	1,832
InvRD	2,50	0,00	5,00	1,523
InvAtt	2,29	-1,09	13,93	2,349
OfferingSize	11,37	10,21	12,71	0,560
Umur	19,24	2,00	65,00	13,895
FirmSize	11,85	9,40	14,29	0,736

Tabel 2

Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Internal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2011	11	16	11	13	2	9	19	18	17	11	16	17	16	8	14	11	9	8	11
2012	8	12	7	9	3	4	20	15	11	12	11	16	11	8	10	9	8	3	5
2013	10	19	6	9	4	3	27	24	15	14	12	22	16	5	15	10	16	12	11
2014	4	11	6	5	0	0	22	20	19	18	15	16	9	6	8	11	8	8	4
2015	9	11	4	4	2	3	16	15	8	8	11	15	10	5	7	4	8	9	5
2016	8	11	5	5	0	7	14	14	13	13	13	14	7	4	6	9	6	6	6
2017	14	24	12	14	9	5	36	35	29	27	26	32	24	4	19	14	20	3	9
2018	25	38	18	16	6	12	54	53	52	51	51	51	28	14	28	17	28	45	28
TOTAL	89	142	69	75	26	43	208	194	164	154	155	183	121	54	107	85	103	94	79

Tabel 3.

Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Eksternal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	13	21	15	16	24	16	16	6	19	11	25	18
2012	5	19	8	10	21	5	4	4	12	8	20	15
2013	10	25	13	16	28	23	6	4	19	10	28	26
2014	5	19	9	11	22	21	0	0	12	5	20	19
2015	3	12	11	9	16	13	5	2	10	6	15	14
2016	5	14	13	10	14	14	2	2	5	2	14	15
2017	11	31	23	26	35	33	2	1	26	1	37	36
2018	14	51	33	43	54	52	3	2	29	7	51	51
TOTAL	66	192	125	141	214	177	38	21	132	50	210	194

Tabel 4

Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Investasi

TAHUN	1	2	3	4	5
2011	3	10	7	14	12

2012	4	13	4	12	8
2013	9	13	7	14	14
2014	2	13	4	17	17
2015	2	10	6	10	12
2016	3	11	2	12	12
2017	3	7	1	8	8
2018	10	45	11	49	51
TOTAL	36	122	42	136	134

Berdasarkan tabel 1 dan tabel 2 menjelaskan statistik deskriptif tentang pengungkapan internal. Dalam table tersebut ijelaskan bahwa rata-rata *initial return* sebesar 26,11, yang berarti bahwa investor memperoleh keuntungan sebesar 26,11% dibanding harga saham pada penawaran perdana. Nilai minimum *initial return* sebesar -89,73 terjadi pada PT Mahaka Radio Integra Tbk dengan kode emiten MARI yang melakukan IPO pada tanggal 16 Februari 2016. PT Dafam Property Indonesia Tbk (DFAM) merupakan emiten yang memiliki nilai *initial return tertinggi* sebesar 183,48. Saham PT Dafam Property Indonesia melonjak 83,49 basis poin atau sekitar 69,57% dari harga perdana sebesar Rp 115 menjadi Rp 195 setelah pencatatan saham persero pada tanggal 27 April 2018. Dengan deviasi standar sebesar 42,323 menunjukkan bahwa sebaran data cukup besar.

Tabel 1 dan 2 mendeskripsikan sebaran data untuk variabel pengungkapan internal. Untuk variabel pengungkapan risiko internal memiliki nilai minimum 3 terjadi pada 3 emiten yaitu PT Bank Nationalnobu Tbk (NOBU), PT Bank Mestika Dharma Tbk (BBMD) dan PT Cipaganti Citra Graha Tbk (CPGT). Ketiganya melakukan IPO pada tanggal 10 Desember 2013. Emiten yang melakukan pengungkapan risiko internal tertinggi mengungkapkan 18 item yaitu PT Global Teleshop Tbk (GLOB) yang melakukan penawaran perdana pada tanggal 28 Juni 2012. Rata-rata jumlah pengungkapan internal sebesar 9,79. Sebagian besar perusahaan yang melakukan penawaran perdana mengungkapkan risiko operasional; operasi dapat terganggu oleh gangguan tidak terduga yang disebabkan oleh kegagalan sistem dan kecelakaan kerja serta; keterlambatan produksi. Hanya sebagian kecil perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang ketergantungan pada pengecer dan; keterbatasan tenaga kerja terampil dan berpengalaman di industri tertentu.

Tabel 1 dan 3 menjelaskan tentang data deskriptif dari variabel Pengungkapan Risiko Eksternal. Jumlah rata-rata informasi terkait dengan risiko eksternal yang diungkapkan sebanyak 7,18. Jumlah item pengungkapan untuk risiko eksternal memiliki nilai minimum 3 yaitu PT Minna Padi Investama Tbk (PADI) memiliki tanggal IPO 9 Januari 2012 dan PT Kiosan Komersial Indonesia Tbk (KIOS) dengan tanggal penawaran perdana 27 September 2017. Nilai maksimum pengungkapan risiko eksternal sebanyak 12 item yaitu PT Prodia Widyahusada (PRDA) dan PT ABM Investama Tbk (ABMM). Jumlah perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang kebijakan pemerintah yang dapat mempengaruhi secara material pada perusahaan; perkembangan keuangan dan ekonomi yang tidak menguntungkan di Indonesia serta; perubahan kondisi ekonomi, sosial dan politik masing-masing 214 perusahaan, 210

perusahaan, 192 perusahaan dan 194 perusahaan. Sedikit perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang penurunan tingkat kredit Indonesia dan; adanya wabah penyakit menular yang berdampak buruk pada perusahaan, masing-masing 38 perusahaan, 21 perusahaan.

Tabel 1 dan 4 menjelaskan sebaran atas hasil *content analysis* atas instrumen penelitian dari variabel independen Pengungkapan Risiko Investasi. Rata-rata jumlah pengungkapan risiko investasi sebanyak 2,5. Nilai minimum pengungkapan risiko investasi menunjukkan jumlah 0, yang berarti terdapat perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan informasi tentang risiko investasi. Jumlah perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan risiko investasi sebanyak 29 perusahaan. Nilai maksimum jumlah pengungkapan informasi risiko investasi adalah 5, yang berarti perusahaan sampel mengungkapkan seluruh item yang menjadi indikator pengukuran atas pengungkapan risiko investasi. Terdapat 15 perusahaan yang memiliki jumlah pengungkapan informasi tentang risiko investasi tertinggi yaitu PT Erajaya Swasembada Tbk (ERAA), PT TBS Energi Utama Tbk (TOBA), PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM), PT Dyandra Media International Tbk (DYAN), PT Saritoga Investama Sedaya Tbk (SRTG), PT Logindo Samudramakmur Tbk (LEAD), PT Sawit Sumbermas Sarana (SSMS), PT Eka Sari Lorena Transport Tbk (LRNA), PT Blue Bird Tbk (BIRD), PT Mitra Keluarga Karyasehat Tbk (MIKA), PT Kino Indonesia Tbk (KINO), PT Aneka Gas Industri Tbk (AGII), PT Hartadinata Abadi Tbk (HRTA), PT Medikaloka Hermina Tbk (HEAL), dan PT Jaya Bersama Indo Tbk (DUCK). Item yang paling sering diungkapkan adalah informasi tentang fluktuasi harga saham dan likuiditas perdagangan saham di bursa. Sementara item jarang diungkapkan yaitu informasi tentang perbedaan kepentingan pemegang saham pengendali dengan investor dan dilusi saham.

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memperoleh keyakinan bahwa model regresi dari penelitian ini memiliki *error term* yang terdistribusi normal, bebas multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas. Dengan terpenuhinya kondisi tersebut maka ditarik kesimpulan bahwa model regresi dengan *Ordinary Least Square* telah menjadi model yang *Best Linier Unbiased Estimatio (BLUE)*. Uji asumsi klasik dilakukan terhadap model regresi sebagai berikut:

$$IR = 301,592 + 1,320 IRD - 2,354 ERD + 0,110 InvRD + 3,208 InvAtt - 21,076 OfferingSize - 0,208 Umur - 2,995 FirmSize + e.$$

Sebagaimana terlihat dalam tabel 5, hasil uji asumsi klasik mengindikasikan bahwa model regresi memiliki *errore term* yang terdistribusi normal, bebas dari multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas setelah membuang 8 *outlier*.

Tabel 5.
Hasil Uji Statistik

Variabel	Ordinary Least Square			Multikolinieritas		Heterokedastisitas	
	B	Nilai t	Sig.	VIF	Tolerance	Nilai t	Sig.
Konstanta	301,592	5,069	0,000				
IRD	1,320	1,247	0,214	1,453	0,688	0,068	0,946

ERD	-2,354	-1,301	0,195	1,486	0,673	-1,939	0,0540
InvRD	0,110	0,052	0,959	1,417	0,706	1,344	0,181
InvAtt	3,208	2,731	0,007	1,030	0,970	-0,912	0,363
OfferingSize	-21,076	-3,567	0,000	1,481	0,675	-1,777	0,077
Umur	-0,208	-1,031	0,304	1,066	0,939	0,953	0,342
FirmSize	-2,995	-0,682	0,496	1,411	0,709	0,675	0,501
Kolmogorov-Smirnov Z							1,228
Asymp. Sig.							0,098
Nilai F							5,776
Sig. Nilai F							0,000
Adj R ²							0,138

Goodness of Fit Model Test

Goodness of Fit Test dari satu model regresi dilakukan untuk menguji kemampuan dari data untuk memprediksi serangkaian pengamatan di masa depan. *Goodness of Fit Test* dari satu model regresi dapat dilihat dari signifikansi nilai F Test dan nilai Adjusted R². Berdasar hasil uji regresi dengan nilai F sebesar 5,776 dengan tingkat signifikansi 0,000 menunjukkan bahwa variabel indepen dalam penelitian yang terdiri dari pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor ini dapat menjelaskan dan memprediksi variasi dari variabel *initial return*. Nilai Adjusted R² sebesar 0,138 dapat diinterpretasikan bahwa besarnya kemampuan variabel pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor dalam menjelaskan dan memprediksi variasi *initial return* sebesar 13,8%.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa pengungkapan risiko baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi dalam prospektus dari perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Dalam kerangka kerja Teori Sinyal dijelaskan jika pengungkapan risiko tidak berpengaruh terhadap *initial return*, maka dapat disimpulkan bahwa hubungan Pengungkapan Risiko dengan pembentukan harga pada saat *initial public offering* bersifat *boilerplate* (Wasiuzzaman et al., 2018; Campbell et al., 2014; Kravet & Muslu, 2012). Manajer memiliki lebih banyak informasi tentang perusahaan daripada investornya, tetapi manajer cenderung memiliki kepentingan pribadi yang menyebabkan terjadinya bias. Manajer memiliki kecenderungan untuk mengungkapkan informasi yang menguntungkan dan menghindari pengungkapan informasi yang tidak menguntungkan. Namun, karena pengungkapan risiko adalah wajib dan tujuannya adalah untuk menyampaikan informasi terkait dengan risiko yang tidak menguntungkan yang dihadapi oleh perusahaan, manajer kemudian akan cenderung untuk memberikan pengungkapan risiko yang tidak jelas dan tidak berarti yang dapat digunakan untuk membuat katalog semua kemungkinan risiko dan ketidakpastian tetapi hampir tidak memberikan informasi kepada investor. Pengungkapan risiko yang terlalu kabur dan generik sehingga tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor dan tidak

mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga tidak berdampak signifikan terhadap imbal hasil awal IPO.

Kravet & Muslu (2012) juga berpendapat bahwa pengungkapan risiko dapat mengungkapkan faktor risiko yang tidak diketahui dan kontinjensi yang akan mempengaruhi persepsi risiko investor. Dengan asumsi manajer mengungkapkan risiko yang berarti, pengungkapan tidak akan informatif bagi investor jika risiko yang diungkapkan sudah diketahui oleh pasar sehingga menghasilkan informasi yang sangat sedikit atau tidak berpengaruh pada keyakinan *ex ante* investor tentang risiko perusahaan (Campbell et al., 2014).

Pengungkapan risiko menginformasikan kepada investor risiko yang dihadapi perusahaan emiten dan cara yang diambil oleh perusahaan dalam memitigasi risiko yang dihadapinya. Pengungkapan ini akan mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor dan antara investor yang terinformasi dan tidak terinformasi. Sayangnya, dalam keadaan tertentu, investor cenderung bereaksi negatif terhadap pengungkapan informasi yang mengandung muatan negatif. Informasi jenis ini akan dibaca sebagai sinyal negatif dan dianggap sebagai *bad news*. Oleh karena itu emiten cenderung mengabaikan informasi ini dan tidak mengungkapkan informasi ini atau pentingnya hasil negatif atau mengaitkan kegagalan yang dihadapinya dengan faktor eksternal seperti iklim bisnis secara umum, inflasi, harga pasar, dan kebijakan pemerintah. Manajer dapat menggunakan perangkat penjelas defensif seperti alasan, pembenaran dan penolakan kausalitas untuk "untuk meminimalkan kegagalan nyata dari hasil kinerja yang dirasakan secara negatif (Aerts & Cheng, 2011 hal 51).

Pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan bagaimanapun tergantung pada apa yang mereka anggap mencerminkan dan bagaimana mereka sesuai dengan harapan dan keyakinan investor (Scott & Lyman, 1968). Jika pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan dianggap mencerminkan kurangnya kontrol manajerial, maka investor harus mengharapkan pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko yang diambil. Namun, jika pengungkapan dimaksudkan untuk memproyeksikan citra pengendalian, yang menunjukkan bahwa manajemen mampu merasionalisasi perkembangan negatif jangka pendek ini dan memperbaikinya di masa depan, ini "menandakan kompetensi, kemampuan untuk merencanakan dan memberlakukan perubahan di muka peristiwa negatif, dan dengan demikian kelangsungan hidup masa depan" (Aerts dan Cheng, 2012, hal. 54).

Hipotesis pensinyalan menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan risiko dapat dirasakan baik secara positif atau negatif oleh investor tergantung pada keadaan dan ini akan akhirnya mempengaruhi pengembalian awal IPO. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada (Song et al., 2014; Chang & Ho, 2015; Abdou & Dicle, 2007, Gumanti et al., 2017).

Teori *signaling* menjelaskan bahwa jika investor memperoleh informasi dalam jumlah informasi dan waktu perolehan yang sama maka tidak akan memunculkan asimetri informasi. Jika tidak terjadi asimetri informasi maka tidak akan terjadi *misprice*. Wasiuzzaman et al (2018) bahwa manajer hampir tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor serta tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga pengungkapan risiko internal tidak memiliki dampak signifikan pada *initial return*. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada.

Pengungkapan risiko internal pada prospektus tidak direaksi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko internal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 2 yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko internal pada indikator 1, 3, 4, 5, 6, 14, 15, 16, 17, 18 dan 19 rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa dari 19 indikator yang ditetapkan untuk mengukur variabel pengungkapan risiko internal, hanya 8 indikator yang sering diungkapkan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh

Demikian juga Pengungkapan risiko eksternal tidak memberikan informasi tambahan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko eksternal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, pengungkapan risiko eksternal pada indikator 1, 7, 8 dan 10 menunjukkan jumlah yang rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hasil penelitian ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al (2018) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko eksternal yang akan dihadapi perusahaan ditemukan tidak signifikan dalam mempengaruhi *initial return* IPO, hal tersebut dikarenakan ketidakmampuan investor untuk menganalisis risiko eksternal karena pengungkapan dianggap "*boilerplate*" hampir tidak memberikan informasi kepada investor pada Bursa Malaysia.

Selanjutnya, pengungkapan risiko investasi tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko investasi pada indikator 1 dan 3 sangat rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hanya 36 perusahaan yang mengungkapkan indikator 1 dan 42 perusahaan yang mengungkapkan indikator 3 pada variabel pengungkapan risiko investasi.

Temuan lain dari penelitian ini adalah *investor attention* berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil dari perhitungan regresi berganda, koefisien variabel atensi investor bertanda positif, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor*

attention abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*). *Investor attention* adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Tversky & Kahneman, 1986; Tsukioka et al., 2018; Tan & Tas, 2019; Ritter, 2003; Preis et al., 2013; Lou, 2014; Kim et al., 2019; Goddard et al., 2015; Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013; Da et al., 2015). Barber & Odean (2008) menunjukkan bahwa *attention* mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam membeli saham, hal tersebut terjadi karena investor yang menghadapi banyak saham akan mengalami kesulitan dalam memutuskan saham yang akan dibeli, sehingga investor lebih cenderung membeli saham yang menarik perhatian mereka.

Teori perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh sosiologi, psikologi dan keuangan (Ricciardi & Simon, 2000). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas et al, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan *investor attention*.

Yung & Nafar (2017) menyatakan bahwa peningkatan *attention* mengarah pada peningkatan pembelian. *Investor attention* yang abnormal memiliki kekuatan prediktif positif yang sangat kuat untuk *Underpricing*, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor attention* abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka akan terjadi *initial return* (Zhao et al., 2018). Semakin tinggi *investor attention* terdapat kecenderungan akan semakin meningkatkan *initial return* (Han et al., 2018; Lou, 2014; Varkman & Kristoufek, 2015; Tsukioka et al., 2018; Da et al., 2011; Goddard et al., 2015; Clarke et al., 2016) Tsukioka et al (2018).

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris pengaruh pengungkapan risiko dan *investor attention* terhadap *initial return* dari perusahaan yang melakukan IPO pada tahun pengamatan 2011- 2018. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengungkapan risiko, baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal maupun pengungkapan risiko investasi tidak mampu menjadi sinyal yang direspon oleh investor dalam pembentukan harga saham di pasar perdana. Pengungkapan risiko menjadi "*boilerplate*". Manajer perusahaan emiten memiliki kecenderungan untuk memilah dan memilih informasi yang dianggap menguntungkan kepentingannya, sehingga informasi yang diungkapkan cenderung bias. Selain itu, hasil penelitian ini menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat *investor attention* yang bersifat abnormal pada periode sebelum IPO maka terdapat

kecenderungan para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*).

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak terdapat variabel intervening maupun moderating dalam menguji pengaruh pengungkapan risiko dan atensi investor terhadap *initial return*. Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, maka rekomendasi saran bagi penelitian selanjutnya menambah variabel independen, variabel intervening atau variabel moderating dalam penelitian *initial return*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdou, K., & Dicle, M. F. (2007). Do Risk Factors Matter in the IPO Valuation? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15(1), 63–89.
- Aerts, W., & Cheng, P. (2011). Self-Serving Causal Disclosures and Short-Term IPO Valuation-Evidence from China. *Accounting and Business Research*, 42(1), 49–75.
- Alon, I., & Elango, B. (2018). Franchising and Initial Public Offering: a Signaling Perspective. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 46(11/12), 1993–2008.
- Aouadi, A., Mohamed, A., & Teulon, F. (2013). Investor Attention and Stock Market Activity: Evidence From France. *Economic Modelling*, 35, 674–681.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785–818.
- Bijl, L., Kringhaug, G., Molnar, P., & Sandvik, E. (2016). Google Searches and Stock Returns. *International Review of Financial Analysis*, 45(C), 150–156.
- Bikas, E., & Jureviciene, D. (2013). Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedi- Social and Behavioral Science*, 82, 870–876.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. (2010). IPO Underpricing and International Corporate Governance. *Journal of International Business Studies*, 41, 206–222.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings. *Review of Accounting Studies*, 19, 396–455.
- Chang, C.-H., & Ho, I.-F. (2015). IPO Price Performance and Signalling. *International Journal of Social, Education, Economics and Management Engineering*, 9(1), 188–191.
- Clarke, J., Khurshed, A., Pande, A., & Singh, A. (2016). Sentiment Traders & IPO Initial Returns: The Indian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 37, 24–37.
- Cornanic, A., & Novak, J. (2015). Signaling by Underpricing the Initial Public Offerings of Primary Listings in an Emerging Market. *Czech Journal of Economics and Finance*, 65(4), 307–335.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In Search of Attention. *The Journal of Finance*, 66(5), 1461–1499.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2015). The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices. *The Review of Financial Studies*, 28(1), 1–32.
- Engelen, P.-J., & Van-Essen, M. (2010). Underpricing of IPOs: Firm-, Issue- and Country- Specific Characteristics. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1958–1969.
- Francis, B. B., Hasan, I., Lothian, J. R., & Sun, X. (2010). The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1), 81–106.
- Goddard, J., Kita, A., & Wang, Q. (2015). Investor Attention and FX Market Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38(C), 79–96.
- Gumanti, T. A., Lestari, A. R., & Manan, S. S. A. (2017). Underpricing and Number of

- Risks Factors of Initial Public Offerings in Indonesia. *Verslas: Teorija Ir Praktika/ Business: Theory and Practice*, 18, 178–185.
- Han, L., Xu, Y., & Yin, L. (2018). Does Incestor Attention Matter? The Attention-return Relationships in FX Markets. *Economic Modelling*, 68(C), 644–660.
- Kapoor, S., & Prosad, J. M. (2017). Behavioral Finance: A Review. *Procedia Computer Science*, 122, 50–54.
- Killins, R. N. (2019). An Investigation of the Short-term Performance of the Canadian IPO Market. *Research in International Business and Finance*, 47(C), 102–113.
- Kim, N., Lucivjanska, K., Molnar, P., & Villa, R. (2019). Google Searches and Stock Market Activity: Evidence from Norway. *Finance Research Letters*, 28(C), 208–220.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2012). Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088–1122.
- Ljungqvist, A. (2004). *IPO Underpricing*. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. www.ssrn.com
- Lou, D. (2014). Attracting Investor Attention through Advertising. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1797–1829.
- Preis, T., Moat, H. S., & Stanley, H. E. (2013). Quantifying Trading Behavior in Financial Markets using Google Trends. *Scientific Report*, 3, 1–6.
- Ricciardi, V., & Simon, H. (2000). What is Behavioral Finance? *Business, Education and Technology*, Fall, 1–9.
- Ritter, J. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429–437.
- Scott, M. B., & Lyman, S. M. (1968). Account. *American Sociological Review*, 33(1), 46–62.
- Song, S., Tan, J., & Yi, Y. (2014). IPO Initial Returns in China: Underpricing or Overvaluation? *China Journal of Accounting Research*, 7, 31–49.
- Tan, S. D., & Tas, O. (2019). Investor Attention and Stock Returns: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 106–116.
- Tsukioka, Y., Yanagi, J., & Takada, T. (2018). Investor Sentiment Extracted from Internet Stock Message Boards and IPO Puzzles. *International Review of Economics & Finance*, 56(C), 205–217.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). The Framing of Decisions and the Evaluation of Prospects. *Studies in Logic and the Foundations of Mathematics*, 114, 503–520.
- Varkman, T., & Kristoufek, L. (2015). Underpricing, Underperformance and Overreaction in Initial Public Offerings: Evidence from Investor Attention using Online Searches. *SpringerPlus*, 4(84), 1–11.
- Wasiuzzaman, S., Yong, F. L. K., Sundarasan, S. D. D., & Othman, N. S. (2018). Impact of Disclosure of Risk Factors on the Initial Returns of Initial Public Offerings (IPOs). *Accounting Research Journal*, 31(1), 46–62.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Yung, K., & Nafar, N. (2017). Investor Attention and the Expected Returns of REITs. *International Review of Economics & Finance*, 48(C), 423–439.
- Zhao, R., Xiong, X., & Shen, D. (2018). Investor Attention and Performance of IPO Forms: Evidence from Online Searches. *Physica A: A Statistical Mechanics and Its Applications*, 508(C), 342–348.

Catatan dari Editor Jurnal Kedua

Mohon dipahami gaya selingkung jurnal kami menggunakan IMRaD sehingga tidak ada pernyataan hipotesis di dalamnya. Mohon untuk hasil dijelaskan keterkaitan masing2 variabel dalam satu sub bab tersendiri. Perhatikan kembali naskah terbitan terbaru jurnal kami dan sesuaikan penulisan analisis dan sintesis atas hasil penelitian ini

PENGARUH PENGUNGKAPAN RISIKO DAN ATENSI INVESTOR TERHADAP INITIAL RETURN

Rr Sri Handayani¹⁾

Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

rrsrihandayani@lecturer.undip.ac.id

Puspita Handayani²⁾

Mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Diponegoro

PuspitaH1234@gmail.com

ABSTRACT

The research objective is examining and analyzing the effect of internal risk disclosure, external risk disclosure, investment risk disclosure and investors' attention on initial return. This research is causality research and use secondary data. Population is a company that conducts IPOs on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the 2011-2018 period with 224 companies, the sampling technique used was purposive sampling and obtained a total sample of 210 companies. The results of research stated that there is no effect of internal risk disclosure, external risk disclosure and investment risk disclosure on initial returns. There is a significant positive effect of investor attention on initial returns.

Keywords: *Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investors' Attention, Initial Return, Initial Public Offering*

A B S T R A K

Tujuan penelitian yaitu mengkaji dan menganalisis pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan *investor attention* terhadap *initial return*. Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas. Data yang digunakan sekunder. Populasi adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 perusahaan, teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh jumlah sampel penelitian sebanyak 210 perusahaan. Hasil penelitian antara lain, yaitu tidak terdapat pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi terhadap *initial return*, terdapat pengaruh signifikan positif atensi investor terhadap *initial return*.

Keywords: *Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investor Attention, Initial Return, Initial Public Offering*

PENDAHULUAN

Initial return terjadi karena perbedaan antara harga saham selama periode *Initial Public Offering* (IPO) di pasar perdana dengan harga di pasar sekunder (Wasiuzzaman et al, 2018). *Initial return* yang dihasilkan dari kondisi *underpricing* sering terjadi pada saat IPO. *Underpricing* IPO terjadi jika kecenderungan harga penutupan hari pertama lebih tinggi daripada harga penerbitan saham pada saat IPO. *Underpricing* IPO adalah fenomena yang tersebar luas yang telah didokumentasikan di sejumlah negara dan terus berlanjut dari waktu ke waktu (Cornanic & Novak, 2015). IPO adalah peristiwa penting yang menarik banyak perhatian (Boulton et al., 2010; Engelen & Van-Essen, 2010) dan *initial return* memiliki rentang waktu yang sangat singkat (Ljungqvist, 2004).

Oleh karena itu penelitian tentang *initial return* pada saat IPO menjadi menarik untuk dilakukan untuk mengungkap faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Signalling theory menjelaskan kasus *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO. Welch (1989) telah mendesain model *signaling* yang menjelaskan bahwa perusahaan penerbit saham (*issuer*) akan menggunakan *underpricing* IPO sebagai signal tentang kualitas informasi yang diungkapkan kepada investor. Penetapan harga IPO mencerminkan sinyal yang dikirimkan oleh emiten yang memiliki informasi kepada investor *sophisticated* atau sebagai bentuk kompensasi bagi investor naif atas pilihan investasi yang merugikan. Sinyal menjadi hal penting dalam menganalisis *initial return* pada saat IPO terutama di negara-negara dengan pasar yang menghadapi asimetri informasi yang tinggi (Francis et al., 2010).

Asimetri informasi dapat dikurangi dengan adanya pengungkapan informasi (Alon & Elango, 2018). Pengungkapan informasi seperti pengungkapan risiko yang tidak diketahui investor akan dapat mempengaruhi persepsi investor, dengan asumsi bahwa manajer mengungkapkan risiko yang bermanfaat bagi investor (Kravet & Muslu, 2012). Pengungkapan risiko baik risiko internal, risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi diduga dapat mengurangi asimetri informasi diantara emiten dan investor serta diantara investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi.

Perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh penalaran investor dan proses emosional (Ricciardi & Simon, 2000). Pengambilan keputusan dipengaruhi oleh situasi yang kompleks sebelum mendapatkan hasil terbaik dari sejumlah alternatif yang ada. Praktiknya, manusia memiliki emosi yang dapat mempengaruhi keputusannya (Kapoor & Prosad, 2017). Selanjutnya, Ricciardi & Simon (2000) menjelaskan konsep perilaku keuangan dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu sosiologi, psikologi dan keuangan. Hal tersebut menjelaskan bahwa perilaku keuangan tidak hanya bersifat rasional tetapi juga dipengaruhi ketidakrasionalan seperti sosiologi dan psikologi. Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan atau *noise* di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013). Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan atensi investor.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tingkat pengungkapan risiko, baik risiko internal, risiko eksternal maupun risiko investasi, dan atensi investor terhadap *initial return*. Penelitian ini menggabungkan model asimetri informasi Wasiuzzaman et al. (2018) dan model keperilakuan Zhao et al. (2018). Hal ini menjadi kontribusi yang diberikan oleh penelitian ini untuk menjelaskan penetapan harga perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia. Patut diduga bahwa selain faktor pengungkapan informasi yang dilakukan oleh emiten dengan tujuan untuk mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor atau investor potensial, *initial return* juga dipengaruhi oleh factor perilaku investor ataupun investor potensial.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 *firms-years*. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan jumlah sampel 210 perusahaan. Perusahaan yang dikeluarkan dari sampel terdiri dari 6 perusahaan yang tidak memiliki *Search Volume Index* (SVI) pada Google Trends sesuai data yang dibutuhkan (selama delapan minggu berturut- turut sebelum perusahaan IPO) dan 8 perusahaan yang termasuk *outlier*. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa prospektus perusahaan IPO yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Bloomberg* Universitas Diponegoro; *closing price* pada hari pertama di Bursa Efek yang diakses melalui *Yahoo Finance* dan *Search Volume Index* (SVI) diakses dari *Google Trends*. Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Initial return* merupakan keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena terjadi selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana lebih kecil dibandingkan dengan harga jual saham pada saat di pasar sekunder (Killins, 2019).

Variabel independen terdiri dari Pengungkapan Risiko Internal, Pengungkapan Risiko Eksternal, Pengungkapan Risiko Investasi dan Atensi Investor. Risiko internal mengacu pada risiko yang dihadapi oleh perusahaan sebagai dampak dari kondisi internal seperti manajerial, karyawan dan risiko terkait operasi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko internal menggunakan metode informasi naratif dengan *content analysis*, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko internal dibagi menjadi 19 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko internal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko internal.

Faktor risiko eksternal adalah faktor-faktor risiko yang dihasilkan dari lingkungan eksternal dan tidak berada dalam kendali perusahaan, seperti persaingan, kebijakan pemerintah dan perundang- undangan serta lingkungan ekonomi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko eksternal menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko eksternal dibagi menjadi 12 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko eksternal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada,

maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total risiko eksternal.

Risiko investasi mengacu pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham seperti non pembayaran dividen, dilusi saham dan kegagalan IPO (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko investasi dilakukan dengan *content analysis* menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko investasi dibagi menjadi 5 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko investasi dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko investasi.

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Merujuk pada Da et al. (2011) dan Kim et al. (2019) penelitian ini menggunakan kata kunci pencarian dengan nama perusahaan. Pencarian dengan nama perusahaan memiliki beberapa kelemahan, yaitu tidak semua pengguna internet yang melakukan pencarian di Google dengan nama perusahaan adalah investor. Hal tersebut diasumsikan sebagai *random noise*. Permasalahan tersebut dapat dikurangi dengan menerapkan beberapa kriteria, yaitu (1) pencarian perusahaan dengan nama lengkap. Menurut Aouadi et al. (2013) penggunaan *ticker* saham perusahaan kurang efektif untuk menampilkan informasi fundamental perusahaan dan informasi tambahan berupa kegiatan perusahaan yang dapat dijadikan referensi keputusan investor; (2) Lokasi pencarian pada penelitian ini diatur dalam Negara Indonesia; (3) Saham yang tidak beraktivitas atau belum IPO pada masa observasi yang ditentukan dan tidak memiliki nilai 0 sampai 8 minggu secara berturut-turut dalam pencarian GSV akan dikeluarkan demi mendapatkan hasil yang tidak bias (Da et al., 2011); (4) pencarian nama perusahaan dalam GSV tidak menggunakan nama legal perusahaan seperti "PT" atau "Tbk" (Kim et al., 2019).

Pengukuran variabel Atensi Investor menurut Bijl et al (2016), sebagai berikut:

$$ASVI = \frac{SVI_t - \frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i}{\sigma SVI}$$

Keterangan:

ASVI : *Abnormal Search Volume Index*.

SVI_t : SVI selama minggu IP.

$\frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i$: Rata-rata SVI selama 8 minggu sebelum IPO.

σSVI : Standar deviasi SVI 8 minggu sebelum IPO.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Informasi statistik deskriptif antara lain rata-rata (*mean*), minimum, maksimum dan standar deviasi. Hasil uji statistik deskriptif menggunakan SPSS, sebagai berikut:

Tabel 1

Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar
----------	-----------	---------	----------	-----------------

Initial Return	26,11	-89,73	183,48	42,323
IRD	9,79	3,00	18,00	3,096
ERD	7,18	3,00	12,00	1,832
InvRD	2,50	0,00	5,00	1,523
InvAtt	2,29	-1,09	13,93	2,349
OfferingSize	11,37	10,21	12,71	0,560
Umur	19,24	2,00	65,00	13,895
FirmSize	11,85	9,40	14,29	0,736

Tabel 2
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Internal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2011	11	16	11	13	2	9	19	18	17	11	16	17	16	8	14	11	9	8	11
2012	8	12	7	9	3	4	20	15	11	12	11	16	11	8	10	9	8	3	5
2013	10	19	6	9	4	3	27	24	15	14	12	22	16	5	15	10	16	12	11
2014	4	11	6	5	0	0	22	20	19	18	15	16	9	6	8	11	8	8	4
2015	9	11	4	4	2	3	16	15	8	8	11	15	10	5	7	4	8	9	5
2016	8	11	5	5	0	7	14	14	13	13	13	14	7	4	6	9	6	6	6
2017	14	24	12	14	9	5	36	35	29	27	26	32	24	4	19	14	20	3	9
2018	25	38	18	16	6	12	54	53	52	51	51	51	28	14	28	17	28	45	28
TOTAL	89	142	69	75	26	43	208	194	164	154	155	183	121	54	107	85	103	94	79

Tabel 3.
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Eksternal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	13	21	15	16	24	16	16	6	19	11	25	18
2012	5	19	8	10	21	5	4	4	12	8	20	15
2013	10	25	13	16	28	23	6	4	19	10	28	26
2014	5	19	9	11	22	21	0	0	12	5	20	19
2015	3	12	11	9	16	13	5	2	10	6	15	14
2016	5	14	13	10	14	14	2	2	5	2	14	15
2017	11	31	23	26	35	33	2	1	26	1	37	36
2018	14	51	33	43	54	52	3	2	29	7	51	51
TOTAL	66	192	125	141	214	177	38	21	132	50	210	194

Tabel 4
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Investasi

TAHUN	1	2	3	4	5
2011	3	10	7	14	12
2012	4	13	4	12	8
2013	9	13	7	14	14

2014	2	13	4	17	17
2015	2	10	6	10	12
2016	3	11	2	12	12
2017	3	7	1	8	8
2018	10	45	11	49	51
TOTAL	36	122	42	136	134

Berdasarkan tabel 1 dan tabel 2 menjelaskan statistik deskriptif tentang pengungkapan internal. Dalam table tersebut ijelaskan bahwa rata-rata *initial return* sebesar 26,11, yang berarti bahwa investor memperoleh keuntungan sebesar 26,11% dibanding harga saham pada penawaran perdana. Nilai minimum *initial return* sebesar -89,73 terjadi pada PT Mahaka Radio Integra Tbk dengan kode emiten MARI yang melakukan IPO pada tanggal 16 Februari 2016. PT Dafam Property Indonesia Tbk (DFAM) merupakan emiten yang memiliki nilai *initial return tertinggi* sebesar 183,48. Saham PT Dafam Property Indonesia melonjak 83,49 basis poin atau sekitar 69,57% dari harga perdana sebesar Rp 115 menjadi Rp 195 setelah pencatatan saham persero pada tanggal 27 April 2018. Dengan deviasi standar sebesar 42,323 menunjukkan bahwa sebaran data cukup besar.

Tabel 1 dan 2 mendeskripsikan sebaran data untuk variabel pengungkapan internal. Untuk variabel pengungkapan risiko internal memiliki nilai minimum 3 terjadi pada 3 emiten yaitu PT Bank Nationalnobu Tbk (NOBU), PT Bank Mestika Dharma Tbk (BBMD) dan PT Cipaganti Citra Graha Tbk (CPGT). Ketiganya melakukan IPO pada tanggal 10 Desember 2013. Emiten yang melakukan pengungkapan risiko internal tertinggi mengungkapkan 18 item yaitu PT Global Teleshop Tbk (GLOB) yang melakukan penawaran perdana pada tanggal 28 Juni 2012. Rata-rata jumlah pengungkapan internal sebesar 9,79. Sebagiaian besar perusahaan yang melakukan penawaran perdana mengungkapkan risiko operasional; operasi dapat terganggu oleh gangguan tidak terduga yang disebabkan oleh kegagalan sistem dan kecelakaan kerja serta; keterlambatan produksi. Hanya sebagian kecil perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang ketergantungan pada pengecer dan; keterbatasan tenaga kerja terampil dan berpengalaman di industri tertentu.

Tabel 1 dan 3 menjelaskan tentang data deskriptif dari variabel Pengungkapan Risiko Eksternal. Jumlah rata-rata informasi terkait dengan risiko eksternal yang diungkapkan sebanyak 7,18. Jumlah item pengungkapan untuk risiko eksternal memiliki nilai minimum 3 yaitu PT Minna Padi Investama Tbk (PADI) memiliki tanggal IPO 9 Januari 2012 dan PT Kiosan Komersial Indonesia Tbk (KIOS) dengan tanggal penawaran perdana 27 September 2017. Nilai maksimum pengungkapan risiko eksternal sebanyak 12 item yaitu PT Prodia Widyahusada (PRDA) dan PT ABM Investama Tbk (ABMM). Jumlah perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang kebijakan pemerintah yang dapat mempengaruhi secara material pada perusahaan; perkembangan keuangan dan ekonomi yang tidak menguntungkan di Indonesia serta; perubahan kondisi ekonomi, sosial dan politik masing-masing 214 perusahaan, 210 perusahaan, 192 perusahaan dan 194 perusahaan. Sedikit perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang penurunan tingkat kredit Indonesia dan; adanya

wabah penyakit menular yang berdampak buruk pada perusahaan, masing-masing 38 perusahaan, 21 perusahaan.

Tabel 1 dan 4 menjelaskan sebaran atas hasil *content analysis* atas instrumen penelitian dari variabel independen Pengungkapan Risiko Investasi. Rata-rata jumlah pengungkapan risiko investasi sebanyak 2,5. Nilai minimum pengungkapan risiko investasi menunjukkan jumlah 0, yang berarti terdapat perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan informasi tentang risiko investasi. Jumlah perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan risiko investasi sebanyak 29 perusahaan. Nilai maksimum jumlah pengungkapan informasi risiko investasi adalah 5, yang berarti perusahaan sampel mengungkapkan seluruh item yang menjadi indikator pengukuran atas pengungkapan risiko investasi. Terdapat 15 perusahaan yang memiliki jumlah pengungkapan informasi tentang risiko investasi tertinggi yaitu PT Erajaya Swasembada Tbk (ERAA), PT TBS Energi Utama Tbk (TOBA), PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM), PT Dyandra Media International Tbk (DYAN), PT Saritoga Investama Sedaya Tbk (SRTG), PT Logindo Samudramakmur Tbk (LEAD), PT Sawit Sumbermas Sarana (SSMS), PT Eka Sari Lorena Transport Tbk (LRNA), PT Blue Bird Tbk (BIRD), PT Mitra Keluarga Karyasehat Tbk (MIKA), PT Kino Indonesia Tbk (KINO), PT Aneka Gas Industri Tbk (AGII), PT Hartadinata Abadi Tbk (HRTA), PT Medikaloka Hermina Tbk (HEAL), dan PT Jaya Bersama Indo Tbk (DUCK). Item yang paling sering diungkapkan adalah informasi tentang fluktuasi harga saham dan likuiditas perdagangan saham di bursa. Sementara item jarang diungkapkan yaitu informasi tentang perbedaan kepentingan pemegang saham pengendali dengan investor dan dilusi saham.

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memperoleh keyakinan bahwa model regresi dari penelitian ini memiliki *error term* yang terdistribusi normal, bebas multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas. Dengan terpenuhinya kondisi tersebut maka ditarik kesimpulan bahwa model regresi dengan *Ordinary Least Square* telah menjadi model yang *Best Linier Unbiased Estimatio (BLUE)*. Uji asumsi klasik dilakukan terhadap model regresi sebagai berikut:

$$IR = 301,592 + 1,320 IRD - 2,354 ERD + 0,110 InvRD + 3,208 InvAtt - 21,076 OfferingSize - 0,208 Umur - 2,995 FirmSize + e.$$

Sebagaimana terlihat dalam tabel 5, hasil uji asumsi klasik mengindikasikan bahwa model regresi memiliki *erroe term* yang terdistribusi normal, bebas dari multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas setelah membuang 8 *outlier*.

Tabel 5.
Hasil Uji Statistik

Variabel	Ordinary Least Square			Multikolinieritas		Heterokedastisitas	
	B	Nilai t	Sig.	VIF	Tolerance	Nilai t	Sig.
Konstanta	301,592	5,069	0,000				
IRD	1,320	1,247	0,214	1,453	0,688	0,068	0,946
ERD	-2,354	-1,301	0,195	1,486	0,673	-1,939	0,0540
InvRD	0,110	0,052	0,959	1,417	0,706	1,344	0,181

InvAtt	3,208	2,731	0,007	1,030	0,970	-0,912	0,363
OfferingSize	-21,076	-3,567	0,000	1,481	0,675	-1,777	0,077
Umur	-0,208	-1,031	0,304	1,066	0,939	0,953	0342
FirmSize	-2,995	-0,682	0,496	1,411	0,709	0,675	0,501
Kolmogorov-Smirnov Z							1,228
Asymp. Sig.							0,098
Nilai F							5,776
Sig. Nilai F							0,000
Adj R ²							0,138

Goodness of Fit Model Test

Goodness of Fit Test dari satu model regresi dilakukan untuk menguji kemampuan dari data untuk memprediksi serangkaian pengamatan di masa depan. *Goodness of Fit Test* dari satu model regresi dapat dilihat dari signifikansi nilai F Test dan nilai Adjusted R². Berdasar hasil uji regresi dengan nilai F sebesar 5,776 dengan tingkat signifikansi 0,000 menunjukkan bahwa variabel indepen dalam penelitian yang terdiri dari pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor ini dapat menjelaskan dan memprediksi variasi dari variabel *initial return*. Nilai Adjusted R² sebesar 0,138 dapat diinterpretasikan bahwa besarnya kemampuan variabel pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor dalam menjelaskan dan memprediksi variasi *initial return* sebesar 13,8%.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa pengungkapan risiko baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi dalam prospektus dari perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Dalam kerangka kerja Teori Sinyal dijelaskan jika pengungkapan risiko tidak berpengaruh terhadap *initial return*, maka dapat disimpulkan bahwa hubungan Pengungkapan Risiko dengan pembentukan harga pada saat *initial public offering* bersifat *boilerplate* (Wasiuzzaman et al., 2018; Campbell et al., 2014; Kravet & Muslu, 2012). Manajer memiliki lebih banyak informasi tentang perusahaan daripada investornya, tetapi manajer cenderung memiliki kepentingan pribadi yang menyebabkan terjadinya bias. Manajer memiliki kecenderungan untuk mengungkapkan informasi yang menguntungkan dan menghindari pengungkapan informasi yang tidak menguntungkan. Namun, karena pengungkapan risiko adalah wajib dan tujuannya adalah untuk menyampaikan informasi terkait dengan risiko yang tidak menguntungkan yang dihadapi oleh perusahaan, manajer kemudian akan cenderung untuk memberikan pengungkapan risiko yang tidak jelas dan tidak berarti yang dapat digunakan untuk membuat katalog semua kemungkinan risiko dan ketidakpastian tetapi hampir tidak memberikan informasi kepada investor. Pengungkapan risiko yang terlalu kabur dan generik sehingga tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor dan tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga tidak berdampak signifikan terhadap imbal hasil awal IPO.

Kravet & Muslu (2012) juga berpendapat bahwa pengungkapan risiko dapat mengungkapkan faktor risiko yang tidak diketahui dan kontinjensi yang akan mempengaruhi persepsi risiko investor. Dengan asumsi manajer mengungkapkan risiko yang berarti, pengungkapan tidak akan informatif bagi investor jika risiko yang diungkapkan sudah diketahui oleh pasar sehingga menghasilkan informasi yang sangat sedikit atau tidak berpengaruh pada keyakinan *ex ante* investor tentang risiko perusahaan (Campbell et al., 2014).

Pengungkapan risiko menginformasikan kepada investor risiko yang dihadapi perusahaan emiten dan cara yang diambil oleh perusahaan dalam memitigasi risiko yang dihadapinya. Pengungkapan ini akan mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor dan antara investor yang terinformasi dan tidak terinformasi. Sayangnya, dalam keadaan tertentu, investor cenderung bereaksi negatif terhadap pengungkapan informasi yang mengandung muatan negatif. Informasi jenis ini akan dibaca sebagai sinyal negatif dan dianggap sebagai *bad news*. Oleh karena itu emiten cenderung mengabaikan informasi ini dan tidak mengungkapkan informasi ini atau pentingnya hasil negatif atau mengaitkan kegagalan yang dihadapinya dengan faktor eksternal seperti iklim bisnis secara umum, inflasi, harga pasar, dan kebijakan pemerintah. Manajer dapat menggunakan perangkat penjelas defensif seperti alasan, pembenaran dan penolakan kausalitas untuk "untuk meminimalkan kegagalan nyata dari hasil kinerja yang dirasakan secara negatif (Aerts & Cheng, 2011 hal 51).

Pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan bagaimanapun tergantung pada apa yang mereka anggap mencerminkan dan bagaimana mereka sesuai dengan harapan dan keyakinan investor (Scott & Lyman, 1968). Jika pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan dianggap mencerminkan kurangnya kontrol manajerial, maka investor harus mengharapkan pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko yang diambil. Namun, jika pengungkapan dimaksudkan untuk memproyeksikan citra pengendalian, yang menunjukkan bahwa manajemen mampu merasionalisasi perkembangan negatif jangka pendek ini dan memperbaikinya di masa depan, ini "menandakan kompetensi, kemampuan untuk merencanakan dan memberlakukan perubahan di muka. peristiwa negatif, dan dengan demikian kelangsungan hidup masa depan" (Aerts dan Cheng, 2012, hal. 54).

Hipotesis [U23]pensinyalan menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan risiko dapat dirasakan baik secara positif atau negatif oleh investor tergantung pada keadaan dan ini akan akhirnya mempengaruhi pengembalian awal IPO. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada (Song et al., 2014; Chang & Ho, 2015; Abdou & Dicle, 2007, Gumanti et al., 2017).

Teori *signaling* menjelaskan bahwa jika investor memperoleh informasi dalam jumlah informasi dan waktu perolehan yang sama maka tidak akan memunculkan asimetri informasi. Jika tidak terjadi asimetri informasi maka tidak akan terjadi

misprice. Wasiuzzaman et al (2018) bahwa manajer hampir tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor serta tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga pengungkapan risiko internal tidak memiliki dampak signifikan pada *initial return*. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada.

Pengungkapan risiko internal pada prospektus tidak direaksi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko internal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 2 yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko internal pada indikator 1, 3, 4, 5, 6, 14, 15, 16, 17, 18 dan 19 rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa dari 19 indikator yang ditetapkan untuk mengukur variabel pengungkapan risiko internal, hanya 8 indikator yang sering diungkapkan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh

Demikian juga Pengungkapan risiko eksternal tidak memberikan informasi tambahan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko eksternal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, pengungkapan risiko eksternal pada indikator 1, 7, 8 dan 10 menunjukkan jumlah yang rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hasil penelitian ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al (2018) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko eksternal yang akan dihadapi perusahaan ditemukan tidak signifikan dalam mempengaruhi *initial return* IPO, hal tersebut dikarenakan ketidakmampuan investor untuk menganalisis risiko eksternal karena pengungkapan dianggap “*boilerplate*” hampir tidak memberikan informasi kepada investor pada Bursa Malaysia.

Selanjutnya, pengungkapan risiko investasi tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko investasi pada indikator 1 dan 3 sangat rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hanya 36 perusahaan yang mengungkapkan indikator 1 dan 42 perusahaan yang mengungkapkan indikator 3 pada variabel pengungkapan risiko investasi.

Temuan lain dari penelitian ini adalah *investor attention* berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil dari perhitungan regresi berganda, koefisien variabel atensi investor bertanda positif, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor attention* abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*). *Investor attention* adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan

harga di pasar (Tversky & Kahneman, 1986; Tsukioka et al., 2018; Tan & Tas, 2019; Ritter, 2003; Preis et al., 2013; Lou, 2014; Kim et al., 2019; Goddard et al., 2015; Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013; Da et al., 2015). Barber & Odean (2008) menunjukkan bahwa *attention* mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam membeli saham, hal tersebut terjadi karena investor yang menghadapi banyak saham akan mengalami kesulitan dalam memutuskan saham yang akan dibeli, sehingga investor lebih cenderung membeli saham yang menarik perhatian mereka.

Teori perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh sosiologi, psikologi dan keuangan (Ricciardi & Simon, 2000). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas et al, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan *investor attention*.

Yung & Nafar (2017) menyatakan bahwa peningkatan *attention* mengarah pada peningkatan pembelian. *Investor attention* yang abnormal memiliki kekuatan prediktif positif yang sangat kuat untuk *Underpricing*, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor attention* abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka akan terjadi *initial return* (Zhao et al., 2018). Semakin tinggi *investor attention* terdapat kecenderungan akan semakin meningkatkan *initial return* (Han et al., 2018; Lou, 2014; Varkman & Kristoufek, 2015; Tsukioka et al., 2018; Da et al., 2011; Goddard et al., 2015; Clarke et al., 2016) Tsukioka et al (2018).

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris pengaruh pengungkapan risiko dan *investor attention* terhadap *initial return* dari perusahaan yang melakukan IPO pada tahun pengamatan 2011- 2018. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengungkapan risiko, baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal maupun pengungkapan risiko investasi tidak mampu menjadi sinyal yang direspon oleh investor dalam pembentukan harga saham di pasar perdana. Pengungkapan risiko menjadi "*boilerplate*". Manajer perusahaan emiten memiliki kecenderungan untuk memilah dan memilih informasi yang dianggap menguntungkan kepentingannya, sehingga informasi yang diungkapkan cenderung bias. Selain itu, hasil penelitian ini menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat *investor attention* yang bersifat abnormal pada periode sebelum IPO maka terdapat kecenderungan para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*).

Keterbatasan penelitian ini adalah adalah tidak terdapat variabel intervening maupun moderating dalam menguji pengaruh pengungkapan risiko dan atensi investor terhadap *initial return*. Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, maka rekomendasi saran bagi penelitian selanjutnya menambah variabel independen, variabel intervening atau variabel moderating dalam penelitian *initial return*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdou, K., & Dicle, M. F. (2007). Do Risk Factors Matter in the IPO Valuation? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15(1), 63–89.
- Aerts, W., & Cheng, P. (2011). Self-Serving Causal Disclosures and Short-Term IPO Valuation-Evidence from China. *Accounting and Business Research*, 42(1), 49–75.
- Alon, I., & Elango, B. (2018). Franchising and Initial Public Offering: a Signaling Perspective. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 46(11/12), 1993–1208.
- Aouadi, A., Mohamed, A., & Teulon, F. (2013). Investor Attention and Stock Market Activity: Evidence From France. *Economic Modelling*, 35, 674–681.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785–818.
- Bijl, L., Kringhaug, G., Molnar, P., & Sandvik, E. (2016). Google Searches and Stock Returns. *International Review of Financial Analysis*, 45(C), 150–156.
- Bikas, E., & Jureviciene, D. (2013). Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedi- Social and Behavioral Science*, 82, 870–876.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. (2010). IPO Underpricing and International Corporate Governance. *Journal of International Business Studies*, 41, 206–222.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings. *Review of Accounting Studies*, 19, 396–455.
- Chang, C.-H., & Ho, I.-F. (2015). IPO Price Performance and Signalling. *International Journal of Social, Education, Economics and Management Engineering*, 9(1), 188–191.
- Clarke, J., Khurshed, A., Pande, A., & Singh, A. (2016). Sentiment Traders & IPO Initial Returns: The Indian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 37, 24–37.
- Cornanic, A., & Novak, J. (2015). Signaling by Underpricing the Initial Public Offerings of Primary Listings in an Emerging Market. *Czech Journal of Economics and Finance*, 65(4), 307–335.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In Search of Attention. *The Journal of Finance*, 66(5), 1461–1499.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2015). The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices. *The Review of Financial Studies*, 28(1), 1–32.
- Engelen, P.-J., & Van-Essen, M. (2010). Underpricing of IPOs: Firm-, Issue- and Country- Specific Characteristics. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1958–1969.
- Francis, B. B., Hasan, I., Lothian, J. R., & Sun, X. (2010). The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1), 81–106.
- Goddard, J., Kita, A., & Wang, Q. (2015). Investor Attention and FX Market Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38(C), 79–96.
- Gumanti, T. A., Lestari, A. R., & Manan, S. S. A. (2017). Underpricing and Number of Risks Factors of Initial Public Offerings in Indonesia. *Verslas: Teorija Ir Praktika/ Business: Theory and Practice*, 18, 178–185.

- Han, L., Xu, Y., & Yin, L. (2018). Does Incestor Attention Matter? The Attention-return Relationships in FX Markets. *Economic Modelling*, 68(C), 644–660.
- Kapoor, S., & Prosad, J. M. (2017). Behavioral Finance: A Review. *Procedia Computer Science*, 122, 50–54.
- Killins, R. N. (2019). An Investigation of the Short-term Performance of the Canadian IPO Market. *Research in International Business and Finance*, 47(C), 102–113.
- Kim, N., Lucivjanska, K., Molnar, P., & Villa, R. (2019). Google Searches and Stock Market Activity: Evidence from Norway. *Finance Research Letters*, 28(C), 208–220.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2012). Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088–1122.
- Ljungqvist, A. (2004). *IPO Underpricing*. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. www.ssrn.com
- Lou, D. (2014). Attracting Investor Attention through Advertising. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1797–1829.
- Preis, T., Moat, H. S., & Stanley, H. E. (2013). Quantifying Trading Behavior in Financial Markets using Google Trends. *Scientific Report*, 3, 1–6.
- Ricciardi, V., & Simon, H. (2000). What is Behavioral Finance? *Business, Education and Technology*, Fall, 1–9.
- Ritter, J. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429–437.
- Scott, M. B., & Lyman, S. M. (1968). Account. *American Sociological Review*, 33(1), 46–62.
- Song, S., Tan, J., & Yi, Y. (2014). IPO Initial Returns in China: Underpricing or Overvaluation? *China Journal of Accounting Research*, 7, 31–49.
- Tan, S. D., & Tas, O. (2019). Investor Attention and Stock Returns: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 106–116.
- Tsukioka, Y., Yanagi, J., & Takada, T. (2018). Investor Sentiment Extracted from Internet Stock Message Boards and IPO Puzzles. *International Review of Economics & Finance*, 56(C), 205–217.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). The Framing of Decisions and the Evaluation of Prospects. *Studies in Logic and the Foundations of Mathematics*, 114, 503–520.
- Varkman, T., & Kristoufek, L. (2015). Underpricing, Underperformance and Overreaction in Initial Public Offerings: Evidence from Investor Attention using Online Searches. *SpringerPlus*, 4(84), 1–11.
- Wasiuzzaman, S., Yong, F. L. K., Sundarasan, S. D. D., & Othman, N. S. (2018). Impact of Disclosure of Risk Factors on the Initial Returns of Initial Public Offerings (IPOs). *Accounting Research Journal*, 31(1), 46–62.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Yung, K., & Nafar, N. (2017). Investor Attention and the Expected Returns of REITs. *International Review of Economics & Finance*, 48(C), 423–439.
- Zhao, R., Xiong, X., & Shen, D. (2018). Investor Attention and Performance of IPO Forms: Evidence from Online Searches. *Physica A: A Statistical Mechanics and Its Applications*, 508(C), 342–348.

Revisi 2

PENGARUH PENGUNGKAPAN RISIKO DAN ATENSI INVESTOR TERHADAP INITIAL RETURN

Rr Sri Handayani¹⁾

Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

rrsrihandayani@lecturer.undip.ac.id

Puspita Handayani²⁾

Mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Diponegoro

PuspitaH1234@gmail.com

ABSTRACT

The research objective is examining and analyzing the effect of internal risk disclosure, external risk disclosure, investment risk disclosure and investors' attention on initial return. This research is causality research and use secondary data. Population is a company that conducts IPOs on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the 2011-2018 period with 224 companies, the sampling technique used was purposive sampling and obtained a total sample of 210 companies. The results of research stated that there is no effect of internal risk disclosure, external risk disclosure and investment risk disclosure on initial returns. There is a significant positive effect of investor attention on initial returns.

Keywords: *Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investors' Attention, Initial Return, Initial Public Offering*

A B S T R A K

Tujuan penelitian yaitu mengkaji dan menganalisis pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan *investor attention* terhadap *initial return*. Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas. Data yang digunakan sekunder. Populasi adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 perusahaan, teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh jumlah sampel penelitian sebanyak 210 perusahaan. Hasil penelitian antara lain, yaitu tidak terdapat pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi terhadap *initial return*, terdapat pengaruh signifikan positif atensi investor terhadap *initial return*.

Keywords: *Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investor Attention, Initial Return, Initial Public Offering*

PENDAHULUAN

Initial return terjadi karena perbedaan antara harga saham selama periode *Initial Public Offering* (IPO) di pasar perdana dengan harga di pasar sekunder (Wasiuzzaman et al, 2018). *Initial return* yang dihasilkan dari kondisi *underpricing* sering terjadi pada saat IPO. *Underpricing* IPO terjadi jika kecenderungan harga penutupan hari pertama lebih tinggi daripada harga penerbitan saham pada saat IPO. *Underpricing* IPO adalah fenomena yang tersebar luas yang telah didokumentasikan di sejumlah negara dan terus berlanjut dari waktu ke waktu (Cornanic & Novak, 2015). IPO adalah peristiwa

penting yang menarik banyak perhatian (Boulton et al., 2010; Engelen & Van-Essen, 2010) dan *initial return* memiliki rentang waktu yang sangat singkat (Ljungqvist, 2004). Oleh karena itu penelitian tentang *initial return* pada saat IPO menjadi menarik untuk dilakukan untuk mengungkap faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Signalling theory menjelaskan kasus *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO. Welch (1989) telah mendesain model *signaling* yang menjelaskan bahwa perusahaan penerbit saham (*issuer*) akan menggunakan *underpricing* IPO sebagai signal tentang kualitas informasi yang diungkapkan kepada investor. Penetapan harga IPO mencerminkan sinyal yang dikirimkan oleh emiten yang memiliki informasi kepada investor *sophisticated* atau sebagai bentuk kompensasi bagi investor naif atas pilihan investasi yang merugikan. Sinyal menjadi hal penting dalam menganalisis *initial return* pada saat IPO terutama di negara-negara dengan pasar yang menghadapi asimetri informasi yang tinggi (Francis et al., 2010).

Asimetri informasi dapat dikurangi dengan adanya pengungkapan informasi (Alon & Elango, 2018). Pengungkapan informasi seperti pengungkapan risiko yang tidak diketahui investor akan dapat mempengaruhi persepsi investor, dengan asumsi bahwa manajer mengungkapkan risiko yang bermanfaat bagi investor (Kravet & Muslu, 2012). Pengungkapan risiko baik risiko internal, risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi diduga dapat mengurangi asimetri informasi diantara emiten dan investor serta diantara investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi.

Perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh penalaran investor dan proses emosional (Ricciardi & Simon, 2000). Pengambilan keputusan dipengaruhi oleh situasi yang kompleks sebelum mendapatkan hasil terbaik dari sejumlah alternatif yang ada. Praktiknya, manusia memiliki emosi yang dapat mempengaruhi keputusannya (Kapoor & Prosad, 2017). Selanjutnya, Ricciardi & Simon (2000) menjelaskan konsep perilaku keuangan dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu sosiologi, psikologi dan keuangan. Hal tersebut menjelaskan bahwa perilaku keuangan tidak hanya bersifat rasional tetapi juga dipengaruhi ketidakrasionalan seperti sosiologi dan psikologi. Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan atau *noise* di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013). Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara

rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan atensi investor.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tingkat pengungkapan risiko, baik risiko internal, risiko eksternal maupun risiko investasi, dan atensi investor terhadap *initial return*. Penelitian ini menggabungkan model asimetri informasi Wasiuzzaman et al. (2018) dan model keperilakuan Zhao et al. (2018). Hal ini menjadi kontribusi yang diberikan oleh penelitian ini untuk menjelaskan penetapan harga perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia. Patut diduga bahwa selain faktor pengungkapan informasi yang dilakukan oleh emiten dengan tujuan untuk mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor atau investor potensial, *initial return* juga dipengaruhi oleh faktor perilaku investor ataupun investor potensial.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 *firms-years*. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan jumlah sampel 210 perusahaan. Perusahaan yang dikeluarkan dari sampel terdiri dari 6 perusahaan yang tidak memiliki *Search Volume Index* (SVI) pada Google Trends sesuai data yang dibutuhkan (selama delapan minggu berturut-turut sebelum perusahaan IPO) dan 8 perusahaan yang termasuk *outlier*. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa prospektus perusahaan IPO yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Bloomberg* Universitas Diponegoro; *closing price* pada hari pertama di Bursa Efek yang diakses melalui *Yahoo Finance* dan *Search Volume Index* (SVI) diakses dari *Google Trends*. Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Initial return* merupakan keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena terjadi selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana lebih kecil dibandingkan dengan harga jual saham pada saat di pasar sekunder (Killins, 2019).

Variabel independen terdiri dari Pengungkapan Risiko Internal, Pengungkapan Risiko Eksternal, Pengungkapan Risiko Investasi dan Atensi Investor. Risiko internal mengacu pada risiko yang dihadapi oleh perusahaan sebagai dampak dari kondisi internal seperti manajerial, karyawan dan risiko terkait operasi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko internal menggunakan metode informasi naratif dengan *content analysis*, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko internal dibagi menjadi 19 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko internal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko internal.

Faktor risiko eksternal adalah faktor-faktor risiko yang dihasilkan dari lingkungan eksternal dan tidak berada dalam kendali perusahaan, seperti persaingan, kebijakan pemerintah dan perundang-undangan serta lingkungan ekonomi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko eksternal menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan

dianalisis. Pengungkapan risiko eksternal dibagi menjadi 12 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko eksternal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total risiko eksternal.

Risiko investasi mengacu pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham seperti non pembayaran dividen, dilusi saham dan kegagalan IPO (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko investasi dilakukan dengan *content analysis* menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko investasi dibagi menjadi 5 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko investasi dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko investasi.

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Merujuk pada Da et al. (2011) dan Kim et al. (2019) penelitian ini menggunakan kata kunci pencarian dengan nama perusahaan. Pencarian dengan nama perusahaan memiliki beberapa kelemahan, yaitu tidak semua pengguna internet yang melakukan pencarian di Google dengan nama perusahaan adalah investor. Hal tersebut diasumsikan sebagai *random noise*. Permasalahan tersebut dapat dikurangi dengan menerapkan beberapa kriteria, yaitu (1) pencarian perusahaan dengan nama lengkap. Menurut Aouadi et al. (2013) penggunaan *ticker* saham perusahaan kurang efektif untuk menampilkan informasi fundamental perusahaan dan informasi tambahan berupa kegiatan perusahaan yang dapat dijadikan referensi keputusan investor; (2) Lokasi pencarian pada penelitian ini diatur dalam Negara Indonesia; (3) Saham yang tidak beraktivitas atau belum IPO pada masa observasi yang ditentukan dan tidak memiliki nilai 0 sampai 8 minggu secara berturut-turut dalam pencarian GSV akan dikeluarkan demi mendapatkan hasil yang tidak bias (Da et al., 2011); (4) pencarian nama perusahaan dalam GSV tidak menggunakan nama legal perusahaan seperti "PT" atau "Tbk" (Kim et al., 2019).

Pengukuran variabel Atensi Investor menurut Bijl et al (2016), sebagai berikut:

$$ASVI = \frac{SVI_t - \frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i}{\sigma_{SVI}}$$

Keterangan:

ASVI : *Abnormal Search Volume Index*.

SVI_t : SVI selama minggu IP.

$\frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i$: Rata-rata SVI selama 8 minggu sebelum IPO.

σ_{SVI} : Standar deviasi SVI 8 minggu sebelum IPO.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Informasi statistik deskriptif antara lain rata-rata (*mean*), minimum, maksimum dan standar deviasi. Hasil uji statistik deskriptif menggunakan SPSS, sebagai berikut:

Tabel 1

Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar
Initial Return	26,11	-89,73	183,48	42,323
IRD	9,79	3,00	18,00	3,096
ERD	7,18	3,00	12,00	1,832
InvRD	2,50	0,00	5,00	1,523
InvAtt	2,29	-1,09	13,93	2,349
OfferingSize	11,37	10,21	12,71	0,560
Umur	19,24	2,00	65,00	13,895
FirmSize	11,85	9,40	14,29	0,736

Tabel 2
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Internal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2011	11	16	11	13	2	9	19	18	17	11	16	17	16	8	14	11	9	8	11
2012	8	12	7	9	3	4	20	15	11	12	11	16	11	8	10	9	8	3	5
2013	10	19	6	9	4	3	27	24	15	14	12	22	16	5	15	10	16	12	11
2014	4	11	6	5	0	0	22	20	19	18	15	16	9	6	8	11	8	8	4
2015	9	11	4	4	2	3	16	15	8	8	11	15	10	5	7	4	8	9	5
2016	8	11	5	5	0	7	14	14	13	13	13	14	7	4	6	9	6	6	6
2017	14	24	12	14	9	5	36	35	29	27	26	32	24	4	19	14	20	3	9
2018	25	38	18	16	6	12	54	53	52	51	51	51	28	14	28	17	28	45	28
TOTAL	89	142	69	75	26	43	208	194	164	154	155	183	121	54	107	85	103	94	79

Tabel 3.
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Eksternal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	13	21	15	16	24	16	16	6	19	11	25	18
2012	5	19	8	10	21	5	4	4	12	8	20	15
2013	10	25	13	16	28	23	6	4	19	10	28	26
2014	5	19	9	11	22	21	0	0	12	5	20	19
2015	3	12	11	9	16	13	5	2	10	6	15	14
2016	5	14	13	10	14	14	2	2	5	2	14	15
2017	11	31	23	26	35	33	2	1	26	1	37	36
2018	14	51	33	43	54	52	3	2	29	7	51	51
TOTAL	66	192	125	141	214	177	38	21	132	50	210	194

Tabel 4
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Investasi

TAHUN	1	2	3	4	5
2011	3	10	7	14	12

2012	4	13	4	12	8
2013	9	13	7	14	14
2014	2	13	4	17	17
2015	2	10	6	10	12
2016	3	11	2	12	12
2017	3	7	1	8	8
2018	10	45	11	49	51
TOTAL	36	122	42	136	134

Berdasarkan tabel 1 dan tabel 2 menjelaskan statistik deskriptif tentang pengungkapan internal. Dalam table tersebut ijelaskan bahwa rata-rata *initial return* sebesar 26,11, yang berarti bahwa investor memperoleh keuntungan sebesar 26,11% dibanding harga saham pada penawaran perdana. Nilai minimum *initial return* sebesar -89,73 terjadi pada PT Mahaka Radio Integra Tbk dengan kode emiten MARI yang melakukan IPO pada tanggal 16 Februari 2016. PT Dafam Property Indonesia Tbk (DFAM) merupakan emiten yang memiliki nilai *initial return tertinggi* sebesar 183,48. Saham PT Dafam Property Indonesia melonjak 83,49 basis poin atau sekitar 69,57% dari harga perdana sebesar Rp 115 menjadi Rp 195 setelah pencatatan saham persero pada tanggal 27 April 2018. Dengan deviasi standar sebesar 42,323 menunjukkan bahwa sebaran data cukup besar.

Tabel 1 dan 2 mendeskripsikan sebaran data untuk variabel pengungkapan internal. Untuk variabel pengungkapan risiko internal memiliki nilai minimum 3 terjadi pada 3 emiten yaitu PT Bank Nationalnobu Tbk (NOBU), PT Bank Mestika Dharma Tbk (BBMD) dan PT Cipaganti Citra Graha Tbk (CPGT). Ketiganya melakukan IPO pada tanggal 10 Desember 2013. Emiten yang melakukan pengungkapan risiko internal tertinggi mengungkapkan 18 item yaitu PT Global Teleshop Tbk (GLOB) yang melakukan penawaran perdana pada tanggal 28 Juni 2012. Rata-rata jumlah pengungkapan internal sebesar 9,79. Sebagian besar perusahaan yang melakukan penawaran perdana mengungkapkan risiko operasional; operasi dapat terganggu oleh gangguan tidak terduga yang disebabkan oleh kegagalan sistem dan kecelakaan kerja serta; keterlambatan produksi. Hanya sebagian kecil perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang ketergantungan pada pengecer dan; keterbatasan tenaga kerja terampil dan berpengalaman di industri tertentu.

Tabel 1 dan 3 menjelaskan tentang data deskriptif dari variabel Pengungkapan Risiko Eksternal. Jumlah rata-rata informasi terkait dengan risiko eksternal yang diungkapkan sebanyak 7,18. Jumlah item pengungkapan untuk risiko eksternal memiliki nilai minimum 3 yaitu PT Minna Padi Investama Tbk (PADI) memiliki tanggal IPO 9 Januari 2012 dan PT Kiosan Komersial Indonesia Tbk (KIOS) dengan tanggal penawaran perdana 27 September 2017. Nilai maksimum pengungkapan risiko eksternal sebanyak 12 item yaitu PT Prodia Widyahusada (PRDA) dan PT ABM Investama Tbk (ABMM). Jumlah perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang kebijakan pemerintah yang dapat mempengaruhi secara material pada perusahaan; perkembangan keuangan dan ekonomi yang tidak menguntungkan di Indonesia serta; perubahan kondisi ekonomi, sosial dan politik masing-masing 214 perusahaan, 210

perusahaan, 192 perusahaan dan 194 perusahaan. Sedikit perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang penurunan tingkat kredit Indonesia dan; adanya wabah penyakit menular yang berdampak buruk pada perusahaan, masing-masing 38 perusahaan, 21 perusahaan.

Tabel 1 dan 4 menjelaskan sebaran atas hasil *content analysis* atas instrumen penelitian dari variabel independen Pengungkapan Risiko Investasi. Rata-rata jumlah pengungkapan risiko investasi sebanyak 2,5. Nilai minimum pengungkapan risiko investasi menunjukkan jumlah 0, yang berarti terdapat perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan informasi tentang risiko investasi. Jumlah perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan risiko investasi sebanyak 29 perusahaan. Nilai maksimum jumlah pengungkapan informasi risiko investasi adalah 5, yang berarti perusahaan sampel mengungkapkan seluruh item yang menjadi indikator pengukuran atas pengungkapan risiko investasi. Terdapat 15 perusahaan yang memiliki jumlah pengungkapan informasi tentang risiko investasi tertinggi yaitu PT Erajaya Swasembada Tbk (ERAA), PT TBS Energi Utama Tbk (TOBA), PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM), PT Dyandra Media International Tbk (DYAN), PT Saritoga Investama Sedaya Tbk (SRTG), PT Logindo Samudramakmur Tbk (LEAD), PT Sawit Sumbermas Sarana (SSMS), PT Eka Sari Lorena Transport Tbk (LRNA), PT Blue Bird Tbk (BIRD), PT Mitra Keluarga Karyasehat Tbk (MIKA), PT Kino Indonesia Tbk (KINO), PT Aneka Gas Industri Tbk (AGII), PT Hartadinata Abadi Tbk (HRTA), PT Medikaloka Hermina Tbk (HEAL), dan PT Jaya Bersama Indo Tbk (DUCK). Item yang paling sering diungkapkan adalah informasi tentang fluktuasi harga saham dan likuiditas perdagangan saham di bursa. Sementara item jarang diungkapkan yaitu informasi tentang perbedaan kepentingan pemegang saham pengendali dengan investor dan dilusi saham.

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memperoleh keyakinan bahwa model regresi dari penelitian ini memiliki *error term* yang terdistribusi normal, bebas multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas. Dengan terpenuhinya kondisi tersebut maka ditarik kesimpulan bahwa model regresi dengan *Ordinary Least Square* telah menjadi model yang *Best Linier Unbiased Estimatio (BLUE)*. Uji asumsi klasik dilakukan terhadap model regresi sebagai berikut:

$$IR = 301,592 + 1,320 IRD - 2,354 ERD + 0,110 InvRD + 3,208 InvAtt - 21,076 OfferingSize - 0,208 Umur - 2,995 FirmSize + e.$$

Sebagaimana terlihat dalam tabel 5, hasil uji asumsi klasik mengindikasikan bahwa model regresi memiliki *errore term* yang terdistribusi normal, bebas dari multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas setelah membuang 8 *outlier*.

Tabel 5.
Hasil Uji Statistik

Variabel	Ordinary Least Square			Multikolinieritas		Heterokedastisitas	
	B	Nilai t	Sig.	VIF	Tolerance	Nilai t	Sig.
Konstanta	301,592	5,069	0,000				
IRD	1,320	1,247	0,214	1,453	0,688	0,068	0,946

ERD	-2,354	-1,301	0,195	1,486	0,673	-1,939	0,0540
InvRD	0,110	0,052	0,959	1,417	0,706	1,344	0,181
InvAtt	3,208	2,731	0,007	1,030	0,970	-0,912	0,363
OfferingSize	-21,076	-3,567	0,000	1,481	0,675	-1,777	0,077
Umur	-0,208	-1,031	0,304	1,066	0,939	0,953	0342
FirmSize	-2,995	-0,682	0,496	1,411	0,709	0,675	0,501
Kolmogorov-Smirnov Z							1,228
Asymp. Sig.							0,098
Nilai F							5,776
Sig. Nilai F							0,000
Adj R ²							0,138

Goodness of Fit Model Test

Goodness of Fit Test dari satu model regresi dilakukan untuk menguji kemampuan dari data untuk memprediksi serangkaian pengamatan di masa depan. *Goodness of Fit Test* dari satu model regresi dapat dilihat dari signifikansi nilai F Test dan nilai Adjusted R². Berdasar hasil uji regresi dengan nilai F sebesar 5,776 dengan tingkat signifikansi 0,000 menunjukkan bahwa variabel indepen dalam penelitian yang terdiri dari pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor ini dapat menjelaskan dan memprediksi variasi dari variabel *initial return*. Nilai Adjusted R² sebesar 0,138 dapat diinterpretasikan bahwa besarnya kemampuan variabel pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor dalam menjelaskan dan memprediksi variasi *initial return* sebesar 13,8%.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa pengungkapan risiko baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi dalam prospektus dari perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Dalam kerangka kerja Teori Sinyal dijelaskan jika pengungkapan risiko tidak berpengaruh terhadap *initial return*, maka dapat disimpulkan bahwa hubungan Pengungkapan Risiko dengan pembentukan harga pada saat *initial public offering* bersifat *boilerplate* (Wasiuzzaman et al., 2018; Campbell et al., 2014; Kravet & Muslu, 2012). Manajer memiliki lebih banyak informasi tentang perusahaan daripada investornya, tetapi manajer cenderung memiliki kepentingan pribadi yang menyebabkan terjadinya bias. Manajer memiliki kecenderungan untuk mengungkapkan informasi yang menguntungkan dan menghindari pengungkapan informasi yang tidak menguntungkan. Namun, karena pengungkapan risiko adalah wajib dan tujuannya adalah untuk menyampaikan informasi terkait dengan risiko yang tidak menguntungkan yang dihadapi oleh perusahaan, manajer kemudian akan cenderung untuk memberikan pengungkapan risiko yang tidak jelas dan tidak berarti yang dapat digunakan untuk membuat katalog semua kemungkinan risiko dan ketidakpastian tetapi hampir tidak memberikan informasi kepada investor. Pengungkapan risiko yang terlalu kabur dan generik sehingga tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor dan tidak

mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga tidak berdampak signifikan terhadap imbal hasil awal IPO.

Kravet & Muslu (2012) juga berpendapat bahwa pengungkapan risiko dapat mengungkapkan faktor risiko yang tidak diketahui dan kontinjensi yang akan mempengaruhi persepsi risiko investor. Dengan asumsi manajer mengungkapkan risiko yang berarti, pengungkapan tidak akan informatif bagi investor jika risiko yang diungkapkan sudah diketahui oleh pasar sehingga menghasilkan informasi yang sangat sedikit atau tidak berpengaruh pada keyakinan *ex ante* investor tentang risiko perusahaan (Campbell et al., 2014).

Pengungkapan risiko menginformasikan kepada investor risiko yang dihadapi perusahaan emiten dan cara yang diambil oleh perusahaan dalam memitigasi risiko yang dihadapinya. Pengungkapan ini akan mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor dan antara investor yang terinformasi dan tidak terinformasi. Sayangnya, dalam keadaan tertentu, investor cenderung bereaksi negatif terhadap pengungkapan informasi yang mengandung muatan negatif. Informasi jenis ini akan dibaca sebagai sinyal negatif dan dianggap sebagai *bad news*. Oleh karena itu emiten cenderung mengabaikan informasi ini dan tidak mengungkapkan informasi ini atau pentingnya hasil negatif atau mengaitkan kegagalan yang dihadapinya dengan faktor eksternal seperti iklim bisnis secara umum, inflasi, harga pasar, dan kebijakan pemerintah. Manajer dapat menggunakan perangkat penjelas defensif seperti alasan, pembenaran dan penolakan kausalitas untuk "untuk meminimalkan kegagalan nyata dari hasil kinerja yang dirasakan secara negatif (Aerts & Cheng, 2011 hal 51).

Pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan bagaimanapun tergantung pada apa yang mereka anggap mencerminkan dan bagaimana mereka sesuai dengan harapan dan keyakinan investor (Scott & Lyman, 1968). Jika pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan dianggap mencerminkan kurangnya kontrol manajerial, maka investor harus mengharapkan pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko yang diambil. Namun, jika pengungkapan dimaksudkan untuk memproyeksikan citra pengendalian, yang menunjukkan bahwa manajemen mampu merasionalisasi perkembangan negatif jangka pendek ini dan memperbaikinya di masa depan, ini "menandakan kompetensi, kemampuan untuk merencanakan dan memberlakukan perubahan di muka peristiwa negatif, dan dengan demikian kelangsungan hidup masa depan" (Aerts dan Cheng, 2012, hal. 54).

Teori *Signaling* menjelaskan bahwa tingkat pengungkapan risiko dapat dirasakan baik secara positif atau negatif oleh investor tergantung pada keadaan dan ini akan akhirnya mempengaruhi pengembalian awal IPO. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada (Song et al., 2014; Chang & Ho, 2015; Abdou & Dicle, 2007, Gumanti et al., 2017).

Selanjutnya, Teori *signaling* juga menerangkan bahwa jika investor memperoleh informasi dalam jumlah informasi dan waktu perolehan yang sama maka tidak akan memunculkan asimetri informasi. Jika tidak terjadi asimetri informasi maka tidak akan terjadi *misprice*. Wasiuzzaman et al (2018) bahwa manajer hampir tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor serta tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga pengungkapan risiko internal tidak memiliki dampak signifikan pada *initial return*. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada.

Pengungkapan risiko internal pada prospektus tidak direaksi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko internal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 2 yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko internal pada indikator 1, 3, 4, 5, 6, 14, 15, 16, 17, 18 dan 19 rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa dari 19 indikator yang ditetapkan untuk mengukur variabel pengungkapan risiko internal, hanya 8 indikator yang sering diungkapkan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh

Demikian juga Pengungkapan risiko eksternal tidak memberikan informasi tambahan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko eksternal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, pengungkapan risiko eksternal pada indikator 1, 7, 8 dan 10 menunjukkan jumlah yang rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hasil penelitian ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al (2018) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko eksternal yang akan dihadapi perusahaan ditemukan tidak signifikan dalam mempengaruhi *initial return* IPO, hal tersebut dikarenakan ketidakmampuan investor untuk menganalisis risiko eksternal karena pengungkapan dianggap "*boilerplate*" hampir tidak memberikan informasi kepada investor pada Bursa Malaysia.

Selanjutnya, pengungkapan risiko investasi tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko investasi pada indikator 1 dan 3 sangat rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hanya 36 perusahaan yang mengungkapkan indikator 1 dan 42 perusahaan yang mengungkapkan indikator 3 pada variabel pengungkapan risiko investasi.

Temuan lain dari penelitian ini adalah *investor attention* berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil dari perhitungan regresi berganda, koefisien variabel atensi investor bertanda positif, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor*

attention abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*). *Investor attention* adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Tversky & Kahneman, 1986; Tsukioka et al., 2018; Tan & Tas, 2019; Ritter, 2003; Preis et al., 2013; Lou, 2014; Kim et al., 2019; Goddard et al., 2015; Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013; Da et al., 2015). Barber & Odean (2008) menunjukkan bahwa *attention* mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam membeli saham, hal tersebut terjadi karena investor yang menghadapi banyak saham akan mengalami kesulitan dalam memutuskan saham yang akan dibeli, sehingga investor lebih cenderung membeli saham yang menarik perhatian mereka.

Teori perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh sosiologi, psikologi dan keuangan (Ricciardi & Simon, 2000). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas et al, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan *investor attention*.

Yung & Nafar (2017) menyatakan bahwa peningkatan *attention* mengarah pada peningkatan pembelian. *Investor attention* yang abnormal memiliki kekuatan prediktif positif yang sangat kuat untuk *Underpricing*, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor attention* abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka akan terjadi *initial return* (Zhao et al., 2018). Semakin tinggi *investor attention* terdapat kecenderungan akan semakin meningkatkan *initial return* (Han et al., 2018; Lou, 2014; Varkman & Kristoufek, 2015; Tsukioka et al., 2018; Da et al., 2011; Goddard et al., 2015; Clarke et al., 2016) Tsukioka et al (2018).

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris pengaruh pengungkapan risiko dan *investor attention* terhadap *initial return* dari perusahaan yang melakukan IPO pada tahun pengamatan 2011- 2018. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengungkapan risiko, baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal maupun pengungkapan risiko investasi tidak mampu menjadi sinyal yang direspon oleh investor dalam pembentukan harga saham di pasar perdana. Pengungkapan risiko menjadi "*boilerplate*". Manajer perusahaan emiten memiliki kecenderungan untuk memilah dan memilih informasi yang dianggap menguntungkan kepentingannya, sehingga informasi yang diungkapkan cenderung bias. Selain itu, hasil penelitian ini menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat *investor attention* yang bersifat abnormal pada periode sebelum IPO maka terdapat

kecenderungan para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*).

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak terdapat variabel intervening maupun moderating dalam menguji pengaruh pengungkapan risiko dan atensi investor terhadap *initial return*. Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, maka rekomendasi saran bagi penelitian selanjutnya menambah variabel independen, variabel intervening atau variabel moderating dalam penelitian *initial return*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdou, K., & Dicle, M. F. (2007). Do Risk Factors Matter in the IPO Valuation? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15(1), 63–89.
- Aerts, W., & Cheng, P. (2011). Self-Serving Causal Disclosures and Short-Term IPO Valuation-Evidence from China. *Accounting and Business Research*, 42(1), 49–75.
- Alon, I., & Elango, B. (2018). Franchising and Initial Public Offering: a Signaling Perspective. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 46(11/12), 1993–2008.
- Aouadi, A., Mohamed, A., & Teulon, F. (2013). Investor Attention and Stock Market Activity: Evidence From France. *Economic Modelling*, 35, 674–681.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785–818.
- Bijl, L., Kringhaug, G., Molnar, P., & Sandvik, E. (2016). Google Searches and Stock Returns. *International Review of Financial Analysis*, 45(C), 150–156.
- Bikas, E., & Jureviciene, D. (2013). Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedi- Social and Behavioral Science*, 82, 870–876.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. (2010). IPO Underpricing and International Corporate Governance. *Journal of International Business Studies*, 41, 206–222.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings. *Review of Accounting Studies*, 19, 396–455.
- Chang, C.-H., & Ho, I.-F. (2015). IPO Price Performance and Signalling. *International Journal of Social, Education, Economics and Management Engineering*, 9(1), 188–191.
- Clarke, J., Khurshed, A., Pande, A., & Singh, A. (2016). Sentiment Traders & IPO Initial Returns: The Indian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 37, 24–37.
- Cornanic, A., & Novak, J. (2015). Signaling by Underpricing the Initial Public Offerings of Primary Listings in an Emerging Market. *Czech Journal of Economics and Finance*, 65(4), 307–335.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In Search of Attention. *The Journal of Finance*, 66(5), 1461–1499.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2015). The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices. *The Review of Financial Studies*, 28(1), 1–32.
- Engelen, P.-J., & Van-Essen, M. (2010). Underpricing of IPOs: Firm-, Issue- and Country- Specific Characteristics. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1958–1969.
- Francis, B. B., Hasan, I., Lothian, J. R., & Sun, X. (2010). The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1), 81–106.
- Goddard, J., Kita, A., & Wang, Q. (2015). Investor Attention and FX Market Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38(C), 79–96.
- Gumanti, T. A., Lestari, A. R., & Manan, S. S. A. (2017). Underpricing and Number of

- Risks Factors of Initial Public Offerings in Indonesia. *Verslas: Teorija Ir Praktika/ Business: Theory and Practice*, 18, 178–185.
- Han, L., Xu, Y., & Yin, L. (2018). Does Incestor Attention Matter? The Attention-return Relationships in FX Markets. *Economic Modelling*, 68(C), 644–660.
- Kapoor, S., & Prosad, J. M. (2017). Behavioral Finance: A Review. *Procedia Computer Science*, 122, 50–54.
- Killins, R. N. (2019). An Investigation of the Short-term Performance of the Canadian IPO Market. *Research in International Business and Finance*, 47(C), 102–113.
- Kim, N., Lucivjanska, K., Molnar, P., & Villa, R. (2019). Google Searches and Stock Market Activity: Evidence from Norway. *Finance Research Letters*, 28(C), 208–220.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2012). Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088–1122.
- Ljungqvist, A. (2004). *IPO Underpricing*. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. www.ssrn.com
- Lou, D. (2014). Attracting Investor Attention through Advertising. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1797–1829.
- Preis, T., Moat, H. S., & Stanley, H. E. (2013). Quantifying Trading Behavior in Financial Markets using Google Trends. *Scientific Report*, 3, 1–6.
- Ricciardi, V., & Simon, H. (2000). What is Behavioral Finance? *Business, Education and Technology*, Fall, 1–9.
- Ritter, J. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429–437.
- Scott, M. B., & Lyman, S. M. (1968). Account. *American Sociological Review*, 33(1), 46–62.
- Song, S., Tan, J., & Yi, Y. (2014). IPO Initial Returns in China: Underpricing or Overvaluation? *China Journal of Accounting Research*, 7, 31–49.
- Tan, S. D., & Tas, O. (2019). Investor Attention and Stock Returns: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 106–116.
- Tsukioka, Y., Yanagi, J., & Takada, T. (2018). Investor Sentiment Extracted from Internet Stock Message Boards and IPO Puzzles. *International Review of Economics & Finance*, 56(C), 205–217.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). The Framing of Decisions and the Evaluation of Prospects. *Studies in Logic and the Foundations of Mathematics*, 114, 503–520.
- Varkman, T., & Kristoufek, L. (2015). Underpricing, Underperformance and Overreaction in Initial Public Offerings: Evidence from Investor Attention using Online Searches. *SpringerPlus*, 4(84), 1–11.
- Wasiuzzaman, S., Yong, F. L. K., Sundarasan, S. D. D., & Othman, N. S. (2018). Impact of Disclosure of Risk Factors on the Initial Returns of Initial Public Offerings (IPOs). *Accounting Research Journal*, 31(1), 46–62.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Yung, K., & Nafar, N. (2017). Investor Attention and the Expected Returns of REITs. *International Review of Economics & Finance*, 48(C), 423–439.
- Zhao, R., Xiong, X., & Shen, D. (2018). Investor Attention and Performance of IPO Forms: Evidence from Online Searches. *Physica A: A Statistical Mechanics and Its Applications*, 508(C), 342–348.

Catatan dari Editor/ Reviewer Ketiga

Lampiran 3: Catatan Reviewer 16 Juli 2021

1. Mohon dipahami gaya selingkung jurnal kami menggunakan IMRaD sehingga tidak ada pernyataan hipotesis di dalamnya. Mohon untuk hasil dijelaskan keterkaitan masing2 variabel dalam satu sub bab tersendiri. Perhatikan kembali naskah terbitan terbaru jurnal kami dan sesuaikan penulisan analisis dan sintesis atas hasil penelitian ini
2. Panjang abstrak 75 – 100 kata mohon sesuaikan kembali
3. Tidak perlu menjelaskan variable dan hipotesis karena gaya selingkung kami menggunakan IMRaD jika ingin memaparkan hipotesis narasikan secara eksplisit tanpa adanya kutipan H1, H2, H3 dst seperti ini. Cek kembali artikel kuantitatif terkini yang dipublikasikan di jurnal kami

**PENGARUH PENGUNGKAPAN RISIKO DAN ATENSI INVESTOR TERHADAP
INITIAL RETURN (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN YANG IPO DI BEI
PRIODE 2011-2018)**

Rr Sri Handayani¹⁾

Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
rrsrihandayani@lecturer.undip.ac.id

Puspita Handayani²⁾

Mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Diponegoro
PuspitaH1234@gmail.com

ABSTRACT

Initial return is a profit obtained by shareholders because the difference in price of shares purchased on the primary market is smaller than the selling price of the stock at the secondary market. In theory there are only two cases that cause IPO to experience a high initial return, namely (1) IPO offering price is too low, indicating that there is underpricing in the primary market and; (2) the closing price of the first day is too high, indicating that there is an excessive valuation on the secondary market. The gap phenomenon shows that the company's stock price in Indonesia at the time of the IPO often does not reflect the actual stock price (misprice). The research objective is examining and analyzing the effect of internal risk disclosure, external risk disclosure, investment risk disclosure and investors' attention on initial return.

The research method is causality and use secondary data. Population is a company that conducts IPOs on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the 2011-2018 period with 224 companies, the sampling technique used was purposive sampling and obtained a total sample of 210 companies. The results of research stated that there is no effect of internal risk disclosure, external risk disclosure and investment risk disclosure on initial returns. There is a significant positive effect of investor attention on initial returns and simultaneously all tested independent variables have a positive effect on initial return.

Keywords: Risk Disclosure, Investors' Attention and Initial Return.

A B S T R A K [ea24]

Initial return merupakan keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena terjadi selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana lebih kecil dibandingkan dengan harga jual saham pada saat dipasar sekunder. Secara teori hanya ada dua kasus penyebab IPO mengalami *initial return* yang tinggi, yaitu (1) harga penawaran IPO terlalu rendah, menunjukkan bahwa ada *underpricing* di pasar primer dan; (2) harga penutupan hari pertama terlalu tinggi, menunjukkan bahwa ada penilaian berlebihan di pasar sekunder. Fenomena gap menunjukkan bahwa harga saham perusahaan di Indonesia pada saat IPO sering tidak mencerminkan harga saham sesungguhnya atau disebut *misprice*. Tujuan penelitian yaitu mengkaji dan menganalisis pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan *investor attention* terhadap *initial return*.

Metode penelitian menggunakan kausalitas, data yang digunakan sekunder. Populasi adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 perusahaan, teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh jumlah sampel penelitian sebanyak 210 perusahaan. Hasil penelitian antara lain, yaitu tidak terdapat pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi terhadap *initial return*, terdapat pengaruh signifikan positif atensi investor terhadap *initial return* serta secara simultan seluruh variabel independen yang diuji berpengaruh positif terhadap *initial return*.

Keywords: Risk Disclosure, Investor Attention and Initial Return.

PENDAHULUAN

Initial return terjadi karena perbedaan persentase antara harga saham selama periode *Initial Public Offering* (IPO) di pasar perdana dengan harga di pasar sekunder (Wasiuzzaman et al, 2018). Menurut Song et al (2014) secara teori [ea25]hanya ada dua kasus penyebab IPO mengalami *initial return* yang tinggi, yaitu (1) harga penawaran IPO terlalu rendah, menunjukkan bahwa ada *underpricing* di pasar primer atau (2) harga penutupan hari pertama terlalu tinggi, menunjukkan bahwa ada penilaian berlebihan di pasar sekunder. Kasus *underpricing* yang menjadi berita utama di seluruh dunia yaitu IPO Facebook (tahun 2012) dan Alibaba Group (tahun 2014). *Underpricing* tertinggi terjadi pada Alibaba Group, permintaan dari para investor menjadikan harga saham Alibaba pada saat *closing price* melonjak hingga 38% dari *offering price* (Sumber: bbc.com). Fenomena *underpricing* tersebut menjelaskan bahwa harga saham saat IPO sering tidak mencerminkan harga saham sesungguhnya atau disebut *misprice*. Tinjauan *underpricing* pada tingkat Asia menggambarkan bahwa Indonesia berada di peringkat ketiga yang memiliki tingkat *underpricing* IPO tinggi (Zhou et al, 2018).

Kasus lain yang terjadi di Indonesia berkaitan dengan *misprice*, seperti yang terjadi pada perusahaan penerbangan ternama Garuda Indonesia (GIAA) yang melakukan IPO tahun 2011 telah merugikan investor. Saham GIAA saat IPO ditawarkan di harga Rp 750 *per share* dan saat *closing price* perdana harga saham turun menjadi Rp 620 *per share* atau sebesar 17,33%. Hal tersebut dimungkinkan terjadi karena *offering price* saat IPO terlalu tinggi sedangkan fundamental Garuda Indonesia saat itu kurang bagus dengan laba bersih yang mengalami penurunan sejak tahun 2009- 2010. Maka dari itu penting bagi investor dalam memperhatikan kondisi fundamental calon emiten, sebab investor tidak dapat menganalisis secara teknikal karena saham IPO tidak memiliki *historical price*. Penelitian akademis menunjukkan bahwa *misprice* terjadi karena adanya asimetri informasi antara emiten dan investor potensial (investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi) (Killins, 2018). Informasi merupakan sumber daya yang paling berharga di pasar keuangan (Aouadi et al, 2013). Pemerintah di seluruh dunia telah mengamanatkan bahwa setiap perusahaan yang ingin *go publik* harus menyiapkan prospektus yang mengungkapkan informasi relevan terkait dengan latar belakang, kinerja keuangan dan faktor risiko bagi investor potensial untuk lebih memahami perusahaan sebelum mereka berinvestasi.

Wasiuzzaman et al (2018) menyatakan bahwa risiko perusahaan berasal dari beberapa faktor yaitu risiko internal, risiko eksternal dan risiko investasi. Pengungkapan risiko pada saat IPO digunakan investor sebagai *signal* yang terkait dengan kompetensi dan kontrol manajerial perusahaan (Wasiuzzaman et al, 2018). Penelitian mengenai *signalling theory* memberikan hasil yang beragam, beberapa studi berpendapat bahwa pengungkapan risiko dalam prospektus adalah *boilerplate*, yaitu pengungkapan risiko tidak memiliki pengaruh pada persepsi investor, sedangkan

dalam penelitian lain menyatakan bahwa pengungkapan risiko memberikan informasi yang berarti sehingga dapat meningkatkan atau menurunkan persepsi risiko investor.

Campbell et al. (2014) serta Kravet et al (2013) menyatakan bahwa pengungkapan risiko mungkin hanya *boilerplate*, karena manajer memiliki informasi lebih banyak tentang perusahaan daripada investor. Manajer cenderung lebih mengurangi pengungkapan informasi yang tidak menguntungkan. Namun, karena pengungkapan risiko adalah wajib dan memiliki tujuan untuk menyampaikan informasi terkait risiko yang tidak menguntungkan bagi perusahaan, manajer akan cenderung bias dalam pengungkapan risiko. Manajer hampir tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor serta tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga pengungkapan risiko tidak memiliki dampak signifikan pada *initial return* (Wasiuzzaman et al, 2018). Kravet et al (2013) juga menyatakan bahwa pengungkapan risiko yang tidak diketahui investor akan dapat mempengaruhi persepsi investor dengan asumsi bahwa manajer mengungkapkan risiko yang bermanfaat bagi investor.

Fenomena *initial return* menjadikan para peneliti mencoba mencari lebih banyak penjelasan dari perilaku irasional investor. Studi IPO yang relevan mengasumsikan bahwa *initial return* positif dijelaskan oleh perilaku irasional investor (Aissia et al, 2018). Investor dalam melakukan investasi tidak hanya melihat dari prospek investasi, tingkat *return* ataupun risiko yang akan dihadapi, namun faktor psikologi juga sebagai penentu pengambilan keputusan investasi. Faktor psikologi dapat mempengaruhi investasi dan hasil yang akan dicapai. Tingkat *initial return* yang tinggi juga disebabkan dengan adanya antusias dari para investor terhadap saham. *Investor attention* adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al, 2016). Kim et al (2018) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan. Saham yang memperoleh perhatian lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham yang kurang mendapat perhatian (Aouadi et al, 2013). Harga saham cenderung didorong oleh faktor perilaku dari atensi investor (Tan et al, 2018). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor psikologi dan sosiologi yang berdampak pada peningkatan atensi investor.

Penelitian tentang atensi investor sebagian besar berfokus pada pasar negara maju, penelitian ini mencoba meneliti salah satu pasar negara berkembang, yaitu Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini berfokus pada pasar saham Indonesia, Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian sebelumnya tentang pengaruh *investor attention* terhadap *initial return* yang dilakukan oleh Zhao et al (2018) menggunakan proxy Baidu Index, sedangkan dalam penelitian ini menggunakan *Search Volume Index* (SVI). Hubungan antara *Google Search* dan pasar saham menarik banyak perhatian. SVI merupakan proxy terpercaya dalam mengukur *investor attention* serta memberikan bukti bahwa atensi investor sangat terkait dengan volume perdagangan, harga saham dan *return* saham (Kim et al, 2018; Tan et al, 2018; Bijl et al, 2016; Goddard et al, 2015; Vakrman et al, 2015; Da et al, 2015; Aouadi et al, 2013; Da et al, 2011). Tingkat akses internet dan pemanfaatan *Google Searches* di Indonesia yang tinggi sehingga tepat

dijadikan sampel penelitian atensi investor yang menggunakan proxy SVI. Dalam riset "Economy SEA 2018" yang dilakukan oleh Google dan Temasek, Indonesia menduduki peringkat pertama pengguna internet terbesar di Asia Tenggara.

Berdasarkan uraian diatas, ada beberapa faktor yang diduga mempengaruhi terjadinya *initial return*. Faktor- faktor tersebut antara lain adalah pengungkapan risiko internal, risiko eksternal, risiko investasi dan atensi investor. Penelitian ini pada dasarnya merupakan replikasi penelitian- penelitian terdahulu, yaitu penelitian Wasiuzzaman et al (2018) dan Zhao et al (2018). Replikasi penelitian ini dilakukan dengan alasan untuk memperluas dan menyempurnakan penelitian sebelumnya. Terdapat tiga alasan pentingnya penelitian ini dilakukan dan mengingat pentingnya pemahaman faktor- faktor yang mempengaruhi *initial return*.

Pertama, pengujian terhadap variabel pengungkapan risiko internal dan risiko eksternal yang tidak signifikan, hal tersebut mungkin disebabkan karena periode pengamatan yang relatif pendek dan jumlah sampel yang kecil, Wasiuzzaman et al (2018) menggunakan periode pengamatan selama 5 tahun dengan 96 sampel. Dalam penelitian ini mencoba menggunakan periode pengamatan yang cukup lama yaitu 8 tahun (2011-2018) dengan jumlah sampel 183 perusahaan. Dengan jumlah sampel yang lebih banyak dibandingkan penelitian terdahulu diharapkan hasilnya akan mencapai generalisasi yang lebih baik dibandingkan hasil penelitian sebelumnya.

Kedua, penelitian terdahulu tentang pengungkapan risiko terhadap *initial return* memiliki nilai *R square* rendah, yaitu 13,2% (Wasiuzzaman et al., 2018) dan 14% (Badru et al, 2017). Dalam penelitian ini mencoba meningkatkan *R square* dengan cara menambah variabel independen, yaitu *investor attention* dan variabel kontrol, yaitu *offering size*, umur perusahaan dan besaran (ukuran) perusahaan. Dengan ditambahkan variabel dalam penelitian ini diharapkan dapat meningkatkan *R square*.

Ketiga, dalam hal pengukuran variabel *investor attention*, Zhao et al (2018) menggunakan Baidu Index, namun dalam pengukuran *investor attention* lebih tepat menggunakan proxy SVI pada *Google Trends* sesuai dengan penjelasan dalam uraian sebelumnya. Diharapkan dengan proxy SVI, variabel *investor attention* dapat dijelaskan dengan lebih tepat.

Berdasarkan uraian alasan tersebut, penelitian ini mencoba melakukan pengujian kembali terhadap beberapa faktor yang diduga berpengaruh terhadap *initial return* saham pada IPO. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh pengungkapan risiko internal, risiko eksternal, risiko investasi dan atensi investor terhadap *initial return* pada perusahaan yang IPO di BEI periode 2011- 2018.

Signalling theory menekankan pentingnya informasi yang dikeluarkan perusahaan sebagai acuan dalam pengambilan keputusan investasi bagi pihak dari luar perusahaan (Leland et al, 1977). *Signalling theory* berkaitan dengan pengurangan asimetri informasi antara dua pihak, seperti emiten dan investor potensial (investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi) (Alon et al, 2018). Asumsikan emiten memiliki informasi pribadi tentang nilai sekarang dan risiko arus kas masa depan, namun investor tidak mengetahui informasi tersebut. *Signal* yang berupa informasi dikirimkan emiten kepada publik, kemudian akan dievaluasi dan direspon oleh pasar. *Signal* dapat memberikan informasi *good news* maupun *bad news*

bagi investor. *Signal* positif secara efektif dapat mengurangi tingkat ketidakpastian yang dihadapi investor, sehingga investor dapat membedakan kualitas perusahaan yang baik dan buruk (Rahmawati, 2007).

Risiko internal mengacu pada risiko yang dihadapi oleh perusahaan sebagai dampak dari kondisi internal seperti manajerial, karyawan dan risiko terkait operasional (Wasiuzzaman et al, 2018). Faktor risiko internal menimbulkan banyak asimetri informasi antara emiten dan investor, dalam hal tersebut dapat dijelaskan bahwa emiten mempunyai informasi yang lebih banyak tentang risiko internal perusahaan dibandingkan dengan investor (Mousa et al, 2014). Investor sulit dalam mengevaluasi kekuatan dan kelemahan internal perusahaan sebelum IPO serta sangat sulit bagi investor untuk memprediksi kinerja masa depan di tengah ketidakpastian yang mungkin dihadapi oleh perusahaan. Dengan demikian investor bergantung pada *signal* dari perusahaan berupa pengungkapan risiko internal dalam memutuskan investasi.

Signalling theory berkaitan dengan pengurangan asimetri informasi antara dua pihak, seperti emiten dan investor (Alon et al, 2018). Kravet et al (2013) menyatakan bahwa pengungkapan berupa risiko yang tidak diketahui investor akan dapat mempengaruhi persepsi investor dengan asumsi bahwa manajer mengungkapkan risiko yang bermanfaat bagi investor. Pengungkapan risiko internal memberikan informasi kepada investor, sehingga mengurangi asimetri informasi diantara emiten dan investor serta diantara investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi. Pengungkapan risiko internal digunakan oleh investor sebagai *signal* yang terkait dengan kompetensi dan kontrol manajerial. Pengungkapan risiko yang dianggap negatif oleh investor dijadikan sebagai *signal* kurangnya kontrol manajerial, maka diharapkan kompensasi yang lebih tinggi sehingga *return* yang diperoleh lebih tinggi (Wasiuzzaman et al, 2018).

Faktor psikologi dapat mempengaruhi investasi dan hasil yang akan dicapai. Penelitian terdahulu mengasumsikan bahwa *initial return* positif dijelaskan oleh perilaku irasional investor (Aissia et al, 2018). Investor potensial akan melihat pengungkapan risiko internal sebagai penjas sistem kontrol perusahaan maka menunjukkan manajemen mampu melakukan perbaikan di masa depan (Aerts et al, 2012). Investor merasa tenang dengan ikut serta dalam pembelian saham IPO perusahaan, hal tersebut dikarenakan investor menganggap perusahaan yang mengungkapkan risiko internal telah transparan dalam melaporkan kondisi perusahaan terhadap publik sehingga investor yakin menanamkan dana kepada perusahaan tersebut. Asumsi tersebut akan meningkatkan penjualan saham dan meningkatkan *initial return*.

Pengungkapan risiko eksternal dalam prospektus merupakan faktor- faktor risiko yang dihasilkan dari lingkungan eksternal dan tidak berada dalam kendali perusahaan, seperti persaingan, kebijakan pemerintah dan perundang- undangan serta lingkungan ekonomi (Wasiuzzaman et al, 2018). Leland et al (1977) menyatakan bahwa *signalling theory* menekankan pentingnya informasi yang dikeluarkan perusahaan sebagai acuan dalam pengambilan keputusan investasi bagi pihak dari luar perusahaan. *Signalling theory* menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan risiko

eksternal dapat dirasakan baik secara positif atau negatif (*good news* atau *bad news*) oleh investor tergantung pada keadaan serta hal tersebut pada akhirnya akan mempengaruhi *initial return*. Wasiuzzaman et al (2018) menyatakan bahwa jika pengungkapan risiko dianggap secara negatif oleh investor, maka diharapkan kompensasi yang lebih tinggi sehingga *return* yang diperoleh lebih tinggi.

Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor melihat pengungkapan risiko eksternal sebagai penjas sistem kontrol perusahaan maka menunjukkan manajemen mampu melakukan perbaikan di masa depan (Aerts et al, 2012). Investor merasa tenang dengan ikut serta dalam pembelian saham IPO perusahaan, hal tersebut dikarenakan investor menganggap perusahaan yang mengungkapkan risiko internal telah transparan dalam melaporkan kondisi perusahaan terhadap publik sehingga investor yakin menanamkan dana kepada perusahaan tersebut. Asumsi tersebut akan meningkatkan penjualan saham dan meningkatkan *initial return*. Hipotesis yang dikembangkan, sebagai berikut:

Risiko investasi mengacu pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham seperti non pembayaran dividen, dilusi saham dan kegagalan IPO (Wasiuzzaman et al, 2018). *Signalling theory* menekankan pentingnya informasi yang dikeluarkan perusahaan sebagai acuan dalam pengambilan keputusan investasi bagi pihak dari luar perusahaan (Leland et al, 1977). *Signal* yang berupa informasi dikirimkan emiten kepada publik, kemudian akan dievaluasi dan direspon oleh pasar. Pengungkapan risiko investasi digunakan oleh investor sebagai *signal* yang terkait dengan kompetensi dan kontrol manajerial. Investor yang rasional pasti berharap bahwa semakin tinggi risiko perusahaan yang akan dihadapi maka laba yang diperoleh akan semakin tinggi (Abdou et al, 2007).

Pengungkapan risiko investasi menunjukkan bahwa risiko tersebut sangat relevan bagi investor yang khawatir tentang *return* investasi mereka. Wasiuzzaman et al (2018) menyatakan bahwa Jika pengungkapan risiko dianggap secara negatif oleh investor, maka diharapkan kompensasi yang lebih tinggi sehingga *return* yang diperoleh lebih tinggi. Perusahaan yang mengungkapkan lebih banyak risiko investasi menandakan ketidakpastian yang lebih tinggi dan kurangnya kontrol manajerial, oleh karena itu investor harus menerima kompensasi dengan *return* yang lebih tinggi. Emiten dan *underwriter* sengaja menurunkan harga penawaran IPO untuk mengkompensasi investor atas risiko investasi yang diasumsikan dan bertujuan menarik investor agar dapat meningkatkan permintaan IPO.

Berdasarkan prespektif teori perilaku keuangan, dalam proses pengambilan keputusan investasi, investor dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu sosiologi, psikologi dan keuangan (Ricciardi et al, 2000). Pengungkapan risiko investasi pada prospektus dianggap sebagai penguat bagi investor untuk ikut dalam pembelian saham perusahaan, karena investor menganggap bahwa perusahaan telah transparan kepada publik dan mampu mengatasi risiko investasi yang telah diprediksi di masa depan, sehingga investor merasa nyaman jika menanamkan dana pada perusahaan. Adanya anggapan tersebut meningkatkan pembelian saham dan berdampak pada *initial return*. Aissia et al (2018) mengasumsikan bahwa *initial return* positif dijelaskan oleh perilaku irasional investor. Pernyataan tersebut juga didukung oleh Wasiuzzaman

et al (2018) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko investasi pada prospektus berpengaruh positif terhadap *initial return*. Hipotesis yang dikembangkan, sebagai berikut:

H3: Pengungkapan risiko investasi berpengaruh positif terhadap *initial return*.

Perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh penalaran investor dan proses emosional (Ricciardi et al, 2000). Pengambilan keputusan dipengaruhi oleh situasi yang kompleks sebelum mendapatkan hasil terbaik dari sejumlah alternatif yang ada. Praktikanya, manusia memiliki emosi yang dapat mempengaruhi keputusannya (Kapoor et al, 2017). Ricciardi et al (2000) menjelaskan konsep perilaku keuangan dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu sosiologi, psikologi dan keuangan. Hal tersebut menjelaskan bahwa perilaku keuangan tidak hanya bersifat rasional tetapi juga dipengaruhi ketidakrasionalan seperti sosiologi dan psikologi. Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan atau *noise* di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas et al, 2013).

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl, et al, 2016). Kim et al (2018) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al, 2013). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas et al, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber et al, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan atensi investor.

Yung et al (2017) menyatakan bahwa peningkatan atensi mengarah pada peningkatan pembelian. Atensi Investor yang abnormal memiliki kekuatan prediktif positif yang sangat kuat untuk *Underpricing*, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor attention* abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka akan terjadi *intial return* (Zhao et al, 2018). Pernyataan tersebut juga didukung oleh Tsukioka et al (2018) yang menyatakan bahwa Atensi Investor berpengaruh positif terhadap *initial return*. [ea26]

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 *firms-years*. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan jumlah sampel 210 perusahaan. Perusahaan yang dikeluarkan dari sampel terdiri dari 6 perusahaan yang tidak memiliki *Search Volume Index* (SVI) pada Google Trends sesuai

data yang dibutuhkan (selama delapan minggu berturut-turut sebelum perusahaan IPO) dan 8 perusahaan yang termasuk *outlier*. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa prospektus perusahaan IPO yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Bloomberg* Universitas Diponegoro; *closing price* pada hari pertama di Bursa Efek yang diakses melalui *Yahoo Finance* dan *Search Volume Index* (SVI) diakses dari *Google Trends*. Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Initial return* merupakan keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena terjadi selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana lebih kecil dibandingkan dengan harga jual saham pada saat di pasar sekunder (Killins, 2018). Pengukuran variabel *initial return* (Yan et al, 2018), yaitu:

$$IR = \frac{\text{closing price} - \text{offering price}}{\text{offering price}} \times 100\%$$

Variabel independen terdiri dari Pengungkapan Risiko Internal, Pengungkapan Risiko Eksternal, Pengungkapan Risiko Investasi dan Atensi Investor. Risiko internal mengacu pada risiko yang dihadapi oleh perusahaan sebagai dampak dari kondisi internal seperti manajerial, karyawan dan risiko terkait operasi (Wasiuzzaman et al, 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko internal menggunakan metode informasi naratif dengan *content analysis*, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko internal dibagi menjadi 19 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko internal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko internal.

Faktor risiko eksternal adalah faktor-faktor risiko yang dihasilkan dari lingkungan eksternal dan tidak berada dalam kendali perusahaan, seperti persaingan, kebijakan pemerintah dan perundang-undangan serta lingkungan ekonomi (Wasiuzzaman et al, 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko eksternal menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko eksternal dibagi menjadi 12 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko eksternal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total risiko eksternal.

Risiko investasi mengacu pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham seperti non pembayaran dividen, dilusi saham dan kegagalan IPO (Wasiuzzaman et al, 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko investasi dilakukan dengan *content analysis* menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko investasi dibagi menjadi 5 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko investasi dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko investasi.

Tabel 1
Indikator Pengungkapan Risiko

NO	INDIKATOR RISIKO
----	------------------

Pengungkapan Risiko Internal	
1.	Ketergantungan pada key management personnel (jajaran direktur, Chief Executive Officer, Chief Operating Officer, Chief Financial Officer dan wakil presiden)
2.	Ketergantungan pada kemampuan perusahaan untuk menarik minat dan mempertahankan pegawai, terutama pada tim manajemen senior dan pegawai yang berketerampilan tinggi
3.	Ketergantungan pada anak perusahaan
4.	Ketergantungan pada pemasok atau <i>supplier</i> bahan baku
5.	Ketergantungan pada pengecer/ agen penjual
6.	Keterbatasan tenaga kerja terampil dan berpengalaman di industri tertentu
7.	Risiko operasional
8.	Operasi dapat terganggu oleh gangguan tidak terduga yang disebabkan oleh kegagalan sistem dan kecelakaan kerja
9.	Risiko yang berkaitan dengan manajemen biaya, IT dan teknologi
10.	Ketergantungan pada perangkat lunak komputer dan sistem perangkat keras dalam mengelola operasi bisnis
11.	Kerusakan dari kebakaran, krisis energi dan krisis darurat lainnya.
12.	Keterlambatan produksi/ gangguan terhadap fasilitas pemrosesan dan operasi bisnis
13.	Ketidakstabilan suplai bahan baku
14.	Kesalahan strategi pemasaran
15.	Ketersediaan dana untuk mempertahankan operasi dan pertumbuhan usaha
16.	Risiko pembiayaan/ kredit kepada pelanggan
17.	Risiko terkait hutang perseroan
18.	Risiko reputasi
19.	Risiko rencana ekspansi usaha
Pengungkapan Risiko Eksternal	
1.	Keberlangsungan <i>supply</i> bahan bakar energi
2.	Persaingan usaha dan munculnya pesaing baru
3.	Perubahan minat dan daya beli konsumen
4.	Gugatan hukum bagi perusahaan yang dapat memperoleh hukuman, denda atau pembatasan operasi
5.	Kebijakan pemerintah, undang-undang, peraturan dan hukum yang dapat mempengaruhi secara material dan negatif pada perusahaan
6.	Perubahan Undang- Undang perpajakan yang dapat mempengaruhi secara material dan negatif terhadap perusahaan
7.	Penurunan peringkat kredit Indonesia
8.	Adanya wabah penyakit menular atau masalah kesehatan masyarakat yang serius lainnya dapat berdampak buruk pada perusahaan
9.	Risiko yang terkait dengan kebakaran, bencana alam, serangan teroris, masalah keselamatan kerja dan lingkungan usaha
10.	Risiko potensi kewajiban yang mungkin tidak dilindungi asuransi

11.	Perkembangan keuangan dan ekonomi yang tidak menguntungkan di Indonesia dapat berdampak buruk bagi perusahaan/ krisis ekonomi global
12.	Perubahan kondisi ekonomi, sosial dan politik secara umum yang khususnya mempengaruhi Asia Tenggara, yang menjadi tempat diperolehnya penghasilan operasional perusahaan terbesar.
Pengungkapan Risiko Investasi	
1.	Perbedaan kepentingan pemegang saham pengendali perseroan dengan kepentingan investor
2.	Perseroan mungkin tidak dapat membagikan dividen
3.	Dilusi saham
4.	Harga saham dapat sangat berfluktuasi
5.	Tidak likuidnya perdagangan saham perseroan di Bursa

Sumber: Wasiuzzaman et al (2018) yang dimodifikasi

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al, 2016). Merujuk pada Da et al (2011) dan Kim et al (2018) penelitian ini menggunakan kata kunci pencarian dengan nama perusahaan. Pencarian dengan nama perusahaan memiliki beberapa kelemahan, yaitu tidak semua pengguna internet yang melakukan pencarian di Google dengan nama perusahaan adalah investor. Hal tersebut diasumsikan sebagai *random noise* (Afriani, 2017). Permasalahan tersebut dapat dikurangi dengan menerapkan beberapa kriteria, yaitu (1) pencarian perusahaan dengan nama lengkap. Menurut Aouadi et al (2013) penggunaan *ticker* saham perusahaan kurang efektif untuk menampilkan informasi fundamental perusahaan dan informasi tambahan berupa kegiatan perusahaan yang dapat dijadikan referensi keputusan investor; (2) Lokasi pencarian pada penelitian ini diatur dalam Negara Indonesia; (3) Saham yang tidak beraktivitas atau belum IPO pada masa observasi yang ditentukan dan tidak memiliki nilai 0 sampai 8 minggu secara berturut-turut dalam pencarian GSV akan dikeluarkan demi mendapatkan hasil yang tidak bias (Da et al, 2011); (4) pencarian nama perusahaan dalam GSV tidak menggunakan nama legal perusahaan seperti "PT" atau "Tbk" (Kim et al, 2018).

Pengukuran variabel Atensi Investor menurut Bijl et al, (2016), sebagai berikut:

$$ASVI = \frac{SVI_t - \frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i}{\sigma_{SVI}}$$

Keterangan:

ASVI : *Abnormal Search Volume Index*.

SVI_t : SVI selama minggu IP.

$\frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i$: Rata-rata SVI selama 8 minggu sebelum IPO.

σ_{SVI}: Standar deviasi SVI 8 minggu sebelum IPO.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Informasi statistik deskriptif antara lain rata- rata (*mean*), minimum, maksimum dan standar deviasi. Hasil uji statistik deskriptif menggunakan SPSS, sebagai berikut:

Tabel 2
Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar
Initial Return	26,11	-89,73	183,48	42,323
IRD	9,79	3,00	18,00	3,096
ERD	7,18	3,00	12,00	1,832
InvRD	2,50	0,00	5,00	1,523
InvAtt	2,29	-1,09	13,93	2,349
OfferingSize	11,37	10,21	12,71	0,560
Umur	19,24	2,00	65,00	13,895
FirmSize	11,85	9,40	14,29	0,736

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019

Variabel Dependen: Initial Return; Variabel Independen: IRD (Internal Risk Disclosure-Pengungkapan Risiko Internal); ERD (External Risk Disclosure-Pengungkapan Risiko Eksternal); InvRD (Investment Risk Disclosure_Pengungkapan Risiko Investasi); InvAtt (Investors' Attention_Atensi Investor)^[ea27]

Berdasarkan tabel 3 dapat diketahui bahwa pada variabel pengungkapan risiko internal hampir setiap perusahaan mengungkapkan indikator point tujuh, delapan dan dua belas yaitu risiko operasional; operasi dapat terganggu oleh gangguan tidak terduga yang disebabkan oleh kegagalan sistem dan kecelakaan kerja serta; keterlambatan produksi; sedangkan sedikit perusahaan yang mengungkapkan point lima dan enam yaitu ketergantungan pada pengecer dan; keterbatasan tenaga kerja terampil dan berpengalaman di industri tertentu.

Tabel 3
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Internal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2011	11	16	11	13	2	9	19	18	17	11	16	17	16	8	14	11	9	8	11
2012	8	12	7	9	3	4	20	15	11	12	11	16	11	8	10	9	8	3	5
2013	10	19	6	9	4	3	27	24	15	14	12	22	16	5	15	10	16	12	11
2014	4	11	6	5	0	0	22	20	19	18	15	16	9	6	8	11	8	8	4
2015	9	11	4	4	2	3	16	15	8	8	11	15	10	5	7	4	8	9	5
2016	8	11	5	5	0	7	14	14	13	13	13	14	7	4	6	9	6	6	6
2017	14	24	12	14	9	5	36	35	29	27	26	32	24	4	19	14	20	3	9
2018	25	38	18	16	6	12	54	53	52	51	51	51	28	14	28	17	28	45	28
TOTAL	89	142	69	75	26	43	208	194	164	154	155	183	121	54	107	85	103	94	79

Sumber : Data sekunder yang diolah^[ea28]

Tabel 4 menjelaskan tentang data deskriptif dari variabel Pengungkapan Risiko Eksternal. Jumlah perusahaan yang mengungkapkan indikator point lima, sebelas dan dua belas yaitu kebijakan pemerintah yang dapat mempengaruhi secara material pada perusahaan; perkembangan keuangan dan ekonomi yang tidak menguntungkan di

Indonesia serta; perubahan kondisi ekonomi, sosial dan politik masing-masing 214 perusahaan, 210 perusahaan, 192 perusahaan dan 194 perusahaan. Sedikit perusahaan yang mengungkapkan point tujuh dan delapan yaitu penurunan tingkat kredit Indonesia dan; adanya wabah penyakit menular yang berdampak buruk pada perusahaan, masing-masing 38 perusahaan, 21 perusahaan.

Tabel 4.
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Eksternal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	13	21	15	16	24	16	16	6	19	11	25	18
2012	5	19	8	10	21	5	4	4	12	8	20	15
2013	10	25	13	16	28	23	6	4	19	10	28	26
2014	5	19	9	11	22	21	0	0	12	5	20	19
2015	3	12	11	9	16	13	5	2	10	6	15	14
2016	5	14	13	10	14	14	2	2	5	2	14	15
2017	11	31	23	26	35	33	2	1	26	1	37	36
2018	14	51	33	43	54	52	3	2	29	7	51	51
TOTAL	66	192	125	141	214	177	38	21	132	50	210	194

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019

Tabel 5 menjelaskan sebaran atas hasil *content analysis* atas instrumen penelitian dari variabel independen Pengungkapan Risiko Investasi.

Tabel 5
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Investasi

TAHUN	1	2	3	4	5
2011	3	10	7	14	12
2012	4	13	4	12	8
2013	9	13	7	14	14
2014	2	13	4	17	17
2015	2	10	6	10	12
2016	3	11	2	12	12
2017	3	7	1	8	8
2018	10	45	11	49	51
TOTAL	36	122	42	136	134

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memperoleh keyakinan bahwa model regresi dari penelitian ini memiliki *error term* yang terdistribusi normal, bebas multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas. Dengan terpenuhinya kondisi tersebut maka ditarik kesimpulan bahwa model regresi dengan *Ordinary Least Square* telah menjadi model yang *Best Linier Unbiased Estimatio (BLUE)*. Uji asumsi klasik dilakukan terhadap model regresi sebagai berikut:

$$IR = 301,592 + 1,320 IRD - 2,354 ERD + 0,110 InvRD + 3,208 InvAtt - 21,076 OfferingSize - 0,208 Umur - 2,995 FirmSize + e.$$

Sebagaimana terlihat dalam tabel 6, hasil uji asumsi klasik mengindikasikan bahwa model regresi memiliki *erroe term* yang terdistribusi normal, bebas dari multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas setelah membuang 8 *outlier*.

Tabel 6.
Hasil Uji Statistik

Variabel	Ordinary Least Square			Multikolinieritas		Heterokedastisitas	
	B	Nilai t	Sig.	VIF	Tolerance	Nilai t	Sig.
Konstanta	301,592	5,069	0,000				
IRD	1,320	1,247	0,214	1,453	0,688	0,068	0,946
ERD	-2,354	-1,301	0,195	1,486	0,673	-1,939	0,0540

InvRD	0,110	0,052	0,959	1,417	0,706	1,344	0,181
InvAtt	3,208	2,731	0,007	1,030	0,970	-0,912	0,363
OfferingSize	-21,076	-3,567	0,000	1,481	0,675	-1,777	0,077
Umur	-0,208	-1,031	0,304	1,066	0,939	0,953	0,342
FirmSize	-2,995	-0,682	0,496	1,411	0,709	0,675	0,501
Kolmogorov-Smirnov Z							1,228
Asymp. Sig.							0,098
Nilai F							5,776
Sig. Nilai F							0,000
Adj R ²							0,138

Sumber: Data yang diolah

Variabel Dependen: Initial Return; Variabel Independen: IRD (Internal Risk Disclosure-Pengungkapan Risiko Internal); ERD (External Risk Disclosure-Pengungkapan Risiko Eksternal); InvRD (Investment Risk Disclosure_Pengungkapan Risiko Investasi); InvAtt (Investors' Attention_Atensi Investor)^[ea29]

Hasil uji statistik F pada Tabel 6 dengan F_{hitung} sebesar 5,776 dengan nilai signifikansi 0,000. Hal ini dapat dijelaskan dengan tingkat signifikansi dibawah 5% ($\alpha=0,05$) dan $F_{hitung} 5,776 > F_{tabel} 2,06$ yang dapat berarti seluruh variabel independen dalam model penelitian ini dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen yaitu *Initial Return*. Dari Tabel 6 juga dapat diketahui koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,138, artinya hanya sebesar 13,8% dari *initial return* dapat dijelaskan oleh seluruh variabel independen dalam penelitian ini. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak seluruh hipotesis yang diajukan didukung oleh data. Hipotesis pertama yang diajukan (H_1) tidak didukung oleh data karena tingkat signifikansi $0,214 > 0,05$, serta $t_{hitung} 1,247 < t_{tabel} 1,6524$, maka dapat disimpulkan H_1 ditolak. Penelitian ini ^[ea30]menemukan bahwa pengungkapan risiko internal dalam prospektus adalah *boilerplate*, yaitu pengungkapan risiko internal tidak memiliki pengaruh pada persepsi investor. Pengungkapan risiko internal pada prospektus tidak menambah manfaat informasi bagi investor, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko internal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 3 yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko internal pada indikator 1, 3, 4, 5, 6, 14, 15, 16, 17, 18 dan 19 rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa dari 19 indikator yang ditetapkan untuk mengukur variabel pengungkapan risiko internal, hanya 8 indikator yang sering diungkapkan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al (2018) bahwa manajer hampir tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor serta tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga pengungkapan risiko internal tidak memiliki dampak signifikan pada *initial return*.

Hipotesis kedua (H_2) memiliki tingkat signifikansi $0,195 > 0,05$, serta $t_{hitung} -1,301 < t_{tabel} 1,6524$, maka dapat disimpulkan H_2 ditolak. Dengan demikian pengungkapan risiko eksternal tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Pengungkapan risiko

eksternal tidak memberikan informasi tambahan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko eksternal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, pengungkapan risiko eksternal pada indikator 1, 7, 8 dan 10 menunjukkan jumlah yang rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hasil penelitian ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al (2018) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko eksternal yang akan dihadapi perusahaan ditemukan tidak signifikan dalam mempengaruhi *initial return* IPO, hal tersebut dikarenakan ketidakmampuan investor untuk menganalisis risiko eksternal karena pengungkapan dianggap “*boilerplate*” hampir tidak memberikan informasi kepada investor pada Bursa Malaysia.

Hipotesis ketiga (H_3) mempunyai tingkat signifikansi $0,959 > 0,05$, serta $t_{hitung} < 0,052 < t_{tabel} 1,6524$, maka dapat disimpulkan H_3 ditolak. Dengan demikian pengungkapan risiko investasi tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 5, yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko investasi pada indikator 1 dan 3 sangat rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hanya 36 perusahaan yang mengungkapkan indikator 1 dan 42 perusahaan yang mengungkapkan indikator 3 pada variabel pengungkapan risiko investasi. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Cambell et al (2014) serta Kravet (2013) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko mungkin hanya *boilerplate*, yaitu pengungkapan risiko tidak memiliki pengaruh pada persepsi investor.

Hasil analisis data pengujian hipotesis keempat (H_4) menunjukkan bahwa tingkat signifikansi $0,007 < 0,05$, serta $t_{hitung} 2,731 > t_{tabel} 1,6524$, maka dapat disimpulkan H_4 diterima. Hal tersebut berarti terdapat hubungan yang signifikan antara *investor attention* dengan *initial return*. Hasil dari perhitungan regresi berganda, koefisien variabel atensi investor bertanda positif, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor attention* abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*). Hasil penelitian ini sejalan dengan riset yang dilakukan oleh Zhao et al (2018) menemukan bahwa atensi investor yang abnormal memiliki kekuatan prediktif positif yang sangat kuat untuk *underpricing*, Pernyataan tersebut juga didukung oleh Tsukioka et al (2018) yang menyatakan bahwa *investor attention* yang tinggi secara positif mempengaruhi harga penawaran IPO dan *initial return*.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Penelitian ini dilakukan untuk memahami dampak pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan *investor attention* terhadap *initial return*. Sebanyak 210 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2011 hingga 2018 dijadikan sampel pada penelitian ini dengan menggunakan program SPSS dalam melakukan pengujian, diperoleh hasil bahwa secara parsial pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi tidak berpengaruh terhadap *initial return* sedangkan *investor attention*

berpengaruh positif terhadap *initial return*. Seluruh variabel bebas dalam penelitian ini (pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi, atensi investor, *offering size*, umur perusahaan dan besaran perusahaan) secara statistik dapat menjelaskan variasi dari variabel *initial return* dengan *statistical explanation power* sebesar 13,8%. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa informasi risiko yang diungkapkan dalam prospektus perusahaan belum maksimal sesuai dengan indikator yang telah ditetapkan pada pengukuran pengungkapan risiko internal, eksternal dan investasi perusahaan. Terdapat indikasi bahwa semakin tinggi tingkat atensi investor yang bersifat abnormal pada periode sebelum IPO maka terdapat kecenderungan para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*).

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak terdapat variabel intervening maupun moderating dalam menguji pengaruh pengungkapan risiko dan atensi investor terhadap *initial return*. Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, maka rekomendasi saran bagi penelitian selanjutnya menambah variabel independen, variabel intervening atau variabel moderating dalam penelitian *initial return*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdou, Khaled dan Mehmet F. Dicle. 2007. Do risk factors matter in the IPO valuation?". *Journal of Financial Regulation and Compliance* 15 (1): 63 – 89.
- Aaker, D. A., Jacobson, R., 1987. The role of risk in explaining differences in Profitability. *Academy of Management Journal* 30: 277-296.
- Aerts, Walter. dan Cheng, P. 2012. Self-serving causal disclosures and short-term IPO valuation– evidence from China. *Accounting and Business Research* 42 (1): 49-75.
- Aissia, Dorsaf Ben dan Narjess Skhiri Hellara. 2018. Systematic risk, the tradeoff of leverage and IPO first-day Returns. *Review of Quantitative Finance and Accounting*.
- Alon, Ilan dan B. Elango. 2018. Franchising and initial public offering: a signaling perspective. *International Journal of Retail & Distribution Management*.
- Aouadi, Amal, Mohamed Arouri dan Frederic Teulon. 2013. Investor attention and stock market activity: Evidence from France. *Economic Modelling* 35: 674–681.
- Arthurs, J. D., dan Busenitz, L. W. 2006. Dynamic capabilities and venture performance: The effects of venture capitalists. *Journal of Business Venturing* 21: 195–215.
- Aschebrock, Roderik. 2017. Ex ante and ex post uncertainty to explain underpricing that is inherent to Initial Public Offerings: Evidence from the United States for the period including the financial crisis 2003 – 2013. *Master Thesis Financial Economics*.
- Badru, Bazeet Olayemi dan Nurwati A. Ahmad-Zaluki. 2017. Explaining IPO initial returns in Malaysia: ex-ante uncertainty versus signalling. *Asian Review of Accounting*.
- Barber, B.M. dan Odean, T. 2008. All that glitters: the effect of attention on the buying behavior of individual and institutional investors. *Review of Financial Studies*. Vol. 21: 785-818.
- BBC. 2014. Penjualan Saham Alibaba Pecahkan Rekor. [cited. Available from https://www.bbc.com/indonesia/majalah/2014/09/140922_bisnis_alibaba
- Bloomberg. Prospektus Tahun 2011, 2012, 2013, 2014 dan 2015.

- Bursa Efek Indonesia. Prospektus Tahun 2016, 2017 dan 2018. [cited. Available from <https://www.idx.co.id>
- Bijl, Laurens, Glenn Kringhaug, Peter Molnsr dan Eirik Sandvik. 2016. Google searches and stock returns. *International Review of Financial Analysis* 45: 150–156.
- Bikas, Egidijus. 2013. Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedia- Social and Behavioral Sciences* 82: 870– 876.
- Campbell, J.L., Chen, H., Dhaliwal, D.S., Lu, H.-M. dan Steele, L.B. 2014. The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies* 19 (1): 396-455.
- Clarke, Jonathan, Arif Khurshed, Alok Pande dan Ajai K. Singh. 2016. Sentiment traders & IPO initial returns: The Indian evidence. *Journal of Corporate Finance*. 37: 24–37.
- Chang, Chih-Hsiang dan I-Fan Ho. 2015. IPO Price Performance and Signaling. *World Academy of Science, Engineering and Technology International Journal of Economics and Management Engineering* 9 (1).
- Da, Zhi, Joseph Engelberg dan Pengjie Gao. 2011. In search of attention. *J. Finance* 66 (5): 1461–1499.
- Da, Zhi, Joseph Engelberg dan Pengjie Gao. 2015. The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices. *The Review of Financial Studies* 28 (1): 1- 32.
- Fang, L dan Peress, J. 2009. Media Coverage and the Cross- section of Stock Return. *Journal of Finance* 64 (5): 2023- 2052.
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*: Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Goddard, John, Arben Kita dan Qingwei Wang. 2015. Investor Attention and FX Market Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*.
- Google Trends. Search Volume Index Perusahaan IPO di BEI Tahun 2011- 2018. [cited. Available from <https://trends.google.co.id>.
- Gonzalez, Deborah. 2015. *Managing Online Risk*. Butterworth-Heinemann is an imprint of Elsevier.
- Gumanti, Tatang Ary, Ayu Retsi Lestari dan Siti Sofiyah Abdul Mannan. 2017. Underpricing And Number of Risk Factors of Initial Public Offerings In Indonesia. *Business: Theory and Practice* 18: 178–185.
- Han, Liyan, Yang Xu dan Libo Yin. 2018. Does investor attention matter? The attention-return relationships in FX markets. *Economic Modelling* 68: 644–660.
- Husick, G. C., & Arrington, J. M. 1998. *The initial public offering: A practical guide for executives*. New York, NY: Bowne & Co.
- Kapoor, Sujata dan Jaya M. Prosad. 2017. Behavioural Finance: A Review. *Procedia Computer Science* 122: 50–54.
- Killins, Robert N. 2018. An investigation of the short-term performance of the Canadian IPO market. *Research in International Business and Finance*.
- Kim, Neri, Katarina Lucivjanska, Peter Molnar dan Roviell Villa. 2018. Google searches and stock market activity: Evidence from Norway. *Finance Research Letters*.
- Kravet, T. dan Muslu, V. 2013. Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies* 18 (4): 1088-1122.
- Leland, Hayne E. dan David H. Pyle. 1977. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* 32 (2): 371-387.
- Lou, D. 2009. Attracting investor attention through advertising. *Discussion Paper* 644.
- Mousa, Fariss-terry, Paul E. Bierly, III dan William J Wales. 2014. Different Strokes: IPO Risk Factors, Investor Valuation, and Firm Survival. *Journal of Management & Organization* 20: 348-364.

- Preis, Tobias, Helen Susannah Moat dan H. Eugene Stanley. 2013. Quantifying Trading Behavior in Financial Markets Using Google Trends. *Scientific Reports*.
- Rejeki, Asri. 2014. Teori Prospek Menjelaskan Pengambilan Keputusan dalam Kondisi Ketidakpastian (*uncertainty*). *Jurnal Psikosains* 9 (2).
- Ricciardi, Victor dan Helen K. Simon. 2000. What is Behavioral Finance?. *Business, Education and Technology Journal Fall*.
- Ritter, Jay R. 2003. Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal* 11: 429–437.
- Song, Shunlin, Jin Song Tan dan Yang Yi. 2014. IPO initial returns in China: Underpricing or overvaluation?. *China Journal of Accounting Research*.
- Sundarasan, Sheela Devi, Afzal Khan dan Nakiran Rajangam. 2017. Signalling Roles of Prestigious Auditors and Underwriters in an Emerging IPO Market. *Global Business Review* 19 (1): 1–16.
- Tan, Selin Du'z dan Oktay Tas. 2018. Investor attention and stock returns: Evidence from Borsa Istanbul". *Borsa Istanbul Review*.
- Tsukioka, Yasutomo, Junya Yanagi dan Teruko Takada. 2018. Investor sentiment extracted from internet stock message boards and IPO puzzles. *International Review of Economics and Finance* 56: 205–217.
- Tversky, Amos dan Daniel Kahneman. 1986. The Framing of Decisions and The Evaluation of Prospects. *Elsevier Science Publishers B.V* : 503-520.
- Vakrman, Tomas dan Ladislav Kristoufek. 2015. Underpricing, underperformance and overreaction in initial public offerings: Evidence from investor attention using online searches. *SpringerPlus*. 4: 1–11.
- Wasiuzzaman, Shaista, Fook Lye Kevin Yong, Sheela Devi D. Sundarasan dan Noor Shahaliza Othman. 2018. Impact of disclosure of risk factors on the initial returns of initial public offerings (IPOs). *Accounting Research Journal* 31 (1): 46-62.
- Xu, Zhijian, Li Wang dan Jing Long. 2017. The impact of directors' heterogeneity on IPO underpricing. *Chinese Management Studies* 11.
- Yahoo Finance. Closing Price perusahaan IPO di BEI Tahun 2011- 2018. [cited. Available from <https://finance.yahoo.com>].
- Yan, Yumeng, Xiong Xiong, J. Ginger Meng dan Gaofeng Zou. 2018. Uncertainty and IPO initial returns: Evidence from the Tone Analysis of China's IPO Prospectuses. *Pacific-Basin Finance Journal*.
- Yung, Kenneth dan Nadia Nafar. 2017. Investor attention and the expected returns of reits. *International Review of Economics and Finance* 48: 423–439.
- Zhao, Ruwei, Xiong Xiong dan Dehua Shen. 2018. Investor attention and performance of IPO firms: Evidence from online searches. *Physica A* 508: 342–348.
- Zhou, Lu (Jolly) dan Mehdi Sadeghi. 2018. The impact of innovation on IPO short-term performance – Evidence from the Chinese markets. *Pacific-Basin Finance Journal*.

Revisian Ketiga

PENGARUH PENGUNGKAPAN RISIKO DAN ATENSI INVESTOR TERHADAP INITIAL RETURN

Author: Rr Sri Handayani¹⁾

Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

rrsrihandayani@lecturer.undip.ac.id

Co-Author: Puspita Handayani²⁾

Mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Diponegoro

PuspitaH1234@gmail.com

ABSTRACT

The research objective is examining and analyzing the effect of internal risk disclosure, external risk disclosure, investment risk disclosure and investors' attention on initial return. This research is causality research and use secondary data. Population is a company that conducts IPOs on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the 2011-2018 period with 224 companies, the sampling technique used was purposive sampling and obtained a total sample of 210 companies. The results of research stated that there is no effect of internal risk disclosure, external risk disclosure and investment risk disclosure on initial returns. There is a significant positive effect of investor attention on initial returns.

Keywords: Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investors' Attention, Initial Return, Initial Public Offering

A B S T R A K

Tujuan penelitian yaitu mengkaji dan menganalisis pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan *investor attention* terhadap *initial return*. Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas. Data yang digunakan sekunder. Populasi adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 perusahaan, teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh jumlah sampel penelitian sebanyak 210 perusahaan. Hasil penelitian antara lain, yaitu tidak terdapat pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi terhadap *initial return*, terdapat pengaruh signifikan positif atensi investor terhadap *initial return*.

Keywords: Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investor Attention, Initial Return, Initial Public Offering

PENDAHULUAN

Initial return terjadi karena perbedaan antara harga saham selama periode *Initial Public Offering* (IPO) di pasar perdana dengan harga di pasar sekunder (Wasiuzzaman et al, 2018). *Initial return* yang dihasilkan dari kondisi *underpricing* sering terjadi pada saat IPO. *Underpricing* IPO terjadi jika kecenderungan harga penutupan hari pertama lebih tinggi daripada harga penerbitan saham pada saat IPO. *Underpricing* IPO adalah fenomena yang tersebar luas yang telah didokumentasikan di sejumlah negara dan

terus berlanjut dari waktu ke waktu (Cornanic & Novak, 2015). IPO adalah peristiwa penting yang menarik banyak perhatian (Boulton et al., 2010; Engelen & Van-Essen, 2010) dan *initial return* memiliki rentang waktu yang sangat singkat (Ljungqvist, 2004). Oleh karena itu penelitian tentang *initial return* pada saat IPO menjadi menarik untuk dilakukan untuk mengungkap faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Signalling theory menjelaskan kasus *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO. Welch (1989) telah mendesain model *signaling* yang menjelaskan bahwa perusahaan penerbit saham (*issuer*) akan menggunakan *underpricing* IPO sebagai signal tentang kualitas informasi yang diungkapkan kepada investor. Penetapan harga IPO mencerminkan sinyal yang dikirimkan oleh emiten yang memiliki informasi kepada investor *sophisticated* atau sebagai bentuk kompensasi bagi investor naif atas pilihan investasi yang merugikan. Sinyal menjadi hal penting dalam menganalisis *initial return* pada saat IPO terutama di negara-negara dengan pasar yang menghadapi asimetri informasi yang tinggi (Francis et al., 2010).

Asimetri informasi dapat dikurangi dengan adanya pengungkapan informasi (Alon & Elango, 2018). Pengungkapan informasi seperti pengungkapan risiko yang tidak diketahui investor akan dapat mempengaruhi persepsi investor, dengan asumsi bahwa manajer mengungkapkan risiko yang bermanfaat bagi investor (Kravet & Muslu, 2012). Pengungkapan risiko baik risiko internal, risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi diduga dapat mengurangi asimetri informasi diantara emiten dan investor serta diantara investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi.

Perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh penalaran investor dan proses emosional (Ricciardi & Simon, 2000). Pengambilan keputusan dipengaruhi oleh situasi yang kompleks sebelum mendapatkan hasil terbaik dari sejumlah alternatif yang ada. Praktiknya, manusia memiliki emosi yang dapat mempengaruhi keputusannya (Kapoor & Prosad, 2017). Selanjutnya, Ricciardi & Simon (2000) menjelaskan konsep perilaku keuangan dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu sosiologi, psikologi dan keuangan. Hal tersebut menjelaskan bahwa perilaku keuangan tidak hanya bersifat rasional tetapi juga dipengaruhi ketidakrasionalan seperti sosiologi dan psikologi. Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan atau *noise* di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013). Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori

perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan atensi investor.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tingkat pengungkapan risiko, baik risiko internal, risiko eksternal maupun risiko investasi, dan atensi investor terhadap *initial return*. Penelitian ini menggabungkan model asimetri informasi Wasiuzzaman et al. (2018) dan model keperilakuan Zhao et al. (2018). Hal ini menjadi kontribusi yang diberikan oleh penelitian ini untuk menjelaskan penetapan harga perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia. Patut diduga bahwa selain faktor pengungkapan informasi yang dilakukan oleh emiten dengan tujuan untuk mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor atau investor potensial, *initial return* juga dipengaruhi oleh faktor perilaku investor ataupun investor potensial.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 *firms-years*. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan jumlah sampel 210 perusahaan. Perusahaan yang dikeluarkan dari sampel terdiri dari 6 perusahaan yang tidak memiliki *Search Volume Index* (SVI) pada Google Trends sesuai data yang dibutuhkan (selama delapan minggu berturut- turut sebelum perusahaan IPO) dan 8 perusahaan yang termasuk *outlier*. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa prospektus perusahaan IPO yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Bloomberg* Universitas Diponegoro; *closing price* pada hari pertama di Bursa Efek yang diakses melalui *Yahoo Finance* dan *Search Volume Index* (SVI) diakses dari *Google Trends*. Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Initial return* merupakan keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena terjadi selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana lebih kecil dibandingkan dengan harga jual saham pada saat di pasar sekunder (Killins, 2019).

Variabel independen terdiri dari Pengungkapan Risiko Internal, Pengungkapan Risiko Eksternal, Pengungkapan Risiko Investasi dan Atensi Investor. Risiko internal mengacu pada risiko yang dihadapi oleh perusahaan sebagai dampak dari kondisi internal seperti manajerial, karyawan dan risiko terkait operasi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko internal menggunakan metode informasi naratif dengan *content analysis*, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko internal dibagi menjadi 19 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko internal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko internal.

Faktor risiko eksternal adalah faktor-faktor risiko yang dihasilkan dari lingkungan eksternal dan tidak berada dalam kendali perusahaan, seperti persaingan, kebijakan pemerintah dan perundang- undangan serta lingkungan ekonomi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko eksternal

menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko eksternal dibagi menjadi 12 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko eksternal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total risiko eksternal.

Risiko investasi mengacu pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham seperti non pembayaran dividen, dilusi saham dan kegagalan IPO (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko investasi dilakukan dengan *content analysis* menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko investasi dibagi menjadi 5 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko investasi dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko investasi.

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Merujuk pada Da et al. (2011) dan Kim et al. (2019) penelitian ini menggunakan kata kunci pencarian dengan nama perusahaan. Pencarian dengan nama perusahaan memiliki beberapa kelemahan, yaitu tidak semua pengguna internet yang melakukan pencarian di Google dengan nama perusahaan adalah investor. Hal tersebut diasumsikan sebagai *random noise*. Permasalahan tersebut dapat dikurangi dengan menerapkan beberapa kriteria, yaitu (1) pencarian perusahaan dengan nama lengkap. Menurut Aouadi et al. (2013) penggunaan *ticker* saham perusahaan kurang efektif untuk menampilkan informasi fundamental perusahaan dan informasi tambahan berupa kegiatan perusahaan yang dapat dijadikan referensi keputusan investor; (2) Lokasi pencarian pada penelitian ini diatur dalam Negara Indonesia; (3) Saham yang tidak beraktivitas atau belum IPO pada masa observasi yang ditentukan dan tidak memiliki nilai 0 sampai 8 minggu secara berturut-turut dalam pencarian GSV akan dikeluarkan demi mendapatkan hasil yang tidak bias (Da et al., 2011); (4) pencarian nama perusahaan dalam GSV tidak menggunakan nama legal perusahaan seperti "PT" atau "Tbk" (Kim et al., 2019).

Pengukuran variabel Atensi Investor menurut Bijl et al (2016), sebagai berikut:

$$ASVI = \frac{SVI_t - \frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i}{\sigma SVI}$$

Keterangan:

ASVI : *Abnormal Search Volume Index*.

SVI_t : SVI selama minggu IP.

$\frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i$: Rata-rata SVI selama 8 minggu sebelum IPO.

σSVI : Standar deviasi SVI 8 minggu sebelum IPO.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Informasi statistik deskriptif antara lain rata-rata (*mean*), minimum, maksimum dan standar deviasi. Hasil uji statistik deskriptif menggunakan SPSS, sebagai berikut:

Tabel 1
Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar
Initial Return	26,11	-89,73	183,48	42,323
IRD	9,79	3,00	18,00	3,096
ERD	7,18	3,00	12,00	1,832
InvRD	2,50	0,00	5,00	1,523
InvAtt	2,29	-1,09	13,93	2,349
OfferingSize	11,37	10,21	12,71	0,560
Umur	19,24	2,00	65,00	13,895
FirmSize	11,85	9,40	14,29	0,736

Tabel 2
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Internal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2011	11	16	11	13	2	9	19	18	17	11	16	17	16	8	14	11	9	8	11
2012	8	12	7	9	3	4	20	15	11	12	11	16	11	8	10	9	8	3	5
2013	10	19	6	9	4	3	27	24	15	14	12	22	16	5	15	10	16	12	11
2014	4	11	6	5	0	0	22	20	19	18	15	16	9	6	8	11	8	8	4
2015	9	11	4	4	2	3	16	15	8	8	11	15	10	5	7	4	8	9	5
2016	8	11	5	5	0	7	14	14	13	13	13	14	7	4	6	9	6	6	6
2017	14	24	12	14	9	5	36	35	29	27	26	32	24	4	19	14	20	3	9
2018	25	38	18	16	6	12	54	53	52	51	51	51	28	14	28	17	28	45	28
TOTAL	89	142	69	75	26	43	208	194	164	154	155	183	121	54	107	85	103	94	79

Tabel 3.
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Eksternal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	13	21	15	16	24	16	16	6	19	11	25	18
2012	5	19	8	10	21	5	4	4	12	8	20	15
2013	10	25	13	16	28	23	6	4	19	10	28	26
2014	5	19	9	11	22	21	0	0	12	5	20	19
2015	3	12	11	9	16	13	5	2	10	6	15	14
2016	5	14	13	10	14	14	2	2	5	2	14	15
2017	11	31	23	26	35	33	2	1	26	1	37	36
2018	14	51	33	43	54	52	3	2	29	7	51	51
TOTAL	66	192	125	141	214	177	38	21	132	50	210	194

Tabel 4
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Investasi

TAHUN	1	2	3	4	5
-------	---	---	---	---	---

2011	3	10	7	14	12
2012	4	13	4	12	8
2013	9	13	7	14	14
2014	2	13	4	17	17
2015	2	10	6	10	12
2016	3	11	2	12	12
2017	3	7	1	8	8
2018	10	45	11	49	51
TOTAL	36	122	42	136	134

Berdasarkan tabel 1 dan tabel 2 menjelaskan statistik deskriptif tentang pengungkapan internal. Dalam table tersebut ijelaskan bahwa rata-rata *initial return* sebesar 26,11, yang berarti bahwa investor memperoleh keuntungan sebesar 26,11% dibanding harga saham pada penawaran perdana. Nilai minimum *initial return* sebesar -89,73 terjadi pada PT Mahaka Radio Integra Tbk dengan kode emiten MARI yang melakukan IPO pada tanggal 16 Februari 2016. PT Dafam Property Indonesia Tbk (DFAM) merupakan emiten yang memiliki nilai *initial return tertinggi* sebesar 183,48. Saham PT Dafam Property Indonesia melonjak 83,49 basis poin atau sekitar 69,57% dari harga perdana sebesar Rp 115 menjadi Rp 195 setelah pencatatan saham persero pada tanggal 27 April 2018. Dengan deviasi standar sebesar 42,323 menunjukkan bahwa sebaran data cukup besar.

Tabel 1 dan 2 mendeskripsikan sebaran data untuk variabel pengungkapan internal. Untuk variabel pengungkapan risiko internal memiliki nilai minimum 3 terjadi pada 3 emiten yaitu PT Bank Nationalnubu Tbk (NOBU), PT Bank Mestika Dharma Tbk (BBMD) dan PT Cipaganti Citra Graha Tbk (CPGT). Ketiganya melakukan IPO pada tanggal 10 Desember 2013. Emiten yang melakukan pengungkapan risiko internal tertinggi mengungkapkan 18 item yaitu PT Global Teleshop Tbk (GLOB) yang melakukan penawaran perdana pada tanggal 28 Juni 2012. Rata-rata jumlah pengungkapan internal sebesar 9,79. Sebagiaian besar perusahaan yang melakukan penawaran perdana mengungkapkan risiko operasional; operasi dapat terganggu oleh gangguan tidak terduga yang disebabkan oleh kegagalan sistem dan kecelakaan kerja serta; keterlambatan produksi. Hanya sebagian kecil perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang ketergantungan pada pengecer dan; keterbatasan tenaga kerja terampil dan berpengalaman di industri tertentu.

Tabel 1 dan 3 menjelaskan tentang data deskriptif dari variabel Pengungkapan Risiko Eksternal. Jumlah rata-rata informasi terkait dengan risiko eksternal yang diungkapkan sebanyak 7,18. Jumlah item pengungkapan untuk risiko eksternal memiliki nilai minimum 3 yaitu PT Minna Padi Investama Tbk (PADI) memiliki tanggal IPO 9 Januari 2012 dan PT Kiosan Komersial Indonesia Tbk (KIOS) dengan tanggal penawaran perdana 27 September 2017. Nilai maksimum pengungkapan risiko eksternal sebanyak 12 item yaitu PT Prodia Widyahusada (PRDA) dan PT ABM Investama Tbk (ABMM). Jumlah perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang kebijakan pemerintah yang dapat mempengaruhi secara material pada perusahaan; perkembangan keuangan dan ekonomi yang tidak menguntungkan di Indonesia serta;

perubahan kondisi ekonomi, sosial dan politik masing-masing 214 perusahaan, 210 perusahaan, 192 perusahaan dan 194 perusahaan. Sedikit perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang penurunan tingkat kredit Indonesia dan; adanya wabah penyakit menular yang berdampak buruk pada perusahaan, masing-masing 38 perusahaan, 21 perusahaan.

Tabel 1 dan 4 menjelaskan sebaran atas hasil *content analysis* atas instrumen penelitian dari variabel independen Pengungkapan Risiko Investasi. Rata-rata jumlah pengungkapan risiko investasi sebanyak 2,5. Nilai minimum pengungkapan risiko investasi menunjukkan jumlah 0, yang berarti terdapat perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan informasi tentang risiko investasi. Jumlah perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan risiko investasi sebanyak 29 perusahaan. Nilai maksimum jumlah pengungkapan informasi risiko investasi adalah 5, yang berarti perusahaan sampel mengungkapkan seluruh item yang menjadi indikator pengukuran atas pengungkapan risiko investasi. Terdapat 15 perusahaan yang memiliki jumlah pengungkapan informasi tentang risiko investasi tertinggi yaitu PT Erajaya Swasembada Tbk (ERAA), PT TBS Energi Utama Tbk (TOBA), PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM), PT Dyandra Media International Tbk (DYAN), PT Saritoga Investama Sedaya Tbk (SRTG), PT Logindo Samudramakmur Tbk (LEAD), PT Sawit Sumbermas Sarana (SSMS), PT Eka Sari Lorena Transport Tbk (LRNA), PT Blue Bird Tbk (BIRD), PT Mitra Keluarga Karyasehat Tbk (MIKA), PT Kino Indonesia Tbk (KINO), PT Aneka Gas Industri Tbk (AGII), PT Hartadinata Abadi Tbk (HRTA), PT Medikaloka Hermina Tbk (HEAL), dan PT Jaya Bersama Indo Tbk (DUCK). Item yang paling sering diungkapkan adalah informasi tentang fluktuasi harga saham dan likuiditas perdagangan saham di bursa. Sementara item jarang diungkapkan yaitu informasi tentang perbedaan kepentingan pemegang saham pengendali dengan investor dan dilusi saham.

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memperoleh keyakinan bahwa model regresi dari penelitian ini memiliki *error term* yang terdistribusi normal, bebas multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas. Dengan terpenuhinya kondisi tersebut maka ditarik kesimpulan bahwa model regresi dengan *Ordinary Least Square* telah menjadi model yang *Best Linier Unbiased Estimatio (BLUE)*. Uji asumsi klasik dilakukan terhadap model regresi sebagai berikut:

$$IR = 301,592 + 1,320 IRD - 2,354 ERD + 0,110 InvRD + 3,208 InvAtt - 21,076 OfferingSize - 0,208 Umur - 2,995 FirmSize + e.$$

Sebagaimana terlihat dalam tabel 5, hasil uji asumsi klasik mengindikasikan bahwa model regresi memiliki *erroe term* yang terdistribusi normal, bebas dari multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas setelah membuang 8 *outlier*.

Tabel 5.
Hasil Uji Statistik

Variabel	Ordinary Least Square			Multikolinieritas		Heterokedastisitas	
	B	Nilai t	Sig.	VIF	Tolerance	Nilai t	Sig.
Konstanta	301,592	5,069	0,000				

IRD	1,320	1,247	0,214	1,453	0,688	0,068	0,946
ERD	-2,354	-1,301	0,195	1,486	0,673	-1,939	0,0540
InvRD	0,110	0,052	0,959	1,417	0,706	1,344	0,181
InvAtt	3,208	2,731	0,007	1,030	0,970	-0,912	0,363
OfferingSize	-21,076	-3,567	0,000	1,481	0,675	-1,777	0,077
Umur	-0,208	-1,031	0,304	1,066	0,939	0,953	0342
FirmSize	-2,995	-0,682	0,496	1,411	0,709	0,675	0,501
Kolmogorov-Smirnov Z							1,228
Asymp. Sig.							0,098
Nilai F							5,776
Sig. Nilai F							0,000
Adj R ²							0,138

Goodness of Fit Model Test

Goodness of Fit Test dari satu model regresi dilakukan untuk menguji kemampuan dari data untuk memprediksi serangkaian pengamatan di masa depan. *Goodness of Fit Test* dari satu model regresi dapat dilihat dari signifikansi nilai F Test dan nilai Adjusted R². Berdasar hasil uji regresi dengan nilai F sebesar 5,776 dengan tingkat signifikansi 0,000 menunjukkan bahwa variabel indepen dalam penelitian yang terdiri dari pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor ini dapat menjelaskan dan memprediksi variasi dari variabel *initial return*. Nilai Adjusted R² sebesar 0,138 dapat diinterpretasikan bahwa besarnya kemampuan variabel pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor dalam menjelaskan dan memprediksi variasi *initial return* sebesar 13,8%.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa pengungkapan risiko baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi dalam prospektus dari perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Dalam kerangka kerja Teori Sinyal dijelaskan jika pengungkapan risiko tidak berpengaruh terhadap *initial return*, maka dapat disimpulkan bahwa hubungan Pengungkapan Risiko dengan pembentukan harga pada saat *initial public offering* bersifat *boilerplate* (Wasiuzzaman et al., 2018; Campbell et al., 2014; Kravet & Muslu, 2012). Manajer memiliki lebih banyak informasi tentang perusahaan daripada investornya, tetapi manajer cenderung memiliki kepentingan pribadi yang menyebabkan terjadinya bias. Manajer memiliki kecenderungan untuk mengungkapkan informasi yang menguntungkan dan menghindari pengungkapan informasi yang tidak menguntungkan. Namun, karena pengungkapan risiko adalah wajib dan tujuannya adalah untuk menyampaikan informasi terkait dengan risiko yang tidak menguntungkan yang dihadapi oleh perusahaan, manajer kemudian akan cenderung untuk memberikan pengungkapan risiko yang tidak jelas dan tidak berarti yang dapat digunakan untuk membuat katalog semua kemungkinan risiko dan ketidakpastian tetapi hampir tidak memberikan informasi kepada investor. Pengungkapan risiko yang terlalu kabur dan generik sehingga tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor dan tidak

mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga tidak berdampak signifikan terhadap imbal hasil awal IPO.

Kravet & Muslu (2012) juga berpendapat bahwa pengungkapan risiko dapat mengungkapkan faktor risiko yang tidak diketahui dan kontinjensi yang akan mempengaruhi persepsi risiko investor. Dengan asumsi manajer mengungkapkan risiko yang berarti, pengungkapan tidak akan informatif bagi investor jika risiko yang diungkapkan sudah diketahui oleh pasar sehingga menghasilkan informasi yang sangat sedikit atau tidak berpengaruh pada keyakinan *ex ante* investor tentang risiko perusahaan (Campbell et al., 2014).

Pengungkapan risiko menginformasikan kepada investor risiko yang dihadapi perusahaan emiten dan cara yang diambil oleh perusahaan dalam memitigasi risiko yang dihadapinya. Pengungkapan ini akan mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor dan antara investor yang terinformasi dan tidak terinformasi. Sayangnya, dalam keadaan tertentu, investor cenderung bereaksi negatif terhadap pengungkapan informasi yang mengandung muatan negatif. Informasi jenis ini akan dibaca sebagai sinyal negatif dan dianggap sebagai *bad news*. Oleh karena itu emiten cenderung mengabaikan informasi ini dan tidak mengungkapkan informasi ini atau pentingnya hasil negatif atau mengaitkan kegagalan yang dihadapinya dengan faktor eksternal seperti iklim bisnis secara umum, inflasi, harga pasar, dan kebijakan pemerintah. Manajer dapat menggunakan perangkat penjelas defensif seperti alasan, pembenaran dan penolakan kausalitas untuk "untuk meminimalkan kegagalan nyata dari hasil kinerja yang dirasakan secara negatif (Aerts & Cheng, 2011 hal 51).

Pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan bagaimanapun tergantung pada apa yang mereka anggap mencerminkan dan bagaimana mereka sesuai dengan harapan dan keyakinan investor (Scott & Lyman, 1968). Jika pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan dianggap mencerminkan kurangnya kontrol manajerial, maka investor harus mengharapkan pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko yang diambil. Namun, jika pengungkapan dimaksudkan untuk memproyeksikan citra pengendalian, yang menunjukkan bahwa manajemen mampu merasionalisasi perkembangan negatif jangka pendek ini dan memperbaikinya di masa depan, ini "menandakan kompetensi, kemampuan untuk merencanakan dan memberlakukan perubahan di muka. peristiwa negatif, dan dengan demikian kelangsungan hidup masa depan" (Aerts dan Cheng, 2012, hal. 54).

Teori signal menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan risiko dapat dirasakan baik secara positif atau negatif oleh investor tergantung pada keadaan dan ini akan akhirnya mempengaruhi pengembalian awal IPO. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada (Song et al., 2014; Chang & Ho, 2015; Abdou & Dicle, 2007, Gumanti et al., 2017).

Teori *signaling* menjelaskan bahwa jika investor memperoleh informasi dalam jumlah informasi dan waktu perolehan yang sama maka tidak akan memunculkan asimetri informasi. Jika tidak terjadi asimetri informasi maka tidak akan terjadi *misprice*. Wasiuzzaman et al (2018) bahwa manajer hampir tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor serta tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga pengungkapan risiko internal tidak memiliki dampak signifikan pada *initial return*. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada.

Pengungkapan risiko internal pada prospektus tidak direaksi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko internal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 2 yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko internal pada indikator 1, 3, 4, 5, 6, 14, 15, 16, 17, 18 dan 19 rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa dari 19 indikator yang ditetapkan untuk mengukur variabel pengungkapan risiko internal, hanya 8 indikator yang sering diungkapkan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh

Demikian juga Pengungkapan risiko eksternal tidak memberikan informasi tambahan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko eksternal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, pengungkapan risiko eksternal pada indikator 1, 7, 8 dan 10 menunjukkan jumlah yang rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hasil penelitian ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al (2018) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko eksternal yang akan dihadapi perusahaan ditemukan tidak signifikan dalam mempengaruhi *initial return* IPO, hal tersebut dikarenakan ketidakmampuan investor untuk menganalisis risiko eksternal karena pengungkapan dianggap "*boilerplate*" hampir tidak memberikan informasi kepada investor pada Bursa Malaysia.

Selanjutnya, pengungkapan risiko investasi tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko investasi pada indikator 1 dan 3 sangat rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hanya 36 perusahaan yang mengungkapkan indikator 1 dan 42 perusahaan yang mengungkapkan indikator 3 pada variabel pengungkapan risiko investasi.

Temuan lain dari penelitian ini adalah *investor attention* berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil dari perhitungan regresi berganda, koefisien variabel atensi investor bertanda positif, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor*

attention abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*). *Investor attention* adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Tversky & Kahneman, 1986; Tsukioka et al., 2018; Tan & Tas, 2019; Ritter, 2003; Preis et al., 2013; Lou, 2014; Kim et al., 2019; Goddard et al., 2015; Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013; Da et al., 2015). Barber & Odean (2008) menunjukkan bahwa *attention* mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam membeli saham, hal tersebut terjadi karena investor yang menghadapi banyak saham akan mengalami kesulitan dalam memutuskan saham yang akan dibeli, sehingga investor lebih cenderung membeli saham yang menarik perhatian mereka.

Teori perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh sosiologi, psikologi dan keuangan (Ricciardi & Simon, 2000). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas et al, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan *investor attention*.

Yung & Nafar (2017) menyatakan bahwa peningkatan *attention* mengarah pada peningkatan pembelian. *Investor attention* yang abnormal memiliki kekuatan prediktif positif yang sangat kuat untuk *Underpricing*, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor attention* abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka akan terjadi *initial return* (Zhao et al., 2018). Semakin tinggi *investor attention* terdapat kecenderungan akan semakin meningkatkan *initial return* (Han et al., 2018; Lou, 2014; Varkman & Kristoufek, 2015; Tsukioka et al., 2018; Da et al., 2011; Goddard et al., 2015; Clarke et al., 2016) Tsukioka et al (2018).

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris pengaruh pengungkapan risiko dan *investor attention* terhadap *initial return* dari perusahaan yang melakukan IPO pada tahun pengamatan 2011- 2018. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengungkapan risiko, baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal maupun pengungkapan risiko investasi tidak mampu menjadi sinyal yang direspon oleh investor dalam pembentukan harga saham di pasar perdana. Pengungkapan risiko menjadi "*boilerplate*". Manajer perusahaan emiten memiliki kecenderungan untuk memilah dan memilih informasi yang dianggap menguntungkan kepentingannya, sehingga informasi yang diungkapkan cenderung bias. Selain itu, hasil penelitian ini menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat *investor attention* yang bersifat abnormal pada periode sebelum IPO maka terdapat

kecenderungan para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*).

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak terdapat variabel intervening maupun moderating dalam menguji pengaruh pengungkapan risiko dan atensi investor terhadap *initial return*. Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, maka rekomendasi saran bagi penelitian selanjutnya menambah variabel independen, variabel intervening atau variabel moderating dalam penelitian *initial return*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdou, K., & Dicle, M. F. (2007). Do Risk Factors Matter in the IPO Valuation? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15(1), 63–89.
- Aerts, W., & Cheng, P. (2011). Self-Serving Causal Disclosures and Short-Term IPO Valuation-Evidence from China. *Accounting and Business Research*, 42(1), 49–75.
- Alon, I., & Elango, B. (2018). Franchising and Initial Public Offering: a Signaling Perspective. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 46(11/12), 1993–2008.
- Aouadi, A., Mohamed, A., & Teulon, F. (2013). Investor Attention and Stock Market Activity: Evidence From France. *Economic Modelling*, 35, 674–681.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785–818.
- Bijl, L., Kringhaug, G., Molnar, P., & Sandvik, E. (2016). Google Searches and Stock Returns. *International Review of Financial Analysis*, 45(C), 150–156.
- Bikas, E., & Jureviciene, D. (2013). Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedi- Social and Behavioral Science*, 82, 870–876.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. (2010). IPO Underpricing and International Corporate Governance. *Journal of International Business Studies*, 41, 206–222.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings. *Review of Accounting Studies*, 19, 396–455.
- Chang, C.-H., & Ho, I.-F. (2015). IPO Price Performance and Signalling. *International Journal of Social, Education, Economics and Management Engineering*, 9(1), 188–191.
- Clarke, J., Khurshed, A., Pande, A., & Singh, A. (2016). Sentiment Traders & IPO Initial Returns: The Indian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 37, 24–37.
- Cornanic, A., & Novak, J. (2015). Signaling by Underpricing the Initial Public Offerings of Primary Listings in an Emerging Market. *Czech Journal of Economics and Finance*, 65(4), 307–335.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In Search of Attention. *The Journal of Finance*, 66(5), 1461–1499.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2015). The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices. *The Review of Financial Studies*, 28(1), 1–32.
- Engelen, P.-J., & Van-Essen, M. (2010). Underpricing of IPOs: Firm-, Issue- and Country- Specific Characteristics. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1958–1969.
- Francis, B. B., Hasan, I., Lothian, J. R., & Sun, X. (2010). The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1), 81–106.
- Goddard, J., Kita, A., & Wang, Q. (2015). Investor Attention and FX Market Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38(C), 79–96.
- Gumanti, T. A., Lestari, A. R., & Manan, S. S. A. (2017). Underpricing and Number of

- Risks Factors of Initial Public Offerings in Indonesia. *Verslas: Teorija Ir Praktika/ Business: Theory and Practice*, 18, 178–185.
- Han, L., Xu, Y., & Yin, L. (2018). Does Incestor Attention Matter? The Attention-return Relationships in FX Markets. *Economic Modelling*, 68(C), 644–660.
- Kapoor, S., & Prosad, J. M. (2017). Behavioral Finance: A Review. *Procedia Computer Science*, 122, 50–54.
- Killins, R. N. (2019). An Investigation of the Short-term Performance of the Canadian IPO Market. *Research in International Business and Finance*, 47(C), 102–113.
- Kim, N., Lucivjanska, K., Molnar, P., & Villa, R. (2019). Google Searches and Stock Market Activity: Evidence from Norway. *Finance Research Letters*, 28(C), 208–220.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2012). Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088–1122.
- Ljungqvist, A. (2004). *IPO Underpricing*. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. www.ssrn.com
- Lou, D. (2014). Attracting Investor Attention through Advertising. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1797–1829.
- Preis, T., Moat, H. S., & Stanley, H. E. (2013). Quantifying Trading Behavior in Financial Markets using Google Trends. *Scientific Report*, 3, 1–6.
- Ricciardi, V., & Simon, H. (2000). What is Behavioral Finance? *Business, Education and Technology*, Fall, 1–9.
- Ritter, J. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429–437.
- Scott, M. B., & Lyman, S. M. (1968). Account. *American Sociological Review*, 33(1), 46–62.
- Song, S., Tan, J., & Yi, Y. (2014). IPO Initial Returns in China: Underpricing or Overvaluation? *China Journal of Accounting Research*, 7, 31–49.
- Tan, S. D., & Tas, O. (2019). Investor Attention and Stock Returns: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 106–116.
- Tsukioka, Y., Yanagi, J., & Takada, T. (2018). Investor Sentiment Extracted from Internet Stock Message Boards and IPO Puzzles. *International Review of Economics & Finance*, 56(C), 205–217.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). The Framing of Decisions and the Evaluation of Prospects. *Studies in Logic and the Foundations of Mathematics*, 114, 503–520.
- Varkman, T., & Kristoufek, L. (2015). Underpricing, Underperformance and Overreaction in Initial Public Offerings: Evidence from Investor Attention using Online Searches. *SpringerPlus*, 4(84), 1–11.
- Wasiuzzaman, S., Yong, F. L. K., Sundarasan, S. D. D., & Othman, N. S. (2018). Impact of Disclosure of Risk Factors on the Initial Returns of Initial Public Offerings (IPOs). *Accounting Research Journal*, 31(1), 46–62.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Yung, K., & Nafar, N. (2017). Investor Attention and the Expected Returns of REITs. *International Review of Economics & Finance*, 48(C), 423–439.
- Zhao, R., Xiong, X., & Shen, D. (2018). Investor Attention and Performance of IPO Forms: Evidence from Online Searches. *Physica A: A Statistical Mechanics and Its Applications*, 508(C), 342–348.

Catatan Reviewer Keempat

1. Abstrak: Panjang abstrak 75 – 100 kata mohon sesuaikan kembali
2. Pendahuluan:
 - a. Gunakan rujukan yg jelas teori apa yg dimaksud tahun berapa? Penulisnya siapa? Gunakan metode citasi yg baik
 - b. Tidak perlu menjelaskan variable dan hipotesis karena gaya selingkung kami menggunakan IMRaD jika ingin memaparkan hipotesis narasikan secara eksplisit tanpa adanya kutipan H1, H2, H3 dst seperti ini. Cek kembali artikel kuantitatif terkini yang dipublikasikan di jurnal kami
3. Statistik Deskriptif:
 - a. Harusnya pada bagian ini dideskripsikan dg jelas nilai IRD minimal pada perusahaan apa, tahun berapa dan apakah sepanjang tahun observasi bernilai begitu? Begitupun untuk semua variabel lainnya
 - b. Tabel: Untuk data yg diolah sendiri oleh peneliti tidak perlu menyebutkan sumber
4. Uji Asumsi Klasik: Untuk penjelasan ini cukup sajikan dalam dokumen terpisah dan upload dalam supplementary file. Tidak perlu untuk masuk dalam naskah utama
5. Pembahasan: Perhatikan Kembali artikel terbaru terbitan jurnal kami. Kami menggunakan gaya selingkung IMRAD shg tidak ada pernyataan hipotesis sama sekali. Langsung buat sub bab pengaruh antar variable lalu jelaskan secara terperinci makna dari hasil tersebut, kemukakan teori yg mendasai dan penelitian yg terdahulu yg relevan lalu lakukan analisis dan sintesis secara mendalam
6. Abstrak: Panjang abstrak 75 – 100 kata mohon sesuaikan kembali
7. Pendahuluan:
 - a. Gunakan rujukan yg jelas teori apa yg dimaksud tahun berapa? Penulisnya siapa? Gunakan metode citasi yg baik
 - b. Tidak perlu menjelaskan variable dan hipotesis karena gaya selingkung kami menggunakan IMRaD jika ingin memaparkan hipotesis narasikan secara eksplisit tanpa adanya kutipan H1, H2, H3 dst seperti ini. Cek kembali artikel kuantitatif terkini yang dipublikasikan di jurnal kami
8. Statistik Deskriptif:
 - a. Harusnya pada bagian ini dideskripsikan dg jelas nilai IRD minimal pada perusahaan apa, tahun berapa dan apakah sepanjang tahun observasi bernilai begitu? Begitupun untuk semua variabel lainnya
 - b. Tabel: Untuk data yg diolah sendiri oleh peneliti tidak perlu menyebutkan sumber
9. Uji Asumsi Klasik: Untuk penjelasan ini cukup sajikan dalam dokumen terpisah dan upload dalam supplementary file. Tidak perlu untuk masuk dalam naskah utama
10. Pembahasan: Perhatikan Kembali artikel terbaru terbitan jurnal kami. Kami menggunakan gaya selingkung IMRAD shg tidak ada pernyataan hipotesis sama sekali. Langsung buat sub bab pengaruh antar variable lalu jelaskan secara terperinci makna dari hasil tersebut, kemukakan teori yg mendasai dan penelitian yg terdahulu yg relevan lalu lakukan analisis dan sintesis secara mendalam

PENGARUH PENGUNGKAPAN RISIKO DAN ATENSI INVESTOR TERHADAP INITIAL RETURN [ea31]

Author: Rr Sri Handayani¹⁾

Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

rrsrihandayani@lecturer.undip.ac.id

Co-Author: Puspita Handayani²⁾

Mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Diponegoro

PuspitaH1234@gmail.com

ABSTRACT

The research objective is examining and analyzing the effect of internal risk disclosure, external risk disclosure, investment risk disclosure and investors' attention on initial return. This research is causality research and use secondary data. Population is a company that conducts IPOs on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the 2011-2018 period with 224 companies, the sampling technique used was purposive sampling and obtained a total sample of 210 companies. The results of research stated that there is no effect of internal risk disclosure, external risk disclosure and investment risk disclosure on initial returns. There is a significant positive effect of investor attention on initial returns.

Keywords: *Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investors' Attention, Initial Return, Initial Public Offering*

A B S T R A K

Tujuan penelitian yaitu mengkaji dan menganalisis pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan *investor attention* terhadap *initial return*. Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas. Data yang digunakan sekunder. Populasi adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 perusahaan, teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh jumlah sampel penelitian sebanyak 210 perusahaan. Hasil penelitian antara lain, yaitu tidak terdapat pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi terhadap *initial return*, terdapat pengaruh signifikan positif atensi investor terhadap *initial return*.

Keywords: *Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investor Attention, Initial Return, Initial Public Offering*

PENDAHULUAN

Initial return terjadi karena perbedaan antara harga saham selama periode *Initial Public Offering* (IPO) di pasar perdana dengan harga di pasar sekunder (Wasiuzzaman et al, 2018). *Initial return* yang dihasilkan dari kondisi *underpricing* sering terjadi pada saat IPO. *Underpricing* IPO terjadi jika kecenderungan harga penutupan hari pertama lebih tinggi daripada harga penerbitan saham pada saat IPO. *Underpricing* IPO adalah fenomena yang tersebar luas yang telah didokumentasikan di sejumlah negara dan terus berlanjut dari waktu ke waktu (Cornanic & Novak, 2015). IPO adalah peristiwa penting yang menarik banyak perhatian (Boulton et al., 2010; Engelen & Van-Essen,

2010) dan *initial return* memiliki rentang waktu yang sangat singkat (Ljungqvist, 2004). Oleh karena itu penelitian tentang *initial return* pada saat IPO menjadi menarik untuk dilakukan untuk mengungkap faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Signalling theory menjelaskan kasus *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO. Welch (1989) telah mendesain model *signaling* yang menjelaskan bahwa perusahaan penerbit saham (*issuer*) akan menggunakan *underpricing* IPO sebagai signal tentang kualitas informasi yang diungkapkan kepada investor. Penetapan harga IPO mencerminkan sinyal yang dikirimkan oleh emiten yang memiliki informasi kepada investor *sophisticated* atau sebagai bentuk kompensasi bagi investor naif atas pilihan investasi yang merugikan. Sinyal menjadi hal penting dalam menganalisis *initial return* pada saat IPO terutama di negara-negara dengan pasar yang menghadapi asimetri informasi yang tinggi (Francis et al., 2010).

Asimetri informasi dapat dikurangi dengan adanya pengungkapan informasi (Alon & Elango, 2018). Pengungkapan informasi seperti pengungkapan risiko yang tidak diketahui investor akan dapat mempengaruhi persepsi investor, dengan asumsi bahwa manajer mengungkapkan risiko yang bermanfaat bagi investor (Kravet & Muslu, 2012). Pengungkapan risiko baik risiko internal, risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi diduga dapat mengurangi asimetri informasi diantara emiten dan investor serta diantara investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi.

Perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh penalaran investor dan proses emosional (Ricciardi & Simon, 2000). Pengambilan keputusan dipengaruhi oleh situasi yang kompleks sebelum mendapatkan hasil terbaik dari sejumlah alternatif yang ada. Praktiknya, manusia memiliki emosi yang dapat mempengaruhi keputusannya (Kapoor & Prosad, 2017). Selanjutnya, Ricciardi & Simon (2000) menjelaskan konsep perilaku keuangan dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu sosiologi, psikologi dan keuangan. Hal tersebut menjelaskan bahwa perilaku keuangan tidak hanya bersifat rasional tetapi juga dipengaruhi ketidakrasionalan seperti sosiologi dan psikologi. Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan atau *noise* di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013).

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak

hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan atensi investor.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tingkat pengungkapan risiko, baik risiko internal, risiko eksternal maupun risiko investasi, dan atensi investor terhadap *initial return*. Penelitian ini menggabungkan model asimetri informasi Wasiuzzaman et al. (2018) dan model keperilakuan Zhao et al. (2018). Hal ini menjadi kontribusi yang diberikan oleh penelitian ini untuk menjelaskan penetapan harga perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia. Patut diduga bahwa selain faktor pengungkapan informasi yang dilakukan oleh emiten dengan tujuan untuk mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor atau investor potensial, *initial return* juga dipengaruhi oleh factor perilaku investor ataupun investor potensial.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 *firms-years*. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan jumlah sampel 210 perusahaan. Perusahaan yang dikeluarkan dari sampel terdiri dari 6 perusahaan yang tidak memiliki *Search Volume Index* (SVI) pada Google Trends sesuai data yang dibutuhkan (selama delapan minggu berturut- turut sebelum perusahaan IPO) dan 8 perusahaan yang termasuk *outlier*. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa prospektus perusahaan IPO yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Bloomberg* Universitas Diponegoro; *closing price* pada hari pertama di Bursa Efek yang diakses melalui *Yahoo Finance* dan *Search Volume Index* (SVI) diakses dari *Google Trends*. Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Initial return* merupakan keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena terjadi selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana lebih kecil dibandingkan dengan harga jual saham pada saat di pasar sekunder (Killins, 2019).

Variabel independen terdiri dari Pengungkapan Risiko Internal, Pengungkapan Risiko Eksternal, Pengungkapan Risiko Investasi dan Atensi Investor. Risiko internal mengacu pada risiko yang dihadapi oleh perusahaan sebagai dampak dari kondisi internal seperti manajerial, karyawan dan risiko terkait operasi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko internal menggunakan metode informasi naratif dengan *content analysis*, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko internal dibagi menjadi 19 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko internal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko internal.

Faktor risiko eksternal adalah faktor-faktor risiko yang dihasilkan dari lingkungan eksternal dan tidak berada dalam kendali perusahaan, seperti persaingan, kebijakan pemerintah dan perundang- undangan serta lingkungan ekonomi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko eksternal menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan

dianalisis. Pengungkapan risiko eksternal dibagi menjadi 12 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko eksternal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total risiko eksternal.

Risiko investasi mengacu pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham seperti non pembayaran dividen, dilusi saham dan kegagalan IPO (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko investasi dilakukan dengan *content analysis* menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko investasi dibagi menjadi 5 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko investasi dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko investasi.

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Merujuk pada Da et al. (2011) dan Kim et al. (2019) penelitian ini menggunakan kata kunci pencarian dengan nama perusahaan. Pencarian dengan nama perusahaan memiliki beberapa kelemahan, yaitu tidak semua pengguna internet yang melakukan pencarian di Google dengan nama perusahaan adalah investor. Hal tersebut diasumsikan sebagai *random noise*. Permasalahan tersebut dapat dikurangi dengan menerapkan beberapa kriteria, yaitu (1) pencarian perusahaan dengan nama lengkap. Menurut Aouadi et al. (2013) penggunaan *ticker* saham perusahaan kurang efektif untuk menampilkan informasi fundamental perusahaan dan informasi tambahan berupa kegiatan perusahaan yang dapat dijadikan referensi keputusan investor; (2) Lokasi pencarian pada penelitian ini diatur dalam Negara Indonesia; (3) Saham yang tidak beraktivitas atau belum IPO pada masa observasi yang ditentukan dan tidak memiliki nilai 0 sampai 8 minggu secara berturut-turut dalam pencarian GSV akan dikeluarkan demi mendapatkan hasil yang tidak bias (Da et al., 2011); (4) pencarian nama perusahaan dalam GSV tidak menggunakan nama legal perusahaan seperti "PT" atau "Tbk" (Kim et al., 2019). [ea32]

Pengukuran variabel Atensi Investor menurut Bijl et al (2016), sebagai berikut:

$$ASVI = \frac{SVI_t - \frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i}{\sigma_{SVI}}$$

Keterangan:

ASVI : *Abnormal Search Volume Index*.

SVI_t : SVI selama minggu IP.

$\frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i$: Rata-rata SVI selama 8 minggu sebelum IPO.

σ_{SVI} : Standar deviasi SVI 8 minggu sebelum IPO.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Informasi statistik deskriptif antara lain rata-rata (*mean*), minimum, maksimum dan standar deviasi. Hasil uji statistik deskriptif menggunakan SPSS, sebagai berikut:

Tabel 1

Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar
Initial Return	26,11	-89,73	183,48	42,323
IRD	9,79	3,00	18,00	3,096
ERD	7,18	3,00	12,00	1,832
InvRD	2,50	0,00	5,00	1,523
InvAtt	2,29	-1,09	13,93	2,349
OfferingSize	11,37	10,21	12,71	0,560
Umur	19,24	2,00	65,00	13,895
FirmSize	11,85	9,40	14,29	0,736

Tabel 2
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Internal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2011	11	16	11	13	2	9	19	18	17	11	16	17	16	8	14	11	9	8	11
2012	8	12	7	9	3	4	20	15	11	12	11	16	11	8	10	9	8	3	5
2013	10	19	6	9	4	3	27	24	15	14	12	22	16	5	15	10	16	12	11
2014	4	11	6	5	0	0	22	20	19	18	15	16	9	6	8	11	8	8	4
2015	9	11	4	4	2	3	16	15	8	8	11	15	10	5	7	4	8	9	5
2016	8	11	5	5	0	7	14	14	13	13	13	14	7	4	6	9	6	6	6
2017	14	24	12	14	9	5	36	35	29	27	26	32	24	4	19	14	20	3	9
2018	25	38	18	16	6	12	54	53	52	51	51	51	28	14	28	17	28	45	28
TOTAL	89	142	69	75	26	43	208	194	164	154	155	183	121	54	107	85	103	94	79

Tabel 3.
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Eksternal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	13	21	15	16	24	16	16	6	19	11	25	18
2012	5	19	8	10	21	5	4	4	12	8	20	15
2013	10	25	13	16	28	23	6	4	19	10	28	26
2014	5	19	9	11	22	21	0	0	12	5	20	19
2015	3	12	11	9	16	13	5	2	10	6	15	14
2016	5	14	13	10	14	14	2	2	5	2	14	15
2017	11	31	23	26	35	33	2	1	26	1	37	36
2018	14	51	33	43	54	52	3	2	29	7	51	51
TOTAL	66	192	125	141	214	177	38	21	132	50	210	194

Tabel 4
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Investasi

TAHUN	1	2	3	4	5
2011	3	10	7	14	12

2012	4	13	4	12	8
2013	9	13	7	14	14
2014	2	13	4	17	17
2015	2	10	6	10	12
2016	3	11	2	12	12
2017	3	7	1	8	8
2018	10	45	11	49	51
TOTAL	36	122	42	136	134

Berdasarkan tabel 1 dan tabel 2 menjelaskan statistik deskriptif tentang pengungkapan internal. Dalam table tersebut ijelaskan bahwa rata-rata *initial return* sebesar 26,11, yang berarti bahwa investor memperoleh keuntungan sebesar 26,11% dibanding harga saham pada penawaran perdana. Nilai minimum *initial return* sebesar -89,73 terjadi pada PT Mahaka Radio Integra Tbk dengan kode emiten MARI yang melakukan IPO pada tanggal 16 Februari 2016. PT Dafam Property Indonesia Tbk (DFAM) merupakan emiten yang memiliki nilai *initial return tertinggi* sebesar 183,48. Saham PT Dafam Property Indonesia melonjak 83,49 basis poin atau sekitar 69,57% dari harga perdana sebesar Rp 115 menjadi Rp 195 setelah pencatatan saham persero pada tanggal 27 April 2018. Dengan deviasi standar sebesar 42,323 menunjukkan bahwa sebaran data cukup besar.

Tabel 1 dan 2 mendeskripsikan sebaran data untuk variabel pengungkapan internal. Untuk variabel pengungkapan risiko internal memiliki nilai minimum 3 terjadi pada 3 emiten yaitu PT Bank Nationalnobu Tbk (NOBU), PT Bank Mestika Dharma Tbk (BBMD) dan PT Cipaganti Citra Graha Tbk (CPGT). Ketiganya melakukan IPO pada tanggal 10 Desember 2013. Emiten yang melakukan pengungkapan risiko internal tertinggi mengungkapkan 18 item yaitu PT Global Teleshop Tbk (GLOB) yang melakukan penawaran perdana pada tanggal 28 Juni 2012. Rata-rata jumlah pengungkapan internal sebesar 9,79. Sebagian besar perusahaan yang melakukan penawaran perdana mengungkapkan risiko operasional; operasi dapat terganggu oleh gangguan tidak terduga yang disebabkan oleh kegagalan sistem dan kecelakaan kerja serta; keterlambatan produksi. Hanya sebagian kecil perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang ketergantungan pada pengecer dan; keterbatasan tenaga kerja terampil dan berpengalaman di industri tertentu.

Tabel 1 dan 3 menjelaskan tentang data deskriptif dari variabel Pengungkapan Risiko Eksternal. Jumlah rata-rata informasi terkait dengan risiko eksternal yang diungkapkan sebanyak 7,18. Jumlah item pengungkapan untuk risiko eksternal memiliki nilai minimum 3 yaitu PT Minna Padi Investama Tbk (PADI) memiliki tanggal IPO 9 Januari 2012 dan PT Kiosan Komersial Indonesia Tbk (KIOS) dengan tanggal penawaran perdana 27 September 2017. Nilai maksimum pengungkapan risiko eksternal sebanyak 12 item yaitu PT Prodia Widyahusada (PRDA) dan PT ABM Investama Tbk (ABMM). Jumlah perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang kebijakan pemerintah yang dapat mempengaruhi secara material pada perusahaan; perkembangan keuangan dan ekonomi yang tidak menguntungkan di Indonesia serta; perubahan kondisi ekonomi, sosial dan politik masing-masing 214 perusahaan, 210

perusahaan, 192 perusahaan dan 194 perusahaan. Sedikit perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang penurunan tingkat kredit Indonesia dan; adanya wabah penyakit menular yang berdampak buruk pada perusahaan, masing-masing 38 perusahaan, 21 perusahaan.

Tabel 1 dan 4 menjelaskan sebaran atas hasil *content analysis* atas instrumen penelitian dari variabel independen Pengungkapan Risiko Investasi. Rata-rata jumlah pengungkapan risiko investasi sebanyak 2,5. Nilai minimum pengungkapan risiko investasi menunjukkan jumlah 0, yang berarti terdapat perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan informasi tentang risiko investasi. Jumlah perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan risiko investasi sebanyak 29 perusahaan. Nilai maksimum jumlah pengungkapan informasi risiko investasi adalah 5, yang berarti perusahaan sampel mengungkapkan seluruh item yang menjadi indikator pengukuran atas pengungkapan risiko investasi. Terdapat 15 perusahaan yang memiliki jumlah pengungkapan informasi tentang risiko investasi tertinggi yaitu PT Erajaya Swasembada Tbk (ERAA), PT TBS Energi Utama Tbk (TOBA), PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM), PT Dyandra Media International Tbk (DYAN), PT Saritoga Investama Sedaya Tbk (SRTG), PT Logindo Samudramakmur Tbk (LEAD), PT Sawit Sumbermas Sarana (SSMS), PT Eka Sari Lorena Transport Tbk (LRNA), PT Blue Bird Tbk (BIRD), PT Mitra Keluarga Karyasehat Tbk (MIKA), PT Kino Indonesia Tbk (KINO), PT Aneka Gas Industri Tbk (AGII), PT Hartadinata Abadi Tbk (HRTA), PT Medikaloka Hermina Tbk (HEAL), dan PT Jaya Bersama Indo Tbk (DUCK). Item yang paling sering diungkapkan adalah informasi tentang fluktuasi harga saham dan likuiditas perdagangan saham di bursa. Sementara item jarang diungkapkan yaitu informasi tentang perbedaan kepentingan pemegang saham pengendali dengan investor dan dilusi saham.

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memperoleh keyakinan bahwa model regresi dari penelitian ini memiliki *error term* yang terdistribusi normal, bebas multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas. Dengan terpenuhinya kondisi tersebut maka ditarik kesimpulan bahwa model regresi dengan *Ordinary Least Square* telah menjadi model yang *Best Linier Unbiased Estimatio (BLUE)*. Uji asumsi klasik dilakukan terhadap model regresi sebagai berikut:

$$IR = 301,592 + 1,320 IRD - 2,354 ERD + 0,110 InvRD + 3,208 InvAtt - 21,076 OfferingSize - 0,208 Umur - 2,995 FirmSize + e.$$

Sebagaimana terlihat dalam tabel 5, hasil uji asumsi klasik mengindikasikan bahwa model regresi memiliki *errore term* yang terdistribusi normal, bebas dari multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas setelah membuang 8 *outlier*.

Tabel 5.
Hasil Uji Statistik

Variabel	Ordinary Least Square			Multikolinieritas		Heterokedastisitas	
	B	Nilai t	Sig.	VIF	Tolerance	Nilai t	Sig.
Konstanta	301,592	5,069	0,000				
IRD	1,320	1,247	0,214	1,453	0,688	0,068	0,946

ERD	-2,354	-1,301	0,195	1,486	0,673	-1,939	0,0540
InvRD	0,110	0,052	0,959	1,417	0,706	1,344	0,181
InvAtt	3,208	2,731	0,007	1,030	0,970	-0,912	0,363
OfferingSize	-21,076	-3,567	0,000	1,481	0,675	-1,777	0,077
Umur	-0,208	-1,031	0,304	1,066	0,939	0,953	0342
FirmSize	-2,995	-0,682	0,496	1,411	0,709	0,675	0,501
Kolmogorov-Smirnov Z							1,228
Asymp. Sig.							0,098
Nilai F							5,776
Sig. Nilai F							0,000
Adj R ²							0,138

Goodness of Fit Model Test

Goodness of Fit Test dari satu model regresi dilakukan untuk menguji kemampuan dari data untuk memprediksi serangkaian pengamatan di masa depan. *Goodness of Fit Test* dari satu model regresi dapat dilihat dari signifikansi nilai F Test dan nilai Adjusted R². Berdasar hasil uji regresi dengan nilai F sebesar 5,776 dengan tingkat signifikansi 0,000 menunjukkan bahwa variabel indepen dalam penelitian yang terdiri dari pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor ini dapat menjelaskan dan memprediksi variasi dari variabel *initial return*. Nilai Adjusted R² sebesar 0,138 dapat diinterpretasikan bahwa besarnya kemampuan variabel pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor dalam menjelaskan dan memprediksi variasi *initial return* sebesar 13,8%.^[ea33]

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa pengungkapan risiko baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi dalam prospektus dari perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) tidak berpengaruh terhadap *initial return*.^[ea34] Dalam kerangka kerja Teori Sinyal dijelaskan jika pengungkapan risiko tidak berpengaruh terhadap *initial return*, maka dapat disimpulkan bahwa hubungan Pengungkapan Risiko dengan pembentukan harga pada saat *initial public offering* bersifat *boilerplate* (Wasiuzzaman et al., 2018; Campbell et al., 2014; Kravet & Muslu, 2012). Manajer memiliki lebih banyak informasi tentang perusahaan daripada investornya, tetapi manajer cenderung memiliki kepentingan pribadi yang menyebabkan terjadinya bias. Manajer memiliki kecenderungan untuk mengungkapkan informasi yang menguntungkan dan menghindari pengungkapan informasi yang tidak menguntungkan. Namun, karena pengungkapan risiko adalah wajib dan tujuannya adalah untuk menyampaikan informasi terkait dengan risiko yang tidak menguntungkan yang dihadapi oleh perusahaan, manajer kemudian akan cenderung untuk memberikan pengungkapan risiko yang tidak jelas dan tidak berarti yang dapat digunakan untuk membuat katalog semua kemungkinan risiko dan ketidakpastian tetapi hampir tidak memberikan informasi kepada investor. Pengungkapan risiko yang terlalu kabur dan generik sehingga tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor dan tidak

mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga tidak berdampak signifikan terhadap imbal hasil awal IPO.

Kravet & Muslu (2012) juga berpendapat bahwa pengungkapan risiko dapat mengungkapkan faktor risiko yang tidak diketahui dan kontinjensi yang akan mempengaruhi persepsi risiko investor. Dengan asumsi manajer mengungkapkan risiko yang berarti, pengungkapan tidak akan informatif bagi investor jika risiko yang diungkapkan sudah diketahui oleh pasar sehingga menghasilkan informasi yang sangat sedikit atau tidak berpengaruh pada keyakinan *ex ante* investor tentang risiko perusahaan (Campbell et al., 2014).

Pengungkapan risiko menginformasikan kepada investor risiko yang dihadapi perusahaan emiten dan cara yang diambil oleh perusahaan dalam memitigasi risiko yang dihadapinya. Pengungkapan ini akan mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor dan antara investor yang terinformasi dan tidak terinformasi. Sayangnya, dalam keadaan tertentu, investor cenderung bereaksi negatif terhadap pengungkapan informasi yang mengandung muatan negatif. Informasi jenis ini akan dibaca sebagai sinyal negatif dan dianggap sebagai *bad news*. Oleh karena itu emiten cenderung mengabaikan informasi ini dan tidak mengungkapkan informasi ini atau pentingnya hasil negatif atau mengaitkan kegagalan yang dihadapinya dengan faktor eksternal seperti iklim bisnis secara umum, inflasi, harga pasar, dan kebijakan pemerintah. Manajer dapat menggunakan perangkat penjelas defensif seperti alasan, pembenaran dan penolakan kausalitas untuk "untuk meminimalkan kegagalan nyata dari hasil kinerja yang dirasakan secara negatif (Aerts & Cheng, 2011 hal 51).

Pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan bagaimanapun tergantung pada apa yang mereka anggap mencerminkan dan bagaimana mereka sesuai dengan harapan dan keyakinan investor (Scott & Lyman, 1968). Jika pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan dianggap mencerminkan kurangnya kontrol manajerial, maka investor harus mengharapkan pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko yang diambil. Namun, jika pengungkapan dimaksudkan untuk memproyeksikan citra pengendalian, yang menunjukkan bahwa manajemen mampu merasionalisasi perkembangan negatif jangka pendek ini dan memperbaikinya di masa depan, ini "menandakan kompetensi, kemampuan untuk merencanakan dan memberlakukan perubahan di muka peristiwa negatif, dan dengan demikian kelangsungan hidup masa depan" (Aerts dan Cheng, 2012, hal. 54).

Teori signal menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan risiko dapat dirasakan baik secara positif atau negatif oleh investor tergantung pada keadaan dan ini akan akhirnya mempengaruhi pengembalian awal IPO. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada (Song et al., 2014; Chang & Ho, 2015; Abdou & Dicle, 2007, Gumanti et al., 2017).

Teori *signaling* menjelaskan bahwa jika investor memperoleh informasi dalam jumlah informasi dan waktu perolehan yang sama maka tidak akan memunculkan asimetri informasi. Jika tidak terjadi asimetri informasi maka tidak akan terjadi *misprice*. Wasiuzzaman et al (2018) bahwa manajer hampir tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor serta tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga pengungkapan risiko internal tidak memiliki dampak signifikan pada *initial return*. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada.

Pengungkapan risiko internal pada prospektus tidak direaksi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko internal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 2 yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko internal pada indikator 1, 3, 4, 5, 6, 14, 15, 16, 17, 18 dan 19 rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa dari 19 indikator yang ditetapkan untuk mengukur variabel pengungkapan risiko internal, hanya 8 indikator yang sering diungkapkan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh

Demikian juga Pengungkapan risiko eksternal tidak memberikan informasi tambahan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko eksternal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, pengungkapan risiko eksternal pada indikator 1, 7, 8 dan 10 menunjukkan jumlah yang rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hasil penelitian ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al (2018) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko eksternal yang akan dihadapi perusahaan ditemukan tidak signifikan dalam mempengaruhi *initial return* IPO, hal tersebut dikarenakan ketidakmampuan investor untuk menganalisis risiko eksternal karena pengungkapan dianggap "*boilerplate*" hampir tidak memberikan informasi kepada investor pada Bursa Malaysia.

Selanjutnya, pengungkapan risiko investasi tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko investasi pada indikator 1 dan 3 sangat rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hanya 36 perusahaan yang mengungkapkan indikator 1 dan 42 perusahaan yang mengungkapkan indikator 3 pada variabel pengungkapan risiko investasi.

Temuan lain dari penelitian ini adalah *investor attention* berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil dari perhitungan regresi berganda, koefisien variabel atensi investor bertanda positif, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor*

attention abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*). *Investor attention* adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Tversky & Kahneman, 1986; Tsukioka et al., 2018; Tan & Tas, 2019; Ritter, 2003; Preis et al., 2013; Lou, 2014; Kim et al., 2019; Goddard et al., 2015; Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013; Da et al., 2015). Barber & Odean (2008) menunjukkan bahwa *attention* mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam membeli saham, hal tersebut terjadi karena investor yang menghadapi banyak saham akan mengalami kesulitan dalam memutuskan saham yang akan dibeli, sehingga investor lebih cenderung membeli saham yang menarik perhatian mereka.

Teori perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh sosiologi, psikologi dan keuangan (Ricciardi & Simon, 2000). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas et al, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan *investor attention*.

Yung & Nafar (2017) menyatakan bahwa peningkatan *attention* mengarah pada peningkatan pembelian. *Investor attention* yang abnormal memiliki kekuatan prediktif positif yang sangat kuat untuk *Underpricing*, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor attention* abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka akan terjadi *initial return* (Zhao et al., 2018). Semakin tinggi *investor attention* terdapat kecenderungan akan semakin meningkatkan *initial return* (Han et al., 2018; Lou, 2014; Varkman & Kristoufek, 2015; Tsukioka et al., 2018; Da et al., 2011; Goddard et al., 2015; Clarke et al., 2016) Tsukioka et al (2018).

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris pengaruh pengungkapan risiko dan *investor attention* terhadap *initial return* dari perusahaan yang melakukan IPO pada tahun pengamatan 2011- 2018. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengungkapan risiko, baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal maupun pengungkapan risiko investasi tidak mampu menjadi sinyal yang direspon oleh investor dalam pembentukan harga saham di pasar perdana. Pengungkapan risiko menjadi "*boilerplate*". Manajer perusahaan emiten memiliki kecenderungan untuk memilah dan memilih informasi yang dianggap menguntungkan kepentingannya, sehingga informasi yang diungkapkan cenderung bias. Selain itu, hasil penelitian ini menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat *investor attention* yang bersifat abnormal pada periode sebelum IPO maka terdapat

kecenderungan para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*).

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak terdapat variabel intervening maupun moderating dalam menguji pengaruh pengungkapan risiko dan atensi investor terhadap *initial return*. Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, maka rekomendasi saran bagi penelitian selanjutnya menambah variabel independen, variabel intervening atau variabel moderating dalam penelitian *initial return*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdou, K., & Dicle, M. F. (2007). Do Risk Factors Matter in the IPO Valuation? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15(1), 63–89.
- Aerts, W., & Cheng, P. (2011). Self-Serving Causal Disclosures and Short-Term IPO Valuation-Evidence from China. *Accounting and Business Research*, 42(1), 49–75.
- Alon, I., & Elango, B. (2018). Franchising and Initial Public Offering: a Signaling Perspective. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 46(11/12), 1993–2008.
- Aouadi, A., Mohamed, A., & Teulon, F. (2013). Investor Attention and Stock Market Activity: Evidence From France. *Economic Modelling*, 35, 674–681.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785–818.
- Bijl, L., Kringhaug, G., Molnar, P., & Sandvik, E. (2016). Google Searches and Stock Returns. *International Review of Financial Analysis*, 45(C), 150–156.
- Bikas, E., & Jureviciene, D. (2013). Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedi- Social and Behavioral Science*, 82, 870–876.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. (2010). IPO Underpricing and International Corporate Governance. *Journal of International Business Studies*, 41, 206–222.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings. *Review of Accounting Studies*, 19, 396–455.
- Chang, C.-H., & Ho, I.-F. (2015). IPO Price Performance and Signalling. *International Journal of Social, Education, Economics and Management Engineering*, 9(1), 188–191.
- Clarke, J., Khurshed, A., Pande, A., & Singh, A. (2016). Sentiment Traders & IPO Initial Returns: The Indian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 37, 24–37.
- Cornanic, A., & Novak, J. (2015). Signaling by Underpricing the Initial Public Offerings of Primary Listings in an Emerging Market. *Czech Journal of Economics and Finance*, 65(4), 307–335.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In Search of Attention. *The Journal of Finance*, 66(5), 1461–1499.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2015). The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices. *The Review of Financial Studies*, 28(1), 1–32.
- Engelen, P.-J., & Van-Essen, M. (2010). Underpricing of IPOs: Firm-, Issue- and Country- Specific Characteristics. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1958–1969.
- Francis, B. B., Hasan, I., Lothian, J. R., & Sun, X. (2010). The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1), 81–106.
- Goddard, J., Kita, A., & Wang, Q. (2015). Investor Attention and FX Market Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38(C), 79–96.
- Gumanti, T. A., Lestari, A. R., & Manan, S. S. A. (2017). Underpricing and Number of

- Risks Factors of Initial Public Offerings in Indonesia. *Verslas: Teorija Ir Praktika/ Business: Theory and Practice*, 18, 178–185.
- Han, L., Xu, Y., & Yin, L. (2018). Does Incestor Attention Matter? The Attention-return Relationships in FX Markets. *Economic Modelling*, 68(C), 644–660.
- Kapoor, S., & Prosad, J. M. (2017). Behavioral Finance: A Review. *Procedia Computer Science*, 122, 50–54.
- Killins, R. N. (2019). An Investigation of the Short-term Performance of the Canadian IPO Market. *Research in International Business and Finance*, 47(C), 102–113.
- Kim, N., Lucivjanska, K., Molnar, P., & Villa, R. (2019). Google Searches and Stock Market Activity: Evidence from Norway. *Finance Research Letters*, 28(C), 208–220.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2012). Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088–1122.
- Ljungqvist, A. (2004). *IPO Underpricing*. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. www.ssrn.com
- Lou, D. (2014). Attracting Investor Attention through Advertising. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1797–1829.
- Preis, T., Moat, H. S., & Stanley, H. E. (2013). Quantifying Trading Behavior in Financial Markets using Google Trends. *Scientific Report*, 3, 1–6.
- Ricciardi, V., & Simon, H. (2000). What is Behavioral Finance? *Business, Education and Technology*, Fall, 1–9.
- Ritter, J. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429–437.
- Scott, M. B., & Lyman, S. M. (1968). Account. *American Sociological Review*, 33(1), 46–62.
- Song, S., Tan, J., & Yi, Y. (2014). IPO Initial Returns in China: Underpricing or Overvaluation? *China Journal of Accounting Research*, 7, 31–49.
- Tan, S. D., & Tas, O. (2019). Investor Attention and Stock Returns: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 106–116.
- Tsukioka, Y., Yanagi, J., & Takada, T. (2018). Investor Sentiment Extracted from Internet Stock Message Boards and IPO Puzzles. *International Review of Economics & Finance*, 56(C), 205–217.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). The Framing of Decisions and the Evaluation of Prospects. *Studies in Logic and the Foundations of Mathematics*, 114, 503–520.
- Varkman, T., & Kristoufek, L. (2015). Underpricing, Underperformance and Overreaction in Initial Public Offerings: Evidence from Investor Attention using Online Searches. *SpringerPlus*, 4(84), 1–11.
- Wasiuzzaman, S., Yong, F. L. K., Sundarasan, S. D. D., & Othman, N. S. (2018). Impact of Disclosure of Risk Factors on the Initial Returns of Initial Public Offerings (IPOs). *Accounting Research Journal*, 31(1), 46–62.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Yung, K., & Nafar, N. (2017). Investor Attention and the Expected Returns of REITs. *International Review of Economics & Finance*, 48(C), 423–439.
- Zhao, R., Xiong, X., & Shen, D. (2018). Investor Attention and Performance of IPO Forms: Evidence from Online Searches. *Physica A: A Statistical Mechanics and Its Applications*, 508(C), 342–348.

Revisi Keempat

PENGARUH PENGUNGKAPAN RISIKO DAN ATENSI INVESTOR TERHADAP INITIAL RETURN

Author: Rr Sri Handayani¹⁾

Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

rrsrihandayani@lecturer.undip.ac.id

Co-Author: Puspita Handayani²⁾

Mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Diponegoro

PuspitaH1234@gmail.com

ABSTRACT

The research objective is examining and analyzing the effect of internal risk disclosure, external risk disclosure, investment risk disclosure and investors' attention on initial return. This research is causality research and use secondary data. Population is a company that conducts IPOs on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the 2011-2018 period with 224 companies, the sampling technique used was purposive sampling and obtained a total sample of 210 companies. The results of research stated that there is no effect of internal risk disclosure, external risk disclosure and investment risk disclosure on initial returns. There is a significant positive effect of investor attention on initial returns.

Keywords: *Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investors' Attention, Initial Return, Initial Public Offering*

A B S T R A K

Tujuan penelitian yaitu mengkaji dan menganalisis pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan *investor attention* terhadap *initial return*. Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas. Data yang digunakan sekunder. Populasi adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 perusahaan, teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh jumlah sampel penelitian sebanyak 210 perusahaan. Hasil penelitian antara lain, yaitu tidak terdapat pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi terhadap *initial return*, terdapat pengaruh signifikan positif atensi investor terhadap *initial return*.

Keywords: *Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investor Attention, Initial Return, Initial Public Offering*

PENDAHULUAN

Initial return terjadi karena perbedaan antara harga saham selama periode *Initial Public Offering* (IPO) di pasar perdana dengan harga di pasar sekunder (Wasiuzzaman et al, 2018). *Initial return* yang dihasilkan dari kondisi *underpricing* sering terjadi pada saat IPO. *Underpricing* IPO terjadi jika kecenderungan harga penutupan hari pertama lebih tinggi daripada harga penerbitan saham pada saat IPO. *Underpricing* IPO adalah fenomena yang tersebar luas yang telah didokumentasikan di sejumlah negara dan terus berlanjut dari waktu ke waktu (Cornanic & Novak, 2015). IPO adalah peristiwa

penting yang menarik banyak perhatian (Boulton et al., 2010; Engelen & Van-Essen, 2010) dan *initial return* memiliki rentang waktu yang sangat singkat (Ljungqvist, 2004). Oleh karena itu penelitian tentang *initial return* pada saat IPO menjadi menarik untuk dilakukan untuk mengungkap faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Signalling theory menjelaskan kasus *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO. Welch (1989) telah mendesain model *signaling* yang menjelaskan bahwa perusahaan penerbit saham (*issuer*) akan menggunakan *underpricing* IPO sebagai signal tentang kualitas informasi yang diungkapkan kepada investor. Penetapan harga IPO mencerminkan sinyal yang dikirimkan oleh emiten yang memiliki informasi kepada investor *sophisticated* atau sebagai bentuk kompensasi bagi investor naif atas pilihan investasi yang merugikan. Sinyal menjadi hal penting dalam menganalisis *initial return* pada saat IPO terutama di negara-negara dengan pasar yang menghadapi asimetri informasi yang tinggi (Francis et al., 2010).

Asimetri informasi dapat dikurangi dengan adanya pengungkapan informasi (Alon & Elango, 2018). Pengungkapan informasi seperti pengungkapan risiko yang tidak diketahui investor akan dapat mempengaruhi persepsi investor, dengan asumsi bahwa manajer mengungkapkan risiko yang bermanfaat bagi investor (Kravet & Muslu, 2012). Pengungkapan risiko baik risiko internal, risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi diduga dapat mengurangi asimetri informasi diantara emiten dan investor serta diantara investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi.

Perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh penalaran investor dan proses emosional (Ricciardi & Simon, 2000). Pengambilan keputusan dipengaruhi oleh situasi yang kompleks sebelum mendapatkan hasil terbaik dari sejumlah alternatif yang ada. Praktiknya, manusia memiliki emosi yang dapat mempengaruhi keputusannya (Kapoor & Prosad, 2017). Selanjutnya, Ricciardi & Simon (2000) menjelaskan konsep perilaku keuangan dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu sosiologi, psikologi dan keuangan. Hal tersebut menjelaskan bahwa perilaku keuangan tidak hanya bersifat rasional tetapi juga dipengaruhi ketidakrasionalan seperti sosiologi dan psikologi. Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan atau *noise* di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013). Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara

rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan atensi investor.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tingkat pengungkapan risiko, baik risiko internal, risiko eksternal maupun risiko investasi, dan atensi investor terhadap *initial return*. Penelitian ini menggabungkan model asimetri informasi Wasiuzzaman et al. (2018) dan model keperilakuan Zhao et al. (2018). Hal ini menjadi kontribusi yang diberikan oleh penelitian ini untuk menjelaskan penetapan harga perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia. Patut diduga bahwa selain faktor pengungkapan informasi yang dilakukan oleh emiten dengan tujuan untuk mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor atau investor potensial, *initial return* juga dipengaruhi oleh factor perilaku investor ataupun investor potensial.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 *firms-years*. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan jumlah sampel 210 perusahaan. Perusahaan yang dikeluarkan dari sampel terdiri dari 6 perusahaan yang tidak memiliki *Search Volume Index* (SVI) pada Google Trends sesuai data yang dibutuhkan (selama delapan minggu berturut- turut sebelum perusahaan IPO) dan 8 perusahaan yang termasuk *outlier*. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa prospektus perusahaan IPO yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Bloomberg* Universitas Diponegoro; *closing price* pada hari pertama di Bursa Efek yang diakses melalui *Yahoo Finance* dan *Search Volume Index* (SVI) diakses dari *Google Trends*. Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Initial return* merupakan keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena terjadi selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana lebih kecil dibandingkan dengan harga jual saham pada saat di pasar sekunder (Killins, 2019).

Variabel independen terdiri dari Pengungkapan Risiko Internal, Pengungkapan Risiko Eksternal, Pengungkapan Risiko Investasi dan Atensi Investor. Risiko internal mengacu pada risiko yang dihadapi oleh perusahaan sebagai dampak dari kondisi internal seperti manajerial, karyawan dan risiko terkait operasi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko internal menggunakan metode informasi naratif dengan *content analysis*, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko internal dibagi menjadi 19 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko internal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko internal.

Faktor risiko eksternal adalah faktor-faktor risiko yang dihasilkan dari lingkungan eksternal dan tidak berada dalam kendali perusahaan, seperti persaingan, kebijakan pemerintah dan perundang- undangan serta lingkungan ekonomi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko eksternal menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan

dianalisis. Pengungkapan risiko eksternal dibagi menjadi 12 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko eksternal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total risiko eksternal.

Risiko investasi mengacu pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham seperti non pembayaran dividen, dilusi saham dan kegagalan IPO (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko investasi dilakukan dengan *content analysis* menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko investasi dibagi menjadi 5 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko investasi dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko investasi.

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Merujuk pada Da et al. (2011) dan Kim et al. (2019) penelitian ini menggunakan kata kunci pencarian dengan nama perusahaan. Pencarian dengan nama perusahaan memiliki beberapa kelemahan, yaitu tidak semua pengguna internet yang melakukan pencarian di Google dengan nama perusahaan adalah investor. Hal tersebut diasumsikan sebagai *random noise*. Permasalahan tersebut dapat dikurangi dengan menerapkan beberapa kriteria, yaitu (1) pencarian perusahaan dengan nama lengkap. Menurut Aouadi et al. (2013) penggunaan *ticker* saham perusahaan kurang efektif untuk menampilkan informasi fundamental perusahaan dan informasi tambahan berupa kegiatan perusahaan yang dapat dijadikan referensi keputusan investor; (2) Lokasi pencarian pada penelitian ini diatur dalam Negara Indonesia; (3) Saham yang tidak beraktivitas atau belum IPO pada masa observasi yang ditentukan dan tidak memiliki nilai 0 sampai 8 minggu secara berturut-turut dalam pencarian GSV akan dikeluarkan demi mendapatkan hasil yang tidak bias (Da et al., 2011); (4) pencarian nama perusahaan dalam GSV tidak menggunakan nama legal perusahaan seperti "PT" atau "Tbk" (Kim et al., 2019)^[SH36].

Pengukuran variabel Atensi Investor menurut Bijl et al (2016), sebagai berikut:

$$ASVI = \frac{SVI_t - \frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i}{\sigma_{SVI}}$$

Keterangan:

ASVI : *Abnormal Search Volume Index*.

SVI_t : SVI selama minggu IP.

$\frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i$: Rata-rata SVI selama 8 minggu sebelum IPO.

σ_{SVI} : Standar deviasi SVI 8 minggu sebelum IPO.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Informasi statistik deskriptif antara lain rata-rata (*mean*), minimum, maksimum dan standar deviasi. Hasil uji statistik deskriptif menggunakan SPSS, sebagai berikut:

Tabel 1

Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar
Initial Return	26,11	-89,73	183,48	42,323
IRD	9,79	3,00	18,00	3,096
ERD	7,18	3,00	12,00	1,832
InvRD	2,50	0,00	5,00	1,523
InvAtt	2,29	-1,09	13,93	2,349
OfferingSize	11,37	10,21	12,71	0,560
Umur	19,24	2,00	65,00	13,895
FirmSize	11,85	9,40	14,29	0,736

Tabel 2
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Internal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2011	11	16	11	13	2	9	19	18	17	11	16	17	16	8	14	11	9	8	11
2012	8	12	7	9	3	4	20	15	11	12	11	16	11	8	10	9	8	3	5
2013	10	19	6	9	4	3	27	24	15	14	12	22	16	5	15	10	16	12	11
2014	4	11	6	5	0	0	22	20	19	18	15	16	9	6	8	11	8	8	4
2015	9	11	4	4	2	3	16	15	8	8	11	15	10	5	7	4	8	9	5
2016	8	11	5	5	0	7	14	14	13	13	13	14	7	4	6	9	6	6	6
2017	14	24	12	14	9	5	36	35	29	27	26	32	24	4	19	14	20	3	9
2018	25	38	18	16	6	12	54	53	52	51	51	51	28	14	28	17	28	45	28
TOTAL	89	142	69	75	26	43	208	194	164	154	155	183	121	54	107	85	103	94	79

Tabel 3.
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Eksternal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	13	21	15	16	24	16	16	6	19	11	25	18
2012	5	19	8	10	21	5	4	4	12	8	20	15
2013	10	25	13	16	28	23	6	4	19	10	28	26
2014	5	19	9	11	22	21	0	0	12	5	20	19
2015	3	12	11	9	16	13	5	2	10	6	15	14
2016	5	14	13	10	14	14	2	2	5	2	14	15
2017	11	31	23	26	35	33	2	1	26	1	37	36
2018	14	51	33	43	54	52	3	2	29	7	51	51
TOTAL	66	192	125	141	214	177	38	21	132	50	210	194

Tabel 4
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Investasi

TAHUN	1	2	3	4	5
2011	3	10	7	14	12

2012	4	13	4	12	8
2013	9	13	7	14	14
2014	2	13	4	17	17
2015	2	10	6	10	12
2016	3	11	2	12	12
2017	3	7	1	8	8
2018	10	45	11	49	51
TOTAL	36	122	42	136	134

Berdasarkan tabel 1 dan tabel 2 menjelaskan statistik deskriptif tentang pengungkapan internal. Dalam table tersebut ijelaskan bahwa rata-rata *initial return* sebesar 26,11, yang berarti bahwa investor memperoleh keuntungan sebesar 26,11% dibanding harga saham pada penawaran perdana. Nilai minimum *initial return* sebesar -89,73 terjadi pada PT Mahaka Radio Integra Tbk dengan kode emiten MARI yang melakukan IPO pada tanggal 16 Februari 2016. PT Dafam Property Indonesia Tbk (DFAM) merupakan emiten yang memiliki nilai *initial return tertinggi* sebesar 183,48. Saham PT Dafam Property Indonesia melonjak 83,49 basis poin atau sekitar 69,57% dari harga perdana sebesar Rp 115 menjadi Rp 195 setelah pencatatan saham persero pada tanggal 27 April 2018. Dengan deviasi standar sebesar 42,323 menunjukkan bahwa sebaran data cukup besar.

Tabel 1 dan 2 mendeskripsikan sebaran data untuk variabel pengungkapan internal. Untuk variabel pengungkapan risiko internal memiliki nilai minimum 3 terjadi pada 3 emiten yaitu PT Bank Nationalnobu Tbk (NOBU), PT Bank Mestika Dharma Tbk (BBMD) dan PT Cipaganti Citra Graha Tbk (CPGT). Ketiganya melakukan IPO pada tanggal 10 Desember 2013. Emiten yang melakukan pengungkapan risiko internal tertinggi mengungkapkan 18 item yaitu PT Global Teleshop Tbk (GLOB) yang melakukan penawaran perdana pada tanggal 28 Juni 2012. Rata-rata jumlah pengungkapan internal sebesar 9,79. Sebagian besar perusahaan yang melakukan penawaran perdana mengungkapkan risiko operasional; operasi dapat terganggu oleh gangguan tidak terduga yang disebabkan oleh kegagalan sistem dan kecelakaan kerja serta; keterlambatan produksi. Hanya sebagian kecil perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang ketergantungan pada pengecer dan; keterbatasan tenaga kerja terampil dan berpengalaman di industri tertentu.

Tabel 1 dan 3 menjelaskan tentang data deskriptif dari variabel Pengungkapan Risiko Eksternal. Jumlah rata-rata informasi terkait dengan risiko eksternal yang diungkapkan sebanyak 7,18. Jumlah item pengungkapan untuk risiko eksternal memiliki nilai minimum 3 yaitu PT Minna Padi Investama Tbk (PADI) memiliki tanggal IPO 9 Januari 2012 dan PT Kiosan Komersial Indonesia Tbk (KIOS) dengan tanggal penawaran perdana 27 September 2017. Nilai maksimum pengungkapan risiko eksternal sebanyak 12 item yaitu PT Prodia Widyahusada (PRDA) dan PT ABM Investama Tbk (ABMM). Jumlah perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang kebijakan pemerintah yang dapat mempengaruhi secara material pada perusahaan; perkembangan keuangan dan ekonomi yang tidak menguntungkan di Indonesia serta; perubahan kondisi ekonomi, sosial dan politik masing-masing 214 perusahaan, 210

perusahaan, 192 perusahaan dan 194 perusahaan. Sedikit perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang penurunan tingkat kredit Indonesia dan; adanya wabah penyakit menular yang berdampak buruk pada perusahaan, masing-masing 38 perusahaan, 21 perusahaan.

Tabel 1 dan 4 menjelaskan sebaran atas hasil *content analysis* atas instrumen penelitian dari variabel independen Pengungkapan Risiko Investasi. Rata-rata jumlah pengungkapan risiko investasi sebanyak 2,5. Nilai minimum pengungkapan risiko investasi menunjukkan jumlah 0, yang berarti terdapat perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan informasi tentang risiko investasi. Jumlah perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan risiko investasi sebanyak 29 perusahaan. Nilai maksimum jumlah pengungkapan informasi risiko investasi adalah 5, yang berarti perusahaan sampel mengungkapkan seluruh item yang menjadi indikator pengukuran atas pengungkapan risiko investasi. Terdapat 15 perusahaan yang memiliki jumlah pengungkapan informasi tentang risiko investasi tertinggi yaitu PT Erajaya Swasembada Tbk (ERAA), PT TBS Energi Utama Tbk (TOBA), PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM), PT Dyandra Media International Tbk (DYAN), PT Saritoga Investama Sedaya Tbk (SRTG), PT Logindo Samudramakmur Tbk (LEAD), PT Sawit Sumbermas Sarana (SSMS), PT Eka Sari Lorena Transport Tbk (LRNA), PT Blue Bird Tbk (BIRD), PT Mitra Keluarga Karyasehat Tbk (MIKA), PT Kino Indonesia Tbk (KINO), PT Aneka Gas Industri Tbk (AGII), PT Hartadinata Abadi Tbk (HRTA), PT Medikaloka Hermina Tbk (HEAL), dan PT Jaya Bersama Indo Tbk (DUCK). Item yang paling sering diungkapkan adalah informasi tentang fluktuasi harga saham dan likuiditas perdagangan saham di bursa. Sementara item jarang diungkapkan yaitu informasi tentang perbedaan kepentingan pemegang saham pengendali dengan investor dan dilusi saham.

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memperoleh keyakinan bahwa model regresi dari penelitian ini memiliki *error term* yang terdistribusi normal, bebas multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas. Dengan terpenuhinya kondisi tersebut maka ditarik kesimpulan bahwa model regresi dengan *Ordinary Least Square* telah menjadi model yang *Best Linier Unbiased Estimatio (BLUE)*. Uji asumsi klasik dilakukan terhadap model regresi sebagai berikut:

$$IR = 301,592 + 1,320 IRD - 2,354 ERD + 0,110 InvRD + 3,208 InvAtt - 21,076 OfferingSize - 0,208 Umur - 2,995 FirmSize + e.$$

Sebagaimana terlihat dalam tabel 5, hasil uji asumsi klasik mengindikasikan bahwa model regresi memiliki *errore term* yang terdistribusi normal, bebas dari multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas setelah membuang 8 *outlier*.

Tabel 5.
Hasil Uji Statistik

Variabel	Ordinary Least Square			Multikolinieritas		Heterokedastisitas	
	B	Nilai t	Sig.	VIF	Tolerance	Nilai t	Sig.
Konstanta	301,592	5,069	0,000				
IRD	1,320	1,247	0,214	1,453	0,688	0,068	0,946

ERD	-2,354	-1,301	0,195	1,486	0,673	-1,939	0,0540
InvRD	0,110	0,052	0,959	1,417	0,706	1,344	0,181
InvAtt	3,208	2,731	0,007	1,030	0,970	-0,912	0,363
OfferingSize	-21,076	-3,567	0,000	1,481	0,675	-1,777	0,077
Umur	-0,208	-1,031	0,304	1,066	0,939	0,953	0342
FirmSize	-2,995	-0,682	0,496	1,411	0,709	0,675	0,501
Kolmogorov-Smirnov Z							1,228
Asymp. Sig.							0,098
Nilai F							5,776
Sig. Nilai F							0,000
Adj R ²							0,138

Goodness of Fit Model Test

Goodness of Fit Test dari satu model regresi dilakukan untuk menguji kemampuan dari data untuk memprediksi serangkaian pengamatan di masa depan. *Goodness of Fit Test* dari satu model regresi dapat dilihat dari signifikansi nilai F Test dan nilai Adjusted R². Berdasar hasil uji regresi dengan nilai F sebesar 5,776 dengan tingkat signifikansi 0,000 menunjukkan bahwa variabel indepen dalam penelitian yang terdiri dari pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor ini dapat menjelaskan dan memprediksi variasi dari variabel *initial return*. Nilai Adjusted R² sebesar 0,138 dapat diinterpretasikan bahwa besarnya kemampuan variabel pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor dalam menjelaskan dan memprediksi variasi *initial return* sebesar 13,8%.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa pengungkapan risiko baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi dalam prospektus dari perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Dalam kerangka kerja Teori Sinyal dijelaskan jika pengungkapan risiko tidak berpengaruh terhadap *initial return*, maka dapat disimpulkan bahwa hubungan Pengungkapan Risiko dengan pembentukan harga pada saat *initial public offering* bersifat *boilerplate* (Wasiuzzaman et al., 2018; Campbell et al., 2014; Kravet & Muslu, 2012). Manajer memiliki lebih banyak informasi tentang perusahaan daripada investornya, tetapi manajer cenderung memiliki kepentingan pribadi yang menyebabkan terjadinya bias. Manajer memiliki kecenderungan untuk mengungkapkan informasi yang menguntungkan dan menghindari pengungkapan informasi yang tidak menguntungkan. Namun, karena pengungkapan risiko adalah wajib dan tujuannya adalah untuk menyampaikan informasi terkait dengan risiko yang tidak menguntungkan yang dihadapi oleh perusahaan, manajer kemudian akan cenderung untuk memberikan pengungkapan risiko yang tidak jelas dan tidak berarti yang dapat digunakan untuk membuat katalog semua kemungkinan risiko dan ketidakpastian tetapi hampir tidak memberikan informasi kepada investor. Pengungkapan risiko yang terlalu kabur dan generik sehingga tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor dan tidak

mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga tidak berdampak signifikan terhadap imbal hasil awal IPO.

Kravet & Muslu (2012) juga berpendapat bahwa pengungkapan risiko dapat mengungkapkan faktor risiko yang tidak diketahui dan kontinjensi yang akan mempengaruhi persepsi risiko investor. Dengan asumsi manajer mengungkapkan risiko yang berarti, pengungkapan tidak akan informatif bagi investor jika risiko yang diungkapkan sudah diketahui oleh pasar sehingga menghasilkan informasi yang sangat sedikit atau tidak berpengaruh pada keyakinan *ex ante* investor tentang risiko perusahaan (Campbell et al., 2014).

Pengungkapan risiko menginformasikan kepada investor risiko yang dihadapi perusahaan emiten dan cara yang diambil oleh perusahaan dalam memitigasi risiko yang dihadapinya. Pengungkapan ini akan mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor dan antara investor yang terinformasi dan tidak terinformasi. Sayangnya, dalam keadaan tertentu, investor cenderung bereaksi negatif terhadap pengungkapan informasi yang mengandung muatan negatif. Informasi jenis ini akan dibaca sebagai sinyal negatif dan dianggap sebagai *bad news*. Oleh karena itu emiten cenderung mengabaikan informasi ini dan tidak mengungkapkan informasi ini atau pentingnya hasil negatif atau mengaitkan kegagalan yang dihadapinya dengan faktor eksternal seperti iklim bisnis secara umum, inflasi, harga pasar, dan kebijakan pemerintah. Manajer dapat menggunakan perangkat penjelas defensif seperti alasan, pembenaran dan penolakan kausalitas untuk "untuk meminimalkan kegagalan nyata dari hasil kinerja yang dirasakan secara negatif (Aerts & Cheng, 2011 hal 51).

Pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan bagaimanapun tergantung pada apa yang mereka anggap mencerminkan dan bagaimana mereka sesuai dengan harapan dan keyakinan investor (Scott & Lyman, 1968). Jika pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan dianggap mencerminkan kurangnya kontrol manajerial, maka investor harus mengharapkan pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko yang diambil. Namun, jika pengungkapan dimaksudkan untuk memproyeksikan citra pengendalian, yang menunjukkan bahwa manajemen mampu merasionalisasi perkembangan negatif jangka pendek ini dan memperbaikinya di masa depan, ini "menandakan kompetensi, kemampuan untuk merencanakan dan memberlakukan perubahan di muka. peristiwa negatif, dan dengan demikian kelangsungan hidup masa depan" (Aerts dan Cheng, 2012, hal. 54).

Teori signal menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan risiko dapat dirasakan baik secara positif atau negatif oleh investor tergantung pada keadaan dan ini akan akhirnya mempengaruhi pengembalian awal IPO. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada (Song et al., 2014; Chang & Ho, 2015; Abdou & Dicle, 2007, Gumanti et al., 2017).

Teori *signaling* menjelaskan bahwa jika investor memperoleh informasi dalam jumlah informasi dan waktu perolehan yang sama maka tidak akan memunculkan asimetri informasi. Jika tidak terjadi asimetri informasi maka tidak akan terjadi *misprice*. Wasiuzzaman et al (2018) bahwa manajer hampir tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor serta tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga pengungkapan risiko internal tidak memiliki dampak signifikan pada *initial return*. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada.

Pengungkapan risiko internal pada prospektus tidak direaksi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko internal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 2 yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko internal pada indikator 1, 3, 4, 5, 6, 14, 15, 16, 17, 18 dan 19 rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa dari 19 indikator yang ditetapkan untuk mengukur variabel pengungkapan risiko internal, hanya 8 indikator yang sering diungkapkan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh

Demikian juga Pengungkapan risiko eksternal tidak memberikan informasi tambahan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko eksternal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, pengungkapan risiko eksternal pada indikator 1, 7, 8 dan 10 menunjukkan jumlah yang rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hasil penelitian ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al (2018) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko eksternal yang akan dihadapi perusahaan ditemukan tidak signifikan dalam mempengaruhi *initial return* IPO, hal tersebut dikarenakan ketidakmampuan investor untuk menganalisis risiko eksternal karena pengungkapan dianggap "*boilerplate*" hampir tidak memberikan informasi kepada investor pada Bursa Malaysia.

Selanjutnya, pengungkapan risiko investasi tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 4, yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko investasi pada indikator 1 dan 3 sangat rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hanya 36 perusahaan yang mengungkapkan indikator 1 dan 42 perusahaan yang mengungkapkan indikator 3 pada variabel pengungkapan risiko investasi.

Temuan lain dari penelitian ini adalah *investor attention* berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil dari perhitungan regresi berganda, koefisien variabel atensi investor bertanda positif, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor*

attention abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*). *Investor attention* adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Tversky & Kahneman, 1986; Tsukioka et al., 2018; Tan & Tas, 2019; Ritter, 2003; Preis et al., 2013; Lou, 2014; Kim et al., 2019; Goddard et al., 2015; Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013; Da et al., 2015). Barber & Odean (2008) menunjukkan bahwa *attention* mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam membeli saham, hal tersebut terjadi karena investor yang menghadapi banyak saham akan mengalami kesulitan dalam memutuskan saham yang akan dibeli, sehingga investor lebih cenderung membeli saham yang menarik perhatian mereka.

Teori perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh sosiologi, psikologi dan keuangan (Ricciardi & Simon, 2000). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas et al, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan *investor attention*.

Yung & Nafar (2017) menyatakan bahwa peningkatan *attention* mengarah pada peningkatan pembelian. *Investor attention* yang abnormal memiliki kekuatan prediktif positif yang sangat kuat untuk *Underpricing*, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor attention* abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka akan terjadi *initial return* (Zhao et al., 2018). Semakin tinggi *investor attention* terdapat kecenderungan akan semakin meningkatkan *initial return* (Han et al., 2018; Lou, 2014; Varkman & Kristoufek, 2015; Tsukioka et al., 2018; Da et al., 2011; Goddard et al., 2015; Clarke et al., 2016) Tsukioka et al (2018).

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris pengaruh pengungkapan risiko dan *investor attention* terhadap *initial return* dari perusahaan yang melakukan IPO pada tahun pengamatan 2011- 2018. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengungkapan risiko, baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal maupun pengungkapan risiko investasi tidak mampu menjadi sinyal yang direspon oleh investor dalam pembentukan harga saham di pasar perdana. Pengungkapan risiko menjadi "*boilerplate*". Manajer perusahaan emiten memiliki kecenderungan untuk memilah dan memilih informasi yang dianggap menguntungkan kepentingannya, sehingga informasi yang diungkapkan cenderung bias. Selain itu, hasil penelitian ini menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat *investor attention* yang bersifat abnormal pada periode sebelum IPO maka terdapat

kecenderungan para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*).

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak terdapat variabel intervening maupun moderating dalam menguji pengaruh pengungkapan risiko dan atensi investor terhadap *initial return*. Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, maka rekomendasi saran bagi penelitian selanjutnya menambah variabel independen, variabel intervening atau variabel moderating dalam penelitian *initial return*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdou, K., & Dicle, M. F. (2007). Do Risk Factors Matter in the IPO Valuation? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15(1), 63–89.
- Aerts, W., & Cheng, P. (2011). Self-Serving Causal Disclosures and Short-Term IPO Valuation-Evidence from China. *Accounting and Business Research*, 42(1), 49–75.
- Alon, I., & Elango, B. (2018). Franchising and Initial Public Offering: a Signaling Perspective. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 46(11/12), 1993–2008.
- Aouadi, A., Mohamed, A., & Teulon, F. (2013). Investor Attention and Stock Market Activity: Evidence From France. *Economic Modelling*, 35, 674–681.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785–818.
- Bijl, L., Kringhaug, G., Molnar, P., & Sandvik, E. (2016). Google Searches and Stock Returns. *International Review of Financial Analysis*, 45(C), 150–156.
- Bikas, E., & Jureviciene, D. (2013). Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedi- Social and Behavioral Science*, 82, 870–876.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. (2010). IPO Underpricing and International Corporate Governance. *Journal of International Business Studies*, 41, 206–222.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings. *Review of Accounting Studies*, 19, 396–455.
- Chang, C.-H., & Ho, I.-F. (2015). IPO Price Performance and Signalling. *International Journal of Social, Education, Economics and Management Engineering*, 9(1), 188–191.
- Clarke, J., Khurshed, A., Pande, A., & Singh, A. (2016). Sentiment Traders & IPO Initial Returns: The Indian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 37, 24–37.
- Cornanic, A., & Novak, J. (2015). Signaling by Underpricing the Initial Public Offerings of Primary Listings in an Emerging Market. *Czech Journal of Economics and Finance*, 65(4), 307–335.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In Search of Attention. *The Journal of Finance*, 66(5), 1461–1499.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2015). The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices. *The Review of Financial Studies*, 28(1), 1–32.
- Engelen, P.-J., & Van-Essen, M. (2010). Underpricing of IPOs: Firm-, Issue- and Country- Specific Characteristics. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1958–1969.
- Francis, B. B., Hasan, I., Lothian, J. R., & Sun, X. (2010). The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1), 81–106.
- Goddard, J., Kita, A., & Wang, Q. (2015). Investor Attention and FX Market Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38(C), 79–96.
- Gumanti, T. A., Lestari, A. R., & Manan, S. S. A. (2017). Underpricing and Number of

- Risks Factors of Initial Public Offerings in Indonesia. *Verslas: Teorija Ir Praktika/ Business: Theory and Practice*, 18, 178–185.
- Han, L., Xu, Y., & Yin, L. (2018). Does Incestor Attention Matter? The Attention-return Relationships in FX Markets. *Economic Modelling*, 68(C), 644–660.
- Kapoor, S., & Prosad, J. M. (2017). Behavioral Finance: A Review. *Procedia Computer Science*, 122, 50–54.
- Killins, R. N. (2019). An Investigation of the Short-term Performance of the Canadian IPO Market. *Research in International Business and Finance*, 47(C), 102–113.
- Kim, N., Lucivjanska, K., Molnar, P., & Villa, R. (2019). Google Searches and Stock Market Activity: Evidence from Norway. *Finance Research Letters*, 28(C), 208–220.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2012). Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088–1122.
- Ljungqvist, A. (2004). *IPO Underpricing*. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. www.ssrn.com
- Lou, D. (2014). Attracting Investor Attention through Advertising. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1797–1829.
- Preis, T., Moat, H. S., & Stanley, H. E. (2013). Quantifying Trading Behavior in Financial Markets using Google Trends. *Scientific Report*, 3, 1–6.
- Ricciardi, V., & Simon, H. (2000). What is Behavioral Finance? *Business, Education and Technology*, Fall, 1–9.
- Ritter, J. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429–437.
- Scott, M. B., & Lyman, S. M. (1968). Account. *American Sociological Review*, 33(1), 46–62.
- Song, S., Tan, J., & Yi, Y. (2014). IPO Initial Returns in China: Underpricing or Overvaluation? *China Journal of Accounting Research*, 7, 31–49.
- Tan, S. D., & Tas, O. (2019). Investor Attention and Stock Returns: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 106–116.
- Tsukioka, Y., Yanagi, J., & Takada, T. (2018). Investor Sentiment Extracted from Internet Stock Message Boards and IPO Puzzles. *International Review of Economics & Finance*, 56(C), 205–217.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). The Framing of Decisions and the Evaluation of Prospects. *Studies in Logic and the Foundations of Mathematics*, 114, 503–520.
- Varkman, T., & Kristoufek, L. (2015). Underpricing, Underperformance and Overreaction in Initial Public Offerings: Evidence from Investor Attention using Online Searches. *SpringerPlus*, 4(84), 1–11.
- Wasiuzzaman, S., Yong, F. L. K., Sundarasan, S. D. D., & Othman, N. S. (2018). Impact of Disclosure of Risk Factors on the Initial Returns of Initial Public Offerings (IPOs). *Accounting Research Journal*, 31(1), 46–62.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Yung, K., & Nafar, N. (2017). Investor Attention and the Expected Returns of REITs. *International Review of Economics & Finance*, 48(C), 423–439.
- Zhao, R., Xiong, X., & Shen, D. (2018). Investor Attention and Performance of IPO Forms: Evidence from Online Searches. *Physica A: A Statistical Mechanics and Its Applications*, 508(C), 342–348.

Catatan dari Reviewer Kelima

We have reached a decision regarding your submission to *Assets: Jurnal Akuntansi dan Pendidikan*, “PENGARUH PENGUNGKAPAN RISIKO DAN ATENSI INVESTOR TERHADAP INITIAL RETURN (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN YANG IPO DI BEI PERIODE 2011 – 2018)”

Our Decision is: Revisions Required

Selamat naskah saudara berhasil masuk pada Edisi April 2022, untuk itu kami mohon melakukan translate revisian artikel yang terakhir. Kami tunggu sampai tanggal 14 April 2022

PENGARUH PENGUNGKAPAN RISIKO DAN ATENSI INVESTOR TERHADAP INITIAL RETURN SAHAM

Author: Rr Sri Handayani¹⁾

Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
rrsrihandayani@lecturer.undip.ac.id

Co-Author: Puspita Handayani²⁾

Mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Diponegoro
PuspitaH1234@gmail.com

ABSTRACT

The research objective is examining and analyzing the effect of internal risk disclosure, external risk disclosure, investment risk disclosure and investors' attention on initial return. This research is causality research and use secondary data. Population is a company that conducts IPOs on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the 2011-2018 period with 224 companies, the sampling technique used was purposive sampling and obtained a total sample of 210 companies. The results of research stated that there is no effect of internal risk disclosure, external risk disclosure and investment risk disclosure on initial returns. There is a significant positive effect of investor attention on initial returns.

Keywords: *Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investors' Attention, Initial Return, Initial Public Offering*

A B S T R A K

Tujuan penelitian yaitu mengkaji dan menganalisis pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan *investor attention* terhadap *initial return*. Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas. Data yang digunakan sekunder. Populasi adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 perusahaan, teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh jumlah sampel penelitian sebanyak 210 perusahaan. Hasil penelitian antara lain, yaitu tidak terdapat pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi terhadap *initial return*, terdapat pengaruh signifikan positif atensi investor terhadap *initial return*.

Keywords: *Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investor Attention, Initial Return, Initial Public Offering*

PENDAHULUAN

Initial return terjadi karena perbedaan antara harga saham selama periode *Initial Public Offering* (IPO) di pasar perdana dengan harga di pasar sekunder (Wasiuzzaman et al, 2018). *Initial return* yang dihasilkan dari kondisi *underpricing* sering terjadi pada saat IPO. *Underpricing* IPO terjadi jika kecenderungan harga penutupan hari pertama

lebih tinggi daripada harga penerbitan saham pada saat IPO. *Underpricing* IPO adalah fenomena yang tersebar luas yang telah didokumentasikan di sejumlah negara dan terus berlanjut dari waktu ke waktu (Cornanic & Novak, 2015). IPO adalah peristiwa penting yang menarik banyak perhatian (Boulton et al., 2010; Engelen & Van-Essen, 2010) dan *initial return* memiliki rentang waktu yang sangat singkat (Ljungqvist, 2004). Oleh karena itu penelitian tentang *initial return* pada saat IPO menjadi menarik untuk dilakukan untuk mengungkap faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Signalling theory menjelaskan kasus *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO. Welch (1989) telah mendesain model *signaling* yang menjelaskan bahwa perusahaan penerbit saham (*issuer*) akan menggunakan *underpricing* IPO sebagai signal tentang kualitas informasi yang diungkapkan kepada investor. Penetapan harga IPO mencerminkan sinyal yang dikirimkan oleh emiten yang memiliki informasi kepada investor *sophisticated* atau sebagai bentuk kompensasi bagi investor naif atas pilihan investasi yang merugikan. Sinyal menjadi hal penting dalam menganalisis *initial return* pada saat IPO terutama di negara-negara dengan pasar yang menghadapi asimetri informasi yang tinggi (Francis et al., 2010).

Asimetri informasi dapat dikurangi dengan adanya pengungkapan informasi (Alon & Elango, 2018). Pengungkapan informasi seperti pengungkapan risiko yang tidak diketahui investor akan dapat mempengaruhi persepsi investor, dengan asumsi bahwa manajer mengungkapkan risiko yang bermanfaat bagi investor (Kravet & Muslu, 2012). Pengungkapan risiko baik risiko internal, risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi diduga dapat mengurangi asimetri informasi diantara emiten dan investor serta diantara investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi.

Perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh penalaran investor dan proses emosional (Ricciardi & Simon, 2000). Pengambilan keputusan dipengaruhi oleh situasi yang kompleks sebelum mendapatkan hasil terbaik dari sejumlah alternatif yang ada. Praktiknya, manusia memiliki emosi yang dapat mempengaruhi keputusannya (Kapoor & Prosad, 2017). Selanjutnya, Ricciardi & Simon (2000) menjelaskan konsep perilaku keuangan dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu sosiologi, psikologi dan keuangan. Hal tersebut menjelaskan bahwa perilaku keuangan tidak hanya bersifat rasional tetapi juga dipengaruhi ketidakrasionalan seperti sosiologi dan psikologi. Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan atau *noise* di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013).

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa *investor attention* sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh *attention* yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat *attention* (Aouadi et al., 2013). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas & Jureviciene, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang

menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan atensi investor.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tingkat pengungkapan risiko, baik risiko internal, risiko eksternal maupun risiko investasi, dan atensi investor terhadap *initial return*. Penelitian ini menggabungkan model asimetri informasi Wasiuzzaman et al. (2018) dan model keperilakuan Zhao et al. (2018). Hal ini menjadi kontribusi yang diberikan oleh penelitian ini untuk menjelaskan penetapan harga perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia. Patut diduga bahwa selain faktor pengungkapan informasi yang dilakukan oleh emiten dengan tujuan untuk mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor atau investor potensial, *initial return* juga dipengaruhi oleh faktor perilaku investor ataupun investor potensial.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 *firms-years*. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan jumlah sampel 210 perusahaan. Perusahaan yang dikeluarkan dari sampel terdiri dari 6 perusahaan yang tidak memiliki *Search Volume Index* (SVI) pada Google Trends sesuai data yang dibutuhkan (selama delapan minggu berturut-turut sebelum perusahaan IPO) dan 8 perusahaan yang termasuk *outlier*. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa prospektus perusahaan IPO yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Bloomberg* Universitas Diponegoro; *closing price* pada hari pertama di Bursa Efek yang diakses melalui *Yahoo Finance* dan *Search Volume Index* (SVI) diakses dari *Google Trends*. Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Initial return* merupakan keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena terjadi selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana lebih kecil dibandingkan dengan harga jual saham pada saat di pasar sekunder (Killins, 2019).

Variabel independen terdiri dari Pengungkapan Risiko Internal, Pengungkapan Risiko Eksternal, Pengungkapan Risiko Investasi dan Atensi Investor. Risiko internal mengacu pada risiko yang dihadapi oleh perusahaan sebagai dampak dari kondisi internal seperti manajerial, karyawan dan risiko terkait operasi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko internal menggunakan metode informasi naratif dengan *content analysis*, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko internal dibagi menjadi 19 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko internal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko internal.

Faktor risiko eksternal adalah faktor-faktor risiko yang dihasilkan dari lingkungan eksternal dan tidak berada dalam kendali perusahaan, seperti persaingan,

kebijakan pemerintah dan perundang-undangan serta lingkungan ekonomi (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko eksternal menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko eksternal dibagi menjadi 12 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko eksternal dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total risiko eksternal.

Risiko investasi mengacu pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham seperti non pembayaran dividen, dilusi saham dan kegagalan IPO (Wasiuzzaman et al., 2018). Pengukuran variabel pengungkapan risiko investasi dilakukan dengan *content analysis* menggunakan metode informasi naratif, yaitu prospektus dibaca secara manual dan dianalisis. Pengungkapan risiko investasi dibagi menjadi 5 indikator, jika perusahaan mengungkapkan risiko investasi dalam prospektus sesuai dengan indikator yang ada, maka diberi nilai 1, jika tidak 0. Jumlah risiko yang diungkapkan pada setiap indikator dijadikan sebagai nilai total pengungkapan risiko investasi.

Atensi Investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Bijl et al., 2016). Merujuk pada Da et al. (2011) dan Kim et al. (2019) penelitian ini menggunakan kata kunci pencarian dengan nama perusahaan. Pencarian dengan nama perusahaan memiliki beberapa kelemahan, yaitu tidak semua pengguna internet yang melakukan pencarian di Google dengan nama perusahaan adalah investor. Hal tersebut diasumsikan sebagai *random noise*. Oleh karenanya, dalam pencarian data dari variabel atensi investor penelitian ini menggunakan beberapa cara, yaitu (1) pencarian perusahaan dengan nama lengkap. Menurut Aouadi et al. (2013) penggunaan *ticker* saham perusahaan kurang efektif untuk menampilkan informasi fundamental perusahaan dan informasi tambahan berupa kegiatan perusahaan yang dapat dijadikan referensi keputusan investor; dan/ atau (2) Lokasi pencarian pada penelitian ini diatur dalam Negara Indonesia; dan/ atau (3) Saham yang tidak beraktivitas atau belum IPO pada masa observasi yang ditentukan dan tidak memiliki nilai 0 sampai 8 minggu secara berturut-turut dalam pencarian GSV akan dikeluarkan demi mendapatkan hasil yang tidak bias (Da et al., 2011); dan/ atau (4) pencarian nama perusahaan dalam GSV tidak menggunakan nama legal perusahaan seperti "PT" atau "Tbk" (Kim et al., 2019).

Pengukuran variabel Atensi Investor menurut Bijl et al (2016), sebagai berikut:

$$ASVI = \frac{SVI_t - \frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i}{\sigma SVI}$$

Keterangan:

ASVI : *Abnormal Search Volume Index*.

SVI_t : SVI selama minggu IP.

$\frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i$: Rata-rata SVI selama 8 minggu sebelum IPO.

σSVI : Standar deviasi SVI 8 minggu sebelum IPO.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Informasi statistik deskriptif antara lain rata-rata (*mean*), minimum, maksimum dan standar deviasi. Hasil uji statistik deskriptif menggunakan SPSS, sebagai berikut:

Tabel 1
Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar
Initial Return	26,11	-89,73	183,48	42,323
IRD	9,79	3,00	18,00	3,096
ERD	7,18	3,00	12,00	1,832
InvRD	2,50	0,00	5,00	1,523
InvAtt	2,29	-1,09	13,93	2,349
OfferingSize	11,37	10,21	12,71	0,560
Umur	19,24	2,00	65,00	13,895
FirmSize	11,85	9,40	14,29	0,736

Tabel 2
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Internal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2011	11	16	11	13	2	9	19	18	17	11	16	17	16	8	14	11	9	8	11
2012	8	12	7	9	3	4	20	15	11	12	11	16	11	8	10	9	8	3	5
2013	10	19	6	9	4	3	27	24	15	14	12	22	16	5	15	10	16	12	11
2014	4	11	6	5	0	0	22	20	19	18	15	16	9	6	8	11	8	8	4
2015	9	11	4	4	2	3	16	15	8	8	11	15	10	5	7	4	8	9	5
2016	8	11	5	5	0	7	14	14	13	13	13	14	7	4	6	9	6	6	6
2017	14	24	12	14	9	5	36	35	29	27	26	32	24	4	19	14	20	3	9
2018	25	38	18	16	6	12	54	53	52	51	51	51	28	14	28	17	28	45	28
TOTAL	89	142	69	75	26	43	208	194	164	154	155	183	121	54	107	85	103	94	79

Tabel 3.
Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Eksternal

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	13	21	15	16	24	16	16	6	19	11	25	18
2012	5	19	8	10	21	5	4	4	12	8	20	15
2013	10	25	13	16	28	23	6	4	19	10	28	26
2014	5	19	9	11	22	21	0	0	12	5	20	19
2015	3	12	11	9	16	13	5	2	10	6	15	14
2016	5	14	13	10	14	14	2	2	5	2	14	15
2017	11	31	23	26	35	33	2	1	26	1	37	36
2018	14	51	33	43	54	52	3	2	29	7	51	51
TOTAL	66	192	125	141	214	177	38	21	132	50	210	194

Tabel 4

Hasil Rekapitulasi Indikator Pengungkapan Risiko Investasi

TAHUN	1	2	3	4	5
2011	3	10	7	14	12
2012	4	13	4	12	8
2013	9	13	7	14	14
2014	2	13	4	17	17
2015	2	10	6	10	12
2016	3	11	2	12	12
2017	3	7	1	8	8
2018	10	45	11	49	51
TOTAL	36	122	42	136	134

Berdasarkan tabel 1 dan tabel 2 menjelaskan statistik deskriptif tentang pengungkapan internal. Dalam tabel tersebut dijelaskan bahwa rata-rata *initial return* sebesar 26,11, yang berarti bahwa investor memperoleh keuntungan sebesar 26,11% dibanding harga saham pada penawaran perdana. Nilai minimum *initial return* sebesar -89,73 terjadi pada PT Mahaka Radio Integra Tbk dengan kode emiten MARI yang melakukan IPO pada tanggal 16 Februari 2016. PT Dafam Property Indonesia Tbk (DFAM) merupakan emiten yang memiliki nilai *initial return tertinggi* sebesar 183,48. Saham PT Dafam Property Indonesia melonjak 83,49 basis poin atau sekitar 69,57% dari harga perdana sebesar Rp 115 menjadi Rp 195 setelah pencatatan saham persero pada tanggal 27 April 2018. Dengan deviasi standar sebesar 42,323 menunjukkan bahwa sebaran data cukup besar.

Tabel 1 dan 2 mendeskripsikan sebaran data untuk variabel pengungkapan internal. Untuk variabel pengungkapan risiko internal memiliki nilai minimum 3 terjadi pada 3 emiten yaitu PT Bank Nationalnobu Tbk (NOBU), PT Bank Mestika Dharma Tbk (BBMD) dan PT Cipaganti Citra Graha Tbk (CPGT). Ketiganya melakukan IPO pada tanggal 10 Desember 2013. Emiten yang melakukan pengungkapan risiko internal tertinggi mengungkapkan 18 item yaitu PT Global Teleshop Tbk (GLOB) yang melakukan penawaran perdana pada tanggal 28 Juni 2012. Rata-rata jumlah pengungkapan internal sebesar 9,79. Sebagian besar perusahaan yang melakukan penawaran perdana mengungkapkan risiko operasional; operasi dapat terganggu oleh gangguan tidak terduga yang disebabkan oleh kegagalan sistem dan kecelakaan kerja serta; keterlambatan produksi. Hanya sebagian kecil perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang ketergantungan pada pengecer dan; keterbatasan tenaga kerja terampil dan berpengalaman di industri tertentu.

Tabel 1 dan 3 menjelaskan tentang data deskriptif dari variabel Pengungkapan Risiko Eksternal. Jumlah rata-rata informasi terkait dengan risiko eksternal yang diungkapkan sebanyak 7,18. Jumlah item pengungkapan untuk risiko eksternal memiliki nilai minimum 3 yaitu PT Minna Padi Investama Tbk (PADI) memiliki tanggal IPO 9 Januari 2012 dan PT Kiosan Komersial Indonesia Tbk (KIOS) dengan tanggal penawaran perdana 27 September 2017. Nilai maksimum pengungkapan risiko eksternal sebanyak 12 item yaitu PT Prodia Widyahusada (PRDA) dan PT ABM Investama Tbk (ABMM). Jumlah perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang

kebijakan pemerintah yang dapat mempengaruhi secara material pada perusahaan; perkembangan keuangan dan ekonomi yang tidak menguntungkan di Indonesia serta; perubahan kondisi ekonomi, sosial dan politik masing-masing 214 perusahaan, 210 perusahaan, 192 perusahaan dan 194 perusahaan. Sedikit perusahaan yang mengungkapkan informasi tentang penurunan tingkat kredit Indonesia dan; adanya wabah penyakit menular yang berdampak buruk pada perusahaan, masing-masing 38 perusahaan, 21 perusahaan.

Tabel 1 dan 4 menjelaskan sebaran atas hasil *content analysis* atas instrumen penelitian dari variabel independen Pengungkapan Risiko Investasi. Rata-rata jumlah pengungkapan risiko investasi sebanyak 2,5. Nilai minimum pengungkapan risiko investasi menunjukkan jumlah 0, yang berarti terdapat perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan informasi tentang risiko investasi. Jumlah perusahaan sampel yang tidak mengungkapkan risiko investasi sebanyak 29 perusahaan. Nilai maksimum jumlah pengungkapan informasi risiko investasi adalah 5, yang berarti perusahaan sampel mengungkapkan seluruh item yang menjadi indikator pengukuran atas pengungkapan risiko investasi. Terdapat 15 perusahaan yang memiliki jumlah pengungkapan informasi tentang risiko investasi tertinggi yaitu PT Erajaya Swasembada Tbk (ERAA), PT TBS Energi Utama Tbk (TOBA), PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM), PT Dyandra Media International Tbk (DYAN), PT Saritoga Investama Sedaya Tbk (SRTG), PT Logindo Samudramakmur Tbk (LEAD), PT Sawit Sumbermas Sarana (SSMS), PT Eka Sari Lorena Transport Tbk (LRNA), PT Blue Bird Tbk (BIRD), PT Mitra Keluarga Karyasehat Tbk (MIKA), PT Kino Indonesia Tbk (KINO), PT Aneka Gas Industri Tbk (AGII), PT Hartadinata Abadi Tbk (HRTA), PT Medikaloka Hermina Tbk (HEAL), dan PT Jaya Bersama Indo Tbk (DUCK). Item yang paling sering diungkapkan adalah informasi tentang fluktuasi harga saham dan likuiditas perdagangan saham di bursa. Sementara item jarang diungkapkan yaitu informasi tentang perbedaan kepentingan pemegang saham pengendali dengan investor dan dilusi saham.

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memperoleh keyakinan bahwa model regresi dari penelitian ini memiliki *error term* yang terdistribusi normal, bebas multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas. Dengan terpenuhinya kondisi tersebut maka ditarik kesimpulan bahwa model regresi dengan *Ordinary Least Square* telah menjadi model yang *Best Linier Unbiased Estimatio (BLUE)*. Uji asumsi klasik dilakukan terhadap model regresi sebagai berikut:

$$IR = 301,592 + 1,320 IRD - 2,354 ERD + 0,110 InvRD + 3,208 InvAtt - 21,076 OfferingSize - 0,208 Umur - 2,995 FirmSize + e.$$

Sebagaimana terlihat dalam tabel 5, hasil uji asumsi klasik mengindikasikan bahwa model regresi memiliki *erroe term* yang terdistribusi normal, bebas dari multikolinieritas dan bebas dari heterokedastisitas setelah membuang 8 *outlier*.

Tabel 5.
Hasil Uji Statistik

Variabel	Ordinary Least Square	Multikolinieritas	Heterokedastisitas
----------	-----------------------	-------------------	--------------------

	B	Nilai t	Sig.	VIF	Tolerance	Nilai t	Sig.
Konstanta	301,592	5,069	0,000				
IRD	1,320	1,247	0,214	1,453	0,688	0,068	0,946
ERD	-2,354	-1,301	0,195	1,486	0,673	-1,939	0,0540
InvRD	0,110	0,052	0,959	1,417	0,706	1,344	0,181
InvAtt	3,208	2,731	0,007	1,030	0,970	-0,912	0,363
OfferingSize	-21,076	-3,567	0,000	1,481	0,675	-1,777	0,077
Umur	-0,208	-1,031	0,304	1,066	0,939	0,953	0342
FirmSize	-2,995	-0,682	0,496	1,411	0,709	0,675	0,501
Kolmogorov-Smirnov Z							1,228
Asymp. Sig.							0,098
Nilai F							5,776
Sig. Nilai F							0,000
Adj R ²							0,138

Goodness of Fit Model Test

Goodness of Fit Test dari satu model regresi dilakukan untuk menguji kemampuan dari data untuk memprediksi serangkaian pengamatan di masa depan. *Goodness of Fit Test* dari satu model regresi dapat dilihat dari signifikansi nilai F Test dan nilai Adjusted R². Berdasar hasil uji regresi dengan nilai F sebesar 5,776 dengan tingkat signifikansi 0,000 menunjukkan bahwa variabel indepen dalam penelitian yang terdiri dari pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor ini dapat menjelaskan dan memprediksi variasi dari variabel *initial return*. Nilai Adjusted R² sebesar 0,138 dapat diinterpretasikan bahwa besarnya kemampuan variabel pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan atensi investor dalam menjelaskan dan memprediksi variasi *initial return* sebesar 13,8%. Model penelitian ini lebih baik daripada model penelitian dari Kim et al. (2019) yang memiliki *adjusted R²* sebesar 3,8%

Pengaruh Pengungkapan Risiko Internal terhadap *Initial Return*

Dari Tabel 5 diketahui bahwa koefisien pengaruh pengungkapan risiko internal terhadap *initial return* sebesar 1,247 dengan tingkat signifikansi nilai p sebesar 0,214. Dari hasil pengujian pada pengaruh pengungkapan risiko internal terhadap *Initial Return* menunjukkan bahwa pengungkapan risiko internal tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Risiko internal didefinisikan sebagai risiko yang dihadapi oleh perusahaan sebagai dampak dari kondisi internal perusahaan. Faktor risiko internal menimbulkan banyak asimetri informasi antara emiten dan investor, karena emiten mempunyai informasi yang lebih banyak mengenai risiko internal yang akan dihadapi oleh perusahaan dibandingkan investor. Pengungkapan risiko yang tidak diketahui investor akan dapat mempengaruhi persepsi investor dengan asumsi bahwa manajer mengungkapkan risiko yang bermanfaat bagi investor (Kravet et al, 2013).

Namun demikian, hasil penelitian ini menyatakan bahwa pengungkapan risiko internal dalam prospektus menjadi informasi yang bersifat *boilerplate*, yaitu pengungkapan risiko internal tidak memiliki pengaruh pada persepsi investor. Pengungkapan risiko internal pada prospektus tidak menambah manfaat informasi

bagi investor, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko internal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 2, yang menunjukkan jumlah pengungkapan risiko internal pada indikator 1, 3, 4, 5, 6, 14, 15, 16, 17, 18 dan 19 rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa dari 19 indikator yang ditetapkan untuk mengukur variabel pengungkapan risiko internal, hanya 8 indikator yang sering diungkapkan perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al (2018) yang menyatakan bahwa manajer hampir tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor serta tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga pengungkapan risiko internal tidak memiliki dampak signifikan pada *initial return*.

Pengaruh Pengungkapan Risiko Eksternal terhadap *Initial Return*

Nilai koefisien variabel dari pengaruh pengungkapan risiko eksternal terhadap *initial return* sebesar -1,301 dengan nilai signifikansi nilai p sebesar 0,195 (lihat Tabel 5). Dari hasil uji statistik tersebut menunjukkan bahwa pengungkapan risiko eksternal tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Pengungkapan risiko eksternal dalam prospektus merupakan faktor-faktor risiko yang dihasilkan dari lingkungan eksternal dan tidak berada dalam kendali perusahaan, seperti persaingan, kebijakan pemerintah, perundang-undangan, bencana alam serta lingkungan ekonomi. Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa Pengungkapan risiko eksternal tidak memberikan informasi tambahan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko internal perusahaan. Hasil tersebut dapat diketahui dari Tabel 3, pengungkapan risiko eksternal pada indikator 1, 7, 8 dan 10 menunjukkan jumlah yang rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al (2018) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko eksternal tidak berpengaruh terhadap *initial return* IPO, hal tersebut dikarenakan ketidakmampuan investor untuk menganalisis risiko eksternal sehingga pengungkapan dianggap "*boilerplate*" hampir tidak memberikan informasi kepada investor pada Bursa Malaysia.

Pengaruh Pengungkapan Risiko Investasi terhadap *Initial Return*

Hasil pengujian statistik pada pengaruh pengungkapan risiko investasi terhadap *initial return* menunjukkan besarnya koefisien variabel sebesar 0,052 dengan nilai signifikansi p sebesar 0,959 (lihat Tabel 5). Hasil tersebut menyatakan bahwa pengungkapan risiko investasi tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Pengungkapan risiko investasi mengacu pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham seperti non pembayaran dividen, dilusi saham dan tidak likuidnya perdagangan saham di Bursa. Pengungkapan risiko investasi pada prospektus tidak memiliki pengaruh pada persepsi investor. Pengungkapan risiko investasi pada

prospektus tidak menambah manfaat informasi bagi investor, dikarenakan masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko investasi perusahaan.

Dari tabel 4 diketahui bahwa jumlah pengungkapan risiko investasi pada indikator 1 dan 3 sangat rendah, lebih dari setengah sampel penelitian tidak mengungkapkan indikator tersebut dalam risiko usaha perusahaan. Hanya 36 perusahaan yang mengungkapkan indikator 1 dan 42 perusahaan yang mengungkapkan indikator 3 pada variabel pengungkapan risiko investasi. Hal tersebut menjelaskan bahwa pengungkapan risiko investasi tidak memiliki pengaruh terhadap *initial return*. Dengan rendahnya jumlah pengungkapan informasi tentang risiko investasi maka investor menjadi kurang memperhatikan informasi ini dalam pengambilan keputusannya. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Cambell et al (2014) serta Kravet et al (2013) yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko mungkin hanya *boilerplate*, yaitu pengungkapan risiko tidak memiliki pengaruh pada persepsi investor.

Dengan demikian hasil penelitian ini menyatakan bahwa pengungkapan risiko baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi dalam prospektus dari perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Dalam kerangka kerja Teori Sinyal dijelaskan jika pengungkapan risiko tidak berpengaruh terhadap *initial return*, maka dapat disimpulkan bahwa hubungan Pengungkapan Risiko dengan pembentukan harga pada saat *initial public offering* bersifat *boilerplate* (Wasiuzzaman et al., 2018; Campbell et al., 2014; Kravet & Muslu, 2012). Manajer memiliki lebih banyak informasi tentang perusahaan daripada investornya, tetapi manajer cenderung memiliki kepentingan pribadi yang menyebabkan terjadinya bias. Manajer memiliki kecenderungan untuk mengungkapkan informasi yang menguntungkan dan menghindari pengungkapan informasi yang tidak menguntungkan. Namun, karena pengungkapan risiko adalah wajib dan tujuannya adalah untuk menyampaikan informasi terkait dengan risiko yang tidak menguntungkan yang dihadapi oleh perusahaan, manajer kemudian akan cenderung untuk memberikan pengungkapan risiko yang tidak jelas dan tidak berarti yang dapat digunakan untuk membuat katalog semua kemungkinan risiko dan ketidakpastian tetapi hampir tidak memberikan informasi kepada investor. Pengungkapan risiko yang terlalu kabur dan generik sehingga tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor dan tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga tidak berdampak signifikan terhadap imbal hasil awal IPO.

Kravet & Muslu (2012) juga berpendapat bahwa pengungkapan risiko dapat mengungkapkan faktor risiko yang tidak diketahui dan kontinjensi yang akan mempengaruhi persepsi risiko investor. Dengan asumsi manajer mengungkapkan risiko yang berarti, pengungkapan tidak akan informatif bagi investor jika risiko yang diungkapkan sudah diketahui oleh pasar sehingga menghasilkan informasi yang sangat sedikit atau tidak berpengaruh pada keyakinan *ex ante* investor tentang risiko perusahaan (Campbell et al., 2014).

Pengungkapan risiko menginformasikan kepada investor risiko yang dihadapi perusahaan emiten dan cara yang diambil oleh perusahaan dalam memitigasi risiko

yang dihadapinya. Pengungkapan ini akan mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor dan antara investor yang terinformasi dan tidak terinformasi. Sayangnya, dalam keadaan terjadi bias presentasi diri (*self-bias presentational*) atas informasi yang diungkapkan oleh perusahaan yang melakukan IPO, maka investor cenderung bereaksi negatif terhadap pengungkapan informasi yang dianggap oleh investor mengandung muatan negatif. Pada saat terjadi IPO, bias presentasi diri dapat didefinisikan sebagai manajemen impresi (*management impression*) yang berlebihan yang disebabkan oleh adanya kepentingan perusahaan IPO untuk memengaruhi keputusan investor yang menguntungkan perusahaan yang IPO. Pengungkapan informasi yang mengandung bias presentasi diri akan dibaca sebagai sinyal negatif dan dianggap sebagai *bad news*. Oleh karena itu emiten cenderung mengabaikan informasi ini dan tidak mengungkapkan informasi ini atau pentingnya hasil negatif atau mengaitkan kegagalan yang dihadapinya dengan faktor eksternal seperti iklim bisnis secara umum, inflasi, harga pasar, dan kebijakan pemerintah. Manajer dapat menggunakan perangkat penjelas defensif seperti alasan, pembenaran dan penolakan kausalitas untuk "untuk meminimalkan kegagalan nyata dari hasil kinerja yang dirasakan secara negatif (Aerts & Cheng, 2011 hal 51).

Pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan bagaimanapun tergantung pada apa yang mereka anggap mencerminkan dan bagaimana mereka sesuai dengan harapan dan keyakinan investor (Scott & Lyman, 1968). Jika pengungkapan kualitas negatif atau tidak diinginkan dianggap mencerminkan kurangnya kontrol manajerial, maka investor harus mengharapkan pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko yang diambil. Namun, jika pengungkapan dimaksudkan untuk memproyeksikan citra pengendalian, yang menunjukkan bahwa manajemen mampu merasionalisasi perkembangan negatif jangka pendek ini dan memperbaikinya di masa depan, ini "menandakan kompetensi, kemampuan untuk merencanakan dan memberlakukan perubahan di muka. peristiwa negatif, dan dengan demikian kelangsungan hidup masa depan" (Aerts dan Cheng, 2012, hal. 54).

Teori sinyal menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan risiko dapat dirasakan baik secara positif atau negatif oleh investor tergantung pada keadaan dan ini akan akhirnya mempengaruhi pengembalian awal IPO. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada (Song et al., 2014; Chang & Ho, 2015; Abdou & Dicle, 2007, Gumanti et al., 2017).

Teori *signaling* menjelaskan bahwa jika investor memperoleh informasi dalam jumlah informasi dan waktu perolehan yang sama maka tidak akan memunculkan asimetri informasi. Jika tidak terjadi asimetri informasi maka tidak akan terjadi *misprice*. Wasiuzzaman et al (2018) bahwa manajer hampir tidak memberikan informasi yang signifikan kepada investor serta tidak mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor, sehingga pengungkapan risiko internal tidak memiliki dampak

signifikan pada *initial return*. Jika pengungkapan risiko dipersepsikan secara positif (negatif) oleh investor, maka kompensasi yang lebih rendah (lebih tinggi) diharapkan dan karenanya pengembalian yang lebih rendah (lebih tinggi). Namun, jika risiko yang diungkapkan tidak memberikan informasi yang relevan dan investor tidak dapat mengekstrak informasi yang berarti dari pengungkapan ini, maka hubungan yang tidak signifikan antara pengungkapan risiko dan pengembalian awal IPO mungkin ada.

Pengaruh *Investor attention* terhadap *Initial Return*

Temuan lain dari penelitian ini adalah *investor attention* berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil dari perhitungan regresi berganda, koefisien variabel pengaruh atensi investor terhadap *initial return* positif 2,731 dengan nilai signifikansi sebesar 0,007 (lihat Tabel 5). Hal ini menunjukkan bahwa jika atensi investor tinggi yang berarti bahwa tingkat antusias dari investor terhadap saham tinggi, maka tinggi *initial return* saham akan tinggi

Jika saham mendapatkan tingkat atensi investor yang abnormal sebelum IPO, maka para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*). Atensi investor adalah sikap umum dari para investor dalam mengantisipasi perkembangan harga di pasar (Tversky & Kahneman, 1986; Tsukioka et al., 2018; Tan & Tas, 2019; Ritter, 2003; Preis et al., 2013; Lou, 2014; Kim et al., 2019; Goddard et al., 2015; Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) menunjukkan bahwa atensi investor sangat terkait dengan volume perdagangan dan harga saham. Saham yang memperoleh atensi yang lebih tinggi meningkatkan perdagangan dibandingkan dari saham kurang mendapat atensi (Aouadi et al., 2013; Da et al., 2015). Barber & Odean (2008) menunjukkan bahwa atensi mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam membeli saham, hal tersebut terjadi karena investor yang menghadapi banyak saham akan mengalami kesulitan dalam memutuskan saham yang akan dibeli, sehingga investor lebih cenderung membeli saham yang menarik perhatian mereka.

Teori perilaku keuangan berkaitan dengan perilaku investor dan perannya dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh sosiologi, psikologi dan keuangan (Ricciardi & Simon, 2000). Perilaku keuangan mencakup berbagai perubahan di pasar keuangan, persepsi dan kondisi individu yang mempengaruhi investasi atau pengambilan keputusan keuangan (Bikas et al, 2013). Investor akan cenderung membeli beberapa saham khusus yang menjadi perhatian mereka, hal tersebut dengan anggapan bahwa investor dihadapkan dengan jumlah saham yang banyak di pasar dalam waktu terbatas (Barber & Odean, 2008). Berdasarkan teori perilaku keuangan, investor dalam membeli saham tidak hanya berfikir secara rasional, namun investor dipengaruhi oleh faktor irasional yang berdampak pada peningkatan atensi investor. Faktor psikologis dan emosional seperti kepanikan, tekanan dari pihak luar yang dirasakan oleh investor ataupun sifat naif ikut membentuk perilaku investor dalam mengambil keputusan. Hal ini banyak terjadi di pasar modal yang berbentuk setengah kuat (*semi-strong market*). Di pasar modal berbentuk setengah kuat banyak investor naif yang mengambil keputusan yang didasarkan pada perilaku yang kurang rasional. Investor naif mengambil keputusan

dengan mengikuti perilaku dari investor yang dianggap sebagai investor yang *sophisticated*. Sementara itu, investor *sophisticated* akan mengambil keputusan didasarkan pada hubungan antara risiko dengan *expected return*. Informasi yang diungkapkan oleh perusahaan akan menjadi komoditas yang sangat dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan.

Yung & Nafar (2017) menyatakan bahwa peningkatan atensi mengarah pada peningkatan pembelian. Atensi investor yang abnormal memiliki kekuatan prediktif positif yang sangat kuat untuk *Underpricing*, hal tersebut berarti bahwa jika saham mendapatkan tingkat *investor attention* abnormal yang lebih tinggi sebelum IPO, maka akan terjadi *initial return* (Zhao et al., 2018). Semakin tinggi atensi investor terdapat kecenderungan akan semakin meningkatkan *initial return* (Han et al., 2018; Lou, 2014; Varkman & Kristoufek, 2015; Tsukioka et al., 2018; Da et al., 2011; Goddard et al., 2015; Clarke et al., 2016) Tsukioka et al (2018).

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris pengaruh pengungkapan risiko dan atensi investor terhadap *initial return* dari perusahaan yang melakukan IPO pada tahun pengamatan 2011- 2018. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengungkapan risiko, baik pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal maupun pengungkapan risiko investasi tidak mampu menjadi sinyal yang direspon oleh investor dalam pembentukan harga saham di pasar perdana. Pengungkapan risiko menjadi "*boilerplate*". Pengungkapan risiko diabaikan oleh investor dalam pengambilan keputusan dalam penentuan harga perusahaan yang IPO. Patut diduga bahwa hal ini disebabkan karena masih rendahnya tingkat pengungkapan risiko yang dilakukan oleh perusahaan yang IPO. Pengungkapan risiko yang dilakukan oleh perusahaan yang melakukan IPO masih dibawah ekspektasi investor sebagai jumlah informasi yang memadai, sehingga investor bersikap skeptis atas pengungkapan risiko ini. Investor menduga bahwa manajer perusahaan emiten memiliki kecenderungan untuk memilah dan memilih informasi yang dianggap menguntungkan kepentingannya, sehingga informasi yang diungkapkan cenderung bias.

Selain itu, hasil penelitian ini menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat atensi investor yang bersifat abnormal pada periode sebelum IPO maka terdapat kecenderungan para investor akan memperoleh lebih banyak keuntungan pada hari pertama IPO (*initial return*). Dalam pengambilan keputusan, banyak investor bersikap irrasional. Informasi bukan menjadi determinan penting dalam pengambilan keputusan investor. Diduga factor psikologis dan emosional sangat memengaruhi investor dalam mengambil keputusan atas perusahaan yang IPO.

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak terdapat variabel intervening maupun moderating dalam menguji pengaruh pengungkapan risiko dan atensi investor terhadap *initial return*. Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, maka rekomendasi saran bagi penelitian selanjutnya menambah variabel independen, variabel intervening atau variabel moderating dalam penelitian *initial return*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdou, K., & Dicle, M. F. (2007). Do Risk Factors Matter in the IPO Valuation? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15(1), 63–89.
- Aerts, W., & Cheng, P. (2011). Self-Serving Causal Disclosures and Short-Term IPO Valuation—Evidence from China. *Accounting and Business Research*, 42(1), 49–75.
- Alon, I., & Elango, B. (2018). Franchising and Initial Public Offering: a Signaling Perspective. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 46(11/12), 1993–2008.
- Aouadi, A., Mohamed, A., & Teulon, F. (2013). Investor Attention and Stock Market Activity: Evidence From France. *Economic Modelling*, 35, 674–681.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785–818.
- Bijl, L., Kringhaug, G., Molnar, P., & Sandvik, E. (2016). Google Searches and Stock Returns. *International Review of Financial Analysis*, 45(C), 150–156.
- Bikas, E., & Jureviciene, D. (2013). Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedi- Social and Behavioral Science*, 82, 870–876.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. (2010). IPO Underpricing and International Corporate Governance. *Journal of International Business Studies*, 41, 206–222.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings. *Review of Accounting Studies*, 19, 396–455.
- Chang, C.-H., & Ho, I.-F. (2015). IPO Price Performance and Signalling. *International Journal of Social, Education, Economics and Management Engineering*, 9(1), 188–191.
- Clarke, J., Khurshed, A., Pande, A., & Singh, A. (2016). Sentiment Traders & IPO Initial Returns: The Indian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 37, 24–37.
- Cornanic, A., & Novak, J. (2015). Signaling by Underpricing the Initial Public Offerings of Primary Listings in an Emerging Market. *Czech Journal of Economics and Finance*, 65(4), 307–335.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In Search of Attention. *The Journal of Finance*, 66(5), 1461–1499.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2015). The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices. *The Review of Financial Studies*, 28(1), 1–32.
- Engelen, P.-J., & Van-Essen, M. (2010). Underpricing of IPOs: Firm-, Issue- and Country- Specific Characteristics. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1958–1969.
- Francis, B. B., Hasan, I., Lothian, J. R., & Sun, X. (2010). The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1), 81–106.
- Goddard, J., Kita, A., & Wang, Q. (2015). Investor Attention and FX Market Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38(C), 79–96.
- Gumanti, T. A., Lestari, A. R., & Manan, S. S. A. (2017). Underpricing and Number of Risks Factors of Initial Public Offerings in Indonesia. *Verslas: Teorija Ir Praktika/ Business: Theory and Practice*, 18, 178–185.
- Han, L., Xu, Y., & Yin, L. (2018). Does Incestor Attention Matter? The Attention-return

- Relationships in FX Markets. *Economic Modelling*, 68(C), 644–660.
- Kapoor, S., & Prosad, J. M. (2017). Behavioral Finance: A Review. *Procedia Computer Science*, 122, 50–54.
- Killins, R. N. (2019). An Investigation of the Short-term Performance of the Canadian IPO Market. *Research in International Business and Finance*, 47(C), 102–113.
- Kim, N., Lucivjanska, K., Molnar, P., & Villa, R. (2019). Google Searches and Stock Market Activity: Evidence from Norway. *Finance Research Letters*, 28(C), 208–220.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2012). Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088–1122.
- Ljungqvist, A. (2004). *IPO Underpricing*. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. www.ssrn.com
- Lou, D. (2014). Attracting Investor Attention through Advertising. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1797–1829.
- Preis, T., Moat, H. S., & Stanley, H. E. (2013). Quantifying Trading Behavior in Financial Markets using Google Trends. *Scientific Report*, 3, 1–6.
- Ricciardi, V., & Simon, H. (2000). What is Behavioral Finance? *Business, Education and Technology*, Fall, 1–9.
- Ritter, J. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429–437.
- Scott, M. B., & Lyman, S. M. (1968). Account. *American Sociological Review*, 33(1), 46–62.
- Song, S., Tan, J., & Yi, Y. (2014). IPO Initial Returns in China: Underpricing or Overvaluation? *China Journal of Accounting Research*, 7, 31–49.
- Tan, S. D., & Tas, O. (2019). Investor Attention and Stock Returns: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 106–116.
- Tsukioka, Y., Yanagi, J., & Takada, T. (2018). Investor Sentiment Extracted from Internet Stock Message Boards and IPO Puzzles. *International Review of Economics & Finance*, 56(C), 205–217.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). The Framing of Decisions and the Evaluation of Prospects. *Studies in Logic and the Foundations of Mathematics*, 114, 503–520.
- Varkman, T., & Kristoufek, L. (2015). Underpricing, Underperformance and Overreaction in Initial Public Offerings: Evidence from Investor Attention using Online Searches. *SpringerPlus*, 4(84), 1–11.
- Wasiuzzaman, S., Yong, F. L. K., Sundarasan, S. D. D., & Othman, N. S. (2018). Impact of Disclosure of Risk Factors on the Initial Returns of Initial Public Offerings (IPOs). *Accounting Research Journal*, 31(1), 46–62.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Yung, K., & Nafar, N. (2017). Investor Attention and the Expected Returns of REITs. *International Review of Economics & Finance*, 48(C), 423–439.
- Zhao, R., Xiong, X., & Shen, D. (2018). Investor Attention and Performance of IPO Forms: Evidence from Online Searches. *Physica A: A Statistical Mechanics and Its Applications*, 508(C), 342–348.

THE EFFECT OF RISK DISCLOSURE AND INVESTORS ATTENTION ON IPOs INITIAL RETURN OF INDONESIAN COMPANIES

Author: Rr Sri Handayani¹⁾

Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
rrsrihandayani@lecturer.undip.ac.id

Correspondent Author: Puspita Handayani²⁾

Mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Diponegoro
PuspitaH1234@gmail.com

ABSTRACT

The research objective is examining and analyzing the effect of internal risk disclosure, external risk disclosure, investment risk disclosure and investors attention on initial return. This research is causality research and use secondary data. Population is a company that conducts IPOs on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the 2011-2018 period with 224 companies, the sampling technique used was purposive sampling and obtained a total sample of 210 companies. The results of research stated that there is no effect of internal risk disclosure, external risk disclosure and investment risk disclosure on initial returns. There is a significant positive effect of investors attention on initial returns.

Keywords: *Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investors Attention, Initial Return, Initial Public Offering*

A B S T R A K

Tujuan penelitian yaitu menguji dan menganalisis pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal, pengungkapan risiko investasi dan *investor attention* terhadap *initial return*. Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas. Data yang digunakan sekunder. Populasi adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2018 dengan jumlah 224 perusahaan, teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh jumlah sampel penelitian sebanyak 210 perusahaan. Hasil penelitian antara lain, yaitu tidak terdapat pengaruh pengungkapan risiko internal, pengungkapan risiko eksternal dan pengungkapan risiko investasi terhadap *initial return*, terdapat pengaruh signifikan positif atensi investor terhadap *initial return*.

Keywords: *Risk Disclosure, Internal Risk Disclosure, External Risk Disclosure, Investment Risk Disclosure, Investor Attention, Initial Return, Initial Public Offering*

INTRODUCTION

Initial returns is the difference between stock prices during the Initial Public Offerings (IPOs) period in the primary market and stock prices in the secondary market (Wasiuzzaman et al., 2018). Initial returns of IPOs is underpricing conditions. IPOs underpricing occurs if the tendency of the first day's closing price is higher than the stock issuance price at the time of the IPOs. IPO underpricing is a widespread phenomenon that has been documented in a number of countries and continues over

time (Cornanic & Novak, 2015). IPOs are important events that attract a lot of attention (Boulton et al., 2010; Engelen & Van-Essen, 2010) and initial returns occurs in short time span (Ljungqvist, 2004). Therefore, research on initial returns of the IPOs becomes interesting to do to reveal the factors that influence it.

Signaling theory explains about the case of underpricing in companies conducting IPOs. Welch (1989) has designed a signaling model which explains that stock issuer companies will use IPOs underpricing as a signal about the quality of information disclosed to investors. IPOs pricing reflects the signal sent by issuers who have information to sophisticated investors or as a form of compensation for naive investors for adverse investment choices. Signals are important things in analyzing initial returns at the time of the IPOs, especially in countries with capital markets that face high information asymmetry (Francis et al., 2010).

Information asymmetry can be reduced by disclosing information (Alon & Elango, 2018) (Alon & Elango, 2018). Disclosure of information such as disclosure of risks to investors will be able to influence investor perceptions, assuming that managers disclose risks that are beneficial to investors (Kravet & Muslu, 2012). Disclosure of risks, namely internal risk disclosure, external risk disclosure, and investment risk disclosure is expected to reduce information asymmetry between issuers and investors as well as between investors who have information and those who do not have information.

Furthermore, Financial Behavior Theory explain about investor behavior in investment decision making. Investors' decision making is influenced by investors' reasoning and emotional processes (Ricciardi & Simon, 2000). Logical reasoning by comparing risk and return or cost and benefit among many alternative decisions will be used to obtain the best results. However, investors also often use their emotion to make investment decision. Even in semi-strong form of the capital market, most investors tend to make investment decisions based on their emotion have emotions that can influence their decisions (Kapoor & Prosad, 2017). Ricciardi & Simon (2000) also explained that investors' decision making is influenced by financial and non-financial factors such as sociology and psychology. This means that financial behavior is not only influenced by rational factor but also influenced by irrationality such as sociology and psychology. Investors' financial behaviour in investment and financial decision making is affected by various changes or noise in financial markets, individual perceptions and conditions (Bikas & Jureviciene, 2013).

Investors attention is the majority investors' attitude in anticipating price developments in the capital market (Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) shows that the investors attention is closely related to trading volume and stock prices. The stocks that get higher investors attention tend to increase in stock trading volume than the stocks that get less investors attention (Aouadi et al., 2013). Financial behavior includes various factors such as changes in financial markets, individual perceptions and conditions that affect investment or financial decision making (Bikas & Jureviciene, 2013). In the situation, investors are faced with many stock investment choices and are required to make investment decision in a limited time, investors will tend to buy and invest in the stocks that getting high investors attention (Barber & Odean, 2008). Based on financial behaviour theory, investors in buying shares not only think rationally, but investors are influenced by irrational factors that have an impact on increasing investor attention.

This study aims to analyze the effect of the level of risk disclosures, that includes internal risk, external risk and investment risk, and investors attention to initial return of IPOs. This study combines the information asymmetry model of Wasiuzzaman et al. (2018) and the behavioral model of Zhao et al. (2018). This research

contribute in explaining the factors that influence stock pricing of companies conducting IPOs in Indonesia. It is presumed that in addition to the disclosure of information made by issuers with the aim of reducing information asymmetry between issuers and investors or potential investors, initial return is also influenced by behavioral factors of investors or potential investors.

RESEARCH METHODS

The population in this study are companies that conducted IPOs on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the period 2011-2018 with a total population of 224 firms. The sampling method in this study was purposive judgment sampling with a total sample of 210 firms. Companies that were excluded from the sample consisted of 6 companies that did not have a Search Volume Index (SVI) on Google Trends according to the required data (for eight weeks in a row before the company's IPO) and 8 companies that were included outliers. This study uses secondary data in the form of prospectus of IPO companies obtained from the Indonesia Stock Exchange (www.idx.co.id) and Bloomberg Database owned by Faculty of Economics and Business, University of Diponegoro; closing price on the first day on the Stock Exchange accessed through Yahoo Finance and Search Volume Index (SVI) accessed from Google Trends.

The dependent variable in this study is Initial return. Initial return is the difference between the purchased price of shares in the primary market than the selling price of shares in the secondary market (Killins, 2019).

The independent variables consist of Disclosure of Internal Risk, Disclosure of External Risk, Disclosure of Investment Risk and Investors Attention. Internal risk refers to the risks faced by the company as a result of internal conditions such as managerial, employee and operations-related risks (Wasiuzzaman et al., 2018). The measurement of the internal risk disclosure variable by using the narrative information method with content analysis to the information presented in prospectus is read manually and analyzed. Disclosure of internal risk is divided into 19 indicators, if the company discloses internal risk in the prospectus according to the existing indicators, it is given a value of 1, otherwise 0. The amount of risk disclosed in each indicator is used as the total value of internal risk disclosure.

External risk factors are risk factors that result from the external environment. These are not able to control by the company. External risk factors faced by the company encompass market competition, government policies and legislation and the economic environment (Wasiuzzaman et al., 2018). Content analysis of information presented in the prospectus is used to measure the external risk disclosure variable. The narrative information about the external risk factors in the prospectus is read manually and analyzed. Disclosure of external risk take in 12 items. By using content analysis, if the company discloses external risk in the prospectus according to the existing items, it is given a value of 1, otherwise 0. The amount of risk disclosed in each indicator is used as the total value of external risk.

Investment risk refers to the risks faced by shareholders such as non-dividend payments, share dilution and IPO failure (Wasiuzzaman et al., 2018). The measurement of the investment risk disclosure variable is carried out by content analysis using the narrative information method, namely the prospectus is read manually and analyzed. Disclosure of investment risk is divided into 5 items, if the company discloses investment risk in the prospectus according to the existing indicators, it is given a value of 1, otherwise 0. The amount of risk disclosed in each indicator is used as the total value of investment risk disclosure.

Investors Attention is the behaviour of most investors in capital market to anticipate stocks price developments in the market (Bijl et al., 2016). Investors Attention is measured by using the frequency of investors or investor potential searches about the company on the Google Search Engine. This research uses search keywords by company name (Da et al., 2011; Kim et al., 2019). Searching by company name has several drawbacks, namely not all internet users who do a Google search by company name are investors. It is assumed as random noise. Therefore, in searching for data from the variable of Investors Attention, this study used several methods, namely (1) searching for companies with full names. According to Aouadi et al. (2013) the use of company stock tickers is less effective to display company fundamental information and additional information in the form of company activities that can be used as reference for investor decisions; and/or (2) The location of the search in this research is regulated in the State of Indonesia; and/or (3) Shares that are not active or have not IPO during the specified observation period and do not have a value of 0 to 8 consecutive weeks in the GSV search will be issued in order to obtain unbiased results (Da et al., 2011); and/or (4) company name search in Google search Volume (GSV) does not use company legal name such as "PT" or "Tbk" (Kim et al., 2019). Measurement of Investors Attention variable according to (Bijl et al., 2016), as follows:

$$ASVI = \frac{SVI_t - \frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i}{\sigma SVI}$$

Keterangan:

ASVI : *Abnormal Search Volume Index.*

SVI_t : Search Volume Index during a week IPO period.

$\frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 SVI_i$: an Average Search Volume Index during 8 weeks before IPO.

σSVI : Deviation Standard of SVI during 8 weeks before IPO.

RESULTS AND DISCUSSION

Descriptive Statistics

Descriptive statistics shows about mean, minimum and maksimum values of the research data. Table 1, 2, 3 and 4 summarize the results of descriptive statistical tests from the research data.

Table 1
Descriptive Statistics

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar
Initial Return	26,11	-89,73	183,48	42,323
IRD	9,79	3,00	18,00	3,096
ERD	7,18	3,00	12,00	1,832
InvRD	2,50	0,00	5,00	1,523
InvAtt	2,29	-1,09	13,93	2,349
OfferingSize	11,37	10,21	12,71	0,560
Umur	19,24	2,00	65,00	13,895
FirmSize	11,85	9,40	14,29	0,736

Table 2

Internal Risk Disclosure

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2011	11	16	11	13	2	9	19	18	17	11	16	17	16	8	14	11	9	8	11
2012	8	12	7	9	3	4	20	15	11	12	11	16	11	8	10	9	8	3	5
2013	10	19	6	9	4	3	27	24	15	14	12	22	16	5	15	10	16	12	11
2014	4	11	6	5	0	0	22	20	19	18	15	16	9	6	8	11	8	8	4
2015	9	11	4	4	2	3	16	15	8	8	11	15	10	5	7	4	8	9	5
2016	8	11	5	5	0	7	14	14	13	13	13	14	7	4	6	9	6	6	6
2017	14	24	12	14	9	5	36	35	29	27	26	32	24	4	19	14	20	3	9
2018	25	38	18	16	6	12	54	53	52	51	51	51	28	14	28	17	28	45	28
TOTAL	89	142	69	75	26	43	208	194	164	154	155	183	121	54	107	85	103	94	79

Table 3.
External Risk Disclosure

TAHUN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	13	21	15	16	24	16	16	6	19	11	25	18
2012	5	19	8	10	21	5	4	4	12	8	20	15
2013	10	25	13	16	28	23	6	4	19	10	28	26
2014	5	19	9	11	22	21	0	0	12	5	20	19
2015	3	12	11	9	16	13	5	2	10	6	15	14
2016	5	14	13	10	14	14	2	2	5	2	14	15
2017	11	31	23	26	35	33	2	1	26	1	37	36
2018	14	51	33	43	54	52	3	2	29	7	51	51
TOTAL	66	192	125	141	214	177	38	21	132	50	210	194

Table 4.
Investment Risk Disclosure

TAHUN	1	2	3	4	5
2011	3	10	7	14	12
2012	4	13	4	12	8
2013	9	13	7	14	14
2014	2	13	4	17	17
2015	2	10	6	10	12
2016	3	11	2	12	12
2017	3	7	1	8	8
2018	10	45	11	49	51
TOTAL	36	122	42	136	134

Table 1 describes descriptive statistics about initial return. The table explains that the average value of initial return is 26.11. It means that investors earn a profit of 26.11% compared to the stock price in the initial public offering. The lowest value of initial return of -89.73 occurred at PT Mahaka Radio Integra Tbk with MARI codes

which conducted an IPO on February 16, 2016. Negative sign shows that the company experience underpricing. PT Dafam Property Indonesia Tbk (DFAM) is the issuer with the highest value of initial return of 183.48. Its stock price jumped 83.49 basis points or around 69.57% from the initial price of Rp 115 to Rp 195 after stocks issued on April 27, 2018. Meanwhile, Initial returns have standard deviation of 42,323. it shows that the distribution of data of Initial Return is very scattered.

Tables 1 and 2 show the distribution of data for the Internal Risk Disclosure variable. The internal risk disclosure variable has lowest value of 3. Three company have lowest value are PT Bank National Nobu Tbk (NOBU), PT Bank Mestika Dharma Tbk (BBMD) and PT Cipaganti Citra Graha Tbk (CPGT). The three of them conducted an IPO on December 10, 2013. The issuer with the highest internal risk disclosure disclosed 18 items, namely PT Global Teleshop Tbk (GLOB) which made an initial public offering on June 28, 2012. The average value of Internal Risk Disclosures was 9.79. It indicate that the most of companies disclose 9 or 10 disclosure items. Many companies that conduct initial public offerings disclose operational risks; operations may be disrupted by unexpected interruptions caused by system failures and work accidents as well as; production delays. A few companies disclose information about dependence on retailers and; limited skilled and experienced workforce in certain industries.

Tables 1 and 3 illustrate descriptive statistics data from the External Risk Disclosure variable. The mean value of External Risk Disclosure is 7.18. This shows that a large number of companies disclose 7 disclosure items related to External Risk Disclosure. The number of disclosure items for external risk has a minimum value of 3, namely PT Minna Padi Investama Tbk (PADI) with an IPO on January 9, 2012 and PT Kiosan Komersial Indonesia Tbk (KIOS) with an initial public offering on September 27 2017. The maximum value of external risk disclosure is 12 items, specifically PT Prodia Widyahusada (PRDA) and PT ABM Investama Tbk (ABMM). For External Risk Disclosure, largely of companies disclose information about government policies that can have a material impact on the company; unfavorable financial and economic developments in Indonesia and; changes in economic, social and political conditions of 214 companies, 210 companies, 192 companies and 194 companies, respectively. Nevertheless, a small number companies disclose information about the decline in Indonesia's credit rating and; there was an outbreak of infectious disease that had a negative impact on the company as many as 38 companies and 21 companies respectively.

Tables 1 and 4 explain the distribution of the results of content analysis on research instruments from the independent variables of Investment Risk Disclosure. The mean value of Investment Risk Disclosures is 2.5. The companies sample disclose 2 or 3 items of 5 items Risk Investment Disclosure. Hereinafter, the minimum value for disclosure of Investment Risk is 0. It means that there are sample companies that do not disclose information about investment risk. The number of sample companies that do not disclose Investment Risk are 29 companies. The maximum value for the Risk Investment Disclosure is 5. It shows that the sample companies disclose all items of Investment Risk Disclosure. There are 15 companies that have the highest value of

Investment Risk Disclosure, such as PT Erajaya Swasembada Tbk (ERAA), PT TBS Energi Utama Tbk (TOBA), PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM), PT Dyandra Media International Tbk (DYAN), PT Saritoga Investama Sedaya Tbk (SRTG), PT Logindo Samudramakmur Tbk (LEAD), PT Sawit Sumbermas Sarana (SSMS), PT Eka Sari Lorena Transport Tbk (LRNA), PT Blue Bird Tbk (BIRD), PT Mitra Keluarga Karyasehat Tbk (MIKA), PT Kino Indonesia Tbk (KINO), PT Aneka Gas Industri Tbk (AGII), PT Hartadinata Abadi Tbk (HRTA), PT Medikaloka Hermina Tbk (HEAL), and PT Jaya Bersama Indo Tbk (DUCK). The most frequently disclosed items are information about stock price fluctuations and stock trading liquidity on the stock exchange. Meanwhile, items that are rarely disclosed are information about differences in the interests of controlling shareholders and investors and share dilution.

The Investors Attention variable is the common behavior of investors in anticipating price developments in the capital market (Bijl et al., 2016). The investor attention variable has a mean value of 2.29 indicating that most of the sample companies received high investor attention. Meanwhile, the standard deviation of Investors Attention of 2.349 indicate that data has heterogenous distributed. The minimum value of -1.09 indicating that there are companies that have few get investor attention and a maximum value of 13.93 indicates that the company gets high investor attention. The negative sign indicate less investors attention. 0 means no investors attention and the positive sign shows high investors attention.

The Offering Size is the number of shares offered by the company in the IPO (Wasiuzzaman et al., 2018). The Offering Size has a mean value of 11.37 that on average the company has a fairly high offering size, with a standard deviation of 0.560 indicating a heterogeneous data distribution that has non-identical values, a minimum value of 10.21 which is owned by PT Pratama Abadi Nusa Industri Tbk and a maximum value of 12.71 owned by PT Waskita Beton Precast Tbk.

The Company Age shows the company's ability to maintain the entity and is evidence that the company is able to compete in the business world (Badru & Ahmad-Zaluki, 2018). The variable age of the company has a mean value of 19.24, which means that the average company has been operating for 19 years 3 months. The standard deviation of Company age shows 13.895 indicating a heterogeneous data distribution and a non-identical value. The minimum value of 2 means the company has been in existence for 2 years to the date of the IPO. The maximum value of 65 indicate that the oldest company that did an IPO has been around for 65 years.

The company size is measured by Natural Logarithm of total assets (Badru & Ahmad-Zaluki, 2018). The size of the company has a mean value of 11.85 that the average company has a large amount of total assets. The minimum value of 9.40 is owned by PT Sky Energy Indonesia Tbk. The maximum value of 14.29 is owned by PT SMR Utama Tbk.

The results of statistical tests on research data carried out using multiple linear regression with Ordinary Least Square basis show that:

$$IR = 301,592 + 1,320 IRD - 2,354 ERD + 0,110 InvRD + 3,208 InvAtt - 21,076 OfferingSize - 0,208 Umur - 2,995 FirmSize + e.$$

The model has been tested classical assumptions. The classical assumption test was carried out to obtain confidence that the regression model of this study had an error term that was normally distributed, free of multicollinearity and free of heteroscedasticity. So that, it is able to conclude that the regression model with Ordinary Least Square has become the Best Linear Unbiased Estimation (BLUE) model.

Table 5 shows the results of the classical assumption test. The normality test was carried-out to obtain statistical confidence that the regression model has error terms which are normally distributed. The Normality test was carried out using the Kolmogorov-Smirnov Z test. Statistical test result shows Kolmogorov- Smirnov Z value of 1.228 with significance of p-value of 0.098 which is greater than 0.05 as cut-off value. Therefore, it conclude that the research regression model has error terms which are normally distributed.

Hereafter, the absence of the multicollinearity is assumed in this research model, which means that the independent variables in this research are not highly correlated. This research model is free from multicollinearity. This conclusion is based on Variance Inflation Factor value (VIF) of the statistical test result of each research variables which are less than cut-off value of 10. It is also based on Tolerance of each research variables that meet the requirement of value greater than 0.1.

The Glejser Test is used to detect the presence or absence of heteroscedasticity. The basis for decision making in this test is if the significance value is greater than 0.05, it can be conclude that there is no heteroscedasticity. Table 5 illustrates that Glejser Test result for all of research variables show the significance value greater than 0.05, with the result that the regression model of this research is no heterescedasticity. Based on the results of the classical assumption test, it can be concluded that the regression model of this research has become the Best Linier Unbiased Estimation (BLUE) model.

Table 5.
Statistics Test Result

Variabel	Ordinary Least Square			Multikolinieritas		Heterokedastisitas	
	B	Nilai t	Sig.	VIF	Tolerance	Nilai t	Sig.
Konstanta	301,592	5,069	0,000				
IRD	1,320	1,247	0,214	1,453	0,688	0,068	0,946
ERD	-2,354	-1,301	0,195	1,486	0,673	-1,939	0,0540
InvRD	0,110	0,052	0,959	1,417	0,706	1,344	0,181
InvAtt	3,208	2,731	0,007	1,030	0,970	-0,912	0,363
OfferingSize	-21,076	-3,567	0,000	1,481	0,675	-1,777	0,077
Umur	-0,208	-1,031	0,304	1,066	0,939	0,953	0342
FirmSize	-2,995	-0,682	0,496	1,411	0,709	0,675	0,501
	Kolmogorov-Smirnov Z					1,228	
	Asymp. Sig.					0,098	
	Nilai F					5,776	
	Sig. Nilai F					0,000	
	Adj R ²					0,138	

Goodness of Fit Model Test

The Goodness of Fit Test of a regression model was conducted to test the ability of the data to predict a series of future observations. The Goodness of Fit Test to the regression model can be seen from the significance of the F Test value and the Adjusted R² value. Based on the results of the regression test with an F value of 5.776 with a significance level of 0.000, it shows that the independent variables in this study which consist of disclosure of internal risk, disclosure of external risk, disclosure of investment risk and investor attention can explain and predict variations in the initial return variable. Adjusted R² value of 0.138 can be interpreted that the magnitude of the variable ability of internal risk disclosure, external risk disclosure, investment risk disclosure and investor attention in explaining and predicting initial return variations is 13.8%. This research model has statistical explanation test better than the research model from Kim et al. (2019) which has an adjusted R² of 3.8% or research model from Wasiuzzaman et al. (2018) which has an adjusted R² of 9.1%. In this study, the adjusted R² value increased as a result of combining the 2 models. To explain the factors that affect IPO initial return, this study combines 2 models, namely a model based on the information asymmetry theory and a model based on behavioural financial theory. The behaviour of investors in the stock pricing is not only influenced by rational factors but is also influenced by irrational factors, namely the psychological condition of investors. Information asymmetric theory is used to explain the effect of rational behaviour investor to the IPO initial return. The stock pricing of the IPO companies is determined by amount and content of information disclosed by the companies. Meanwhile, behavioural theory of finance is used to explain irrational behaviour in stock pricing of IPO companies. This is the contribution of this research.

Effect of Disclosure of Internal Risk Factors on Initial Return

The results of statistical tests on the effect of the disclosure of internal risk factors on the initial return of IPOs can be seen in table 5. From this table, it is known that the coefficient of the influence of the Disclosure of the Internal Risk Factors on the Initial Return of the Initial Public Offerings (IPOs) is 1.247 with a significance level of p value of 0.214. From the results of statistical testing about the effect of the Internal Risk Factors Disclosure on Initial Return, it shows that internal risk disclosure has no effect on initial return of the companies conducting IPOs Initial Public Offerings. The result of this study state that the disclosure of the internal risk factors in the prospectus is boilerplate information, so that the disclosure of internal risk factors has no effect on investor perceptions.

The Internal Risk is defined as the risk faced by the company as a result of the company's internal factors (Wasiuzzaman et al., 2018). There is an asymmetry information between issuer as an inside party and investor as an outside party. In the view of investors, the amount of information about internal factors and risk exposure caused by the company's failure to manage internal risk factor is very large. Issuer have more information about the internal risk factors than investors. Investors or potential investors perceive that disclosures about internal risk factors are only complementary information. Disclosure of internal risk factors in the prospectus does

not add to the benefits of information for investors. Disclosure of information that are not known to investors will be able to influence investor perceptions with the assumption that managers disclose risks that are beneficial to investors (Kravet & Muslu, 2012).

As shown in table 2, the amount of disclosure of internal risk factors are too small. There are still many companies that do not disclose the company's internal risks factors. A few companies disclose internal risk factors on indicators 1, 3, 4, 5, 6, 14, 15, 16, 17, 18 and 19 is low, more than half of the research sample does not disclose these indicators in risk. The explanation can be concluded that of the 19 indicators that are set to measure the internal risk disclosure variable, only 8 indicators of 19 indicator of disclosure of internal risk factors are frequently disclosed by the IPOs companies.

The results of this study are in line with research conducted by Wasiuzzaman et al (2018); Abdou & Dicle (2007) and Murugesu & Santhapparaj (2010). Wasiuzzaman (2018) stated that managers almost do not provide significant information to investors and do not reduce information asymmetry between issuers and investors, so that internal risk disclosure does not have a significant impact on initial returns. The inadequacy of regulation related to risk disclosures may result in different numbers of disclosures among companies, indeed, the disclosure may be insufficient, ineffective and no relevance to investors in investment decision making. Furthermore, Murugesu & Santhapparaj (2010) also said that the disclosure of internal risk factors in the prospectus does not reflect offer price and initial market return.

Effect of External Risk Disclosure on Initial Return

The variable coefficient value of the influence of external risk disclosure on initial return is -1.301 with a significance value of p-value of 0.195 (see Table 5). From the results of the statistical test, it shows that the disclosure of external risk has no effect on the initial return. Disclosure of external risks in the prospectus are risk factors resulting from the external environment and not within the company's control, such as competition, government policies, legislation, natural disasters and the economic environment. The results of this study explain that the disclosure of external risk does not provide additional information for investors in making investment decisions, because there are still many companies that do not disclose the company's internal risks. These results can be seen from Table 3, the disclosure of external risk in indicators 1, 7, 8 and 10 shows a low number, more than half of the research sample does not disclose these indicators in the company's business risk.

The results of this study is consistent with research conducted by Wasiuzzaman et al (2018); Murugesu & Santhapparaj (2010) dan Abdou & Dicle (2007) which states that the disclosure of external risk has no effect on the initial return of the IPO, this is due to the inability of investors to analyze external risk so that disclosure is considered "boilerplate" almost does not provide information to investors on Malaysian Stock Exchange.

Effect of Disclosure of Investment Risk on Initial Return

The results of statistical testing on the effect of the disclosure of the investment risk factors on initial return show the magnitude of the variable coefficient of 0.052 with a significance value of p of 0.959 (see Table 5). These results state that the disclosure of investment risk has no effect on initial return. Disclosure of investment risk refers to the risks faced by shareholders such as non-payment of dividends, dilution of shares and illiquid trading of shares on the Exchange. Disclosure of investment risk in the prospectus has no effect on investors' perceptions. Disclosure of investment risk in the prospectus does not add to the benefits of information for investors, because there are still many companies that do not disclose the company's investment risk.

From table 4 it is known that few companies disclosure of investment risk in indicators 1 and 3. More than half of the research sample does not disclose these indicators in the company's business risk. Only 36 companies disclose indicator 1 and 42 companies disclose indicator 3 on the investment risk disclosure variable. This explains that the disclosure of investment risk has no effect on initial return. With the low amount of information disclosure about investment risk, investors pay less attention to this information in their decision making. The result of this study is consistent with research by Kravet & Muslu (2012) and Chambell et.al (2014) which state that risk disclosure may only be boilerplate, so investment risk disclosure has no effect on investor perceptions.

Thus, the results of this study state that the disclosure of the risks factors, specifically internal risk disclosure, external risk disclosure and investment risk disclosure, have no effect on IPOs initial returns. In the Signal Theory framework, it is explained that if risk disclosure has no effect on initial returns, it can be concluded that the relationship between Risk Disclosure and price formation at the time of the initial public offering is boilerplate (Campbell et al., 2014; Kravet & Muslu, 2012; Wasiuzzaman et al., 2018). Managers have more information about the company than their investors, but managers tend to have vested interests that lead to bias. Managers have a tendency to disclose favorable information and avoid disclosing unfavorable information. However, since risk disclosure is mandatory and the aim is to convey information related to the unfavorable risks faced by the company, managers will then tend to provide vague and meaningless risk disclosures which can be used to catalog all possible risks and uncertainties but the disclosure is not relevant to the investors so that the risk disclosures reveal previously unknown risk factors and contingencies do not change investors' perception of risk. Risk disclosures that are too vague and generic so that they do not provide significant information to investors and do not reduce information asymmetry between issuers and investors, so that they do not have a significant impact on the IPOs initial returns.

Kravet & Muslu (2012) also argues that risk disclosure can reveal unknown risk factors and contingencies that will affect investors' risk perceptions. Assuming managers disclose significant risks, disclosure will not be informative for investors if the risks disclosed are already known to the market, resulting in very little or no information on investors' ex ante beliefs about company risk (Campbell et al., 2014).

Risk disclosure informs investors of the risks faced by the issuer company and the ways taken by the company in mitigating the risks it faces. This disclosure will reduce information asymmetry between issuers and investors and between informed and uninformed investors. Unfortunately, in the event of a self-presentational bias on the information disclosed by the company conducting the IPO, investors tend to react negatively to the disclosure of information deemed by investors to have a negative content. At the time of the IPO, self-presentation bias can be defined as excessive management impressions caused by the interests of the IPO companies to influence investor to take decisions that are beneficial to the IPO companies. Disclosure of information that contains self-presentation bias will be read as a negative signal and considered as bad news. Therefore issuers tend to ignore this information and do not disclose this information or the importance of negative results or attribute the failures it faces to external factors such as the general business climate, inflation, market prices, and government policies. Managers can use defensive explanatory devices such as excuse, justification and causality denial to “to minimize the apparent failure of negatively perceived performance outcomes (Aerts & Cheng, 2011).

Disclosures of negative or undesirable qualities however depend on what they perceive to reflect and how they conform to investors' expectations and beliefs (Scott & Lyman, 1968). If negative or undesirable quality disclosures are considered to reflect a lack of managerial control, then investors should expect higher returns to compensate for the risks taken. However, if disclosure is intended to project an image of control, indicating that management is able to rationalize these short-term negative developments and correct them in the future, this signifies competence, the ability to plan and implement change in advance, negative events, and thus future survival (Aerts & Cheng, 2011).

Signaling theory suggests that the level of risk disclosure can be perceived either positively or negatively by investors depending on the circumstances and this will ultimately affect the initial return on the IPO. If risk disclosure is perceived positively (negatively) by investors, then lower (higher) compensation is expected and therefore lower (higher) returns. However, if the disclosed risks do not provide relevant information and investors are unable to extract meaningful information from these disclosures, then a non-significant relationship between risk disclosure and early IPO returns may exist (Song et al., 2014; Chang & Ho, 2015; Abdou & Dicle, 2007; Gumanti et al., 2017).

Signaling theory explains that if investors obtain information in the same amount of information and acquisition time, it will not lead to information asymmetry. If there is no information asymmetry, there will be no misprice. Wasiuzzaman et al. (2018) stated that managers almost do not provide significant information to investors and do not reduce information asymmetry between issuers and investors, so that internal risk disclosure does not have a significant impact on initial returns. If risk disclosure is perceived positively (negatively) by investors, then lower (higher) compensation is expected and therefore lower (higher) returns. However, if the risks disclosed do not provide relevant information and investors are unable to extract

meaningful information from these disclosures, then an insignificant relationship between the risk disclosures and the initial return on IPOs may exist.

Effect of Investor Attention on Initial Return

Another finding from this study is that investor attention has an effect on initial return. The results of the multiple regression calculation, the variable coefficient of the effect of investor attention on initial return is positive 2.731 with a significance value of 0.007 (see Table 5). This shows that if investor attention is high, which means that the level of enthusiasm of investors for the stock is high, then the initial stock return tend to be increased.

If the stock gets an abnormal level of investor attention before the IPO, then investors will get more profits on the first day of the IPO (initial return). Investor attention is the common behaviour of investors in anticipating price developments in the market (Tversky & Kahneman, 1986; Tsukioka et al., 2018; Tan & Tas, 2019; Ritter, 2003; Preis et al., 2013; Lou, 2014; Kim et al., 2019; Goddard et al., 2015; Bijl et al., 2016). Kim et al. (2019) shows that investor attention is closely related to trading volume and stock prices. Stocks that receive higher attention tend to be increased in their stocks trading than stocks that receive less investor attention (Aouadi et al., 2013; Da et al., 2011; Da et al., 2015).

Hereafter, Barber & Odean (2008) revealed that the attention affects decision making by investors to buy shares. Investors who have many choices to invest in shares of many companies shares will have difficulty deciding which shares to buy, so investors are more likely to buy shares that get the common investor attention.

Behavioral theory of Finance explains about investor behavior and its role in investment decision making is influenced by sociology, psychology and finance (Ricciardi & Simon, 2000). Financial behaviour is various of behaviour about changes in financial markets, individual perceptions and conditions that affect investment or financial decision making (Bikas & Jureviciene, 2013). Investors have tendency to buy certain type of stocks that get the attention from the largely of investors. This statement is based on an assumption that investors are faced with many alternative investment decision to buy many stocks in the capital market and investors have to make decision in the limited time (Barber & Odean, 2008). Based on behavioural financial theory, investors in buying shares not only think rationally, but investors are influenced by irrational factors that have an impact on increasing investor attention. Psychological and emotional factors such as panic, pressure from outsiders felt by investors or naivety also shape investor behaviour in making decisions. This happens a lot in the capital market which is in the form of a semi-strong market. In the semi-strong form of the capital market, many naive investors make decisions based on irrational behaviour. Naive investors make decisions by following the behaviour of investors who are considered sophisticated investors. Meanwhile, sophisticated investors will make decisions based on the relationship between risk and expected return. The information disclosed by the company will be a commodity that is highly considered in decision making.

Hence, Yung & Nafar (2017) stated that the increased attention leads to increased purchases. Abnormal investor attention has a very strong positive predictive power for underpricing, which means that if the stock gets a higher level of abnormal investor attention before the IPO, an initial return will occur (Yan et al., 2019). The higher the investor's attention, there is a tendency to increase the IPO initial return (Han et al., 2018; Lou, 2014; Varkman & Kristoufek, 2015; Tsukioka et al., 2018; Da et al., 2015; Da et al., 2011; Goddard et al., 2015; Clarke et al., 2016).

CONCLUSION

This study aims to obtain empirical evidence of the effect of risk disclosure and investor attention on the initial return of Indonesian companies conducting IPOs in the period 2011-2018. This research used purposive judgment sampling as a sampling method. The sample size used in this study was 210 firms. Data were analyzed using multiple linear regression with Ordinary Least Square basis. The results of this study indicate that risk factors disclosure in the prospectus which includes internal risk disclosure, external risk disclosure and investment risk disclosure, are not able to become a signal that investors respond to in the formation of stock prices in the primary market. Disclosure of risk becomes "boilerplate". Disclosure of risk is ignored by investors in making decisions in determining the price of companies that are IPOs. It is reasonable to suspect that this is due to the low level of risk disclosure made by IPO companies. The risk disclosures made by companies conducting IPOs are still below investors' expectations as a sufficient amount of information, so investors are skeptical of this risk disclosure. Investors suspect that the managers of issuer companies have a tendency to sort and select information that is considered beneficial to their interests, so that the information disclosed tends to be biased.

In addition, the results of this study indicate that the higher the level of abnormal investor attention in the period before the IPO, the tendency for investors to earn more profits on the first day of the IPO (initial return). In making decisions, many investors are irrational. Information is not an important determinant in investor decision making. Psychological and emotional factors greatly influence investors in making decisions on companies that IPO.

The limitation of this research is that there are no intervening or moderating variables in testing the effect of risk disclosure and investors attention on initial return. Based on the limitations of the study, the recommendations for further research are to add independent variables, intervening variables or moderating variables in initial return research.

Reference

- Abdou, K., & Dicle, M. F. (2007). Do Risk Factors Matter in the IPO Valuation? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15(1), 63-89.
- Aerts, W., & Cheng, P. (2011). Self-Serving Causal Disclosures and Short-Term IPO Valuation-Evidence from China. *Accounting and Business Research*, 42(1), 49-75.
- Alon, I., & Elango, B. (2018). Franchising and Initial Public Offering: a Signaling

- Perspective. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 46(11/12), 1993–1208.
- Aouadi, A., Mohamed, A., & Teulon, F. (2013). Investor Attention and Stock Market Activity: Evidence From France. *Economic Modelling*, 35, 674–681.
- Badru, B. O., & Ahmad-Zaluki, N. A. (2018). Explaining IPO Initial returns in Malaysia: Ex-ante Uncertainty versus Signalling. *Asia Review of Accounting*, 26(1), 1–42.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785–818.
- Bijl, L., Kringhaug, G., Molnar, P., & Sandvik, E. (2016). Google Searches and Stock Returns. *International Review of Financial Analysis*, 45(C), 150–156.
- Bikas, E., & Jureviciene, D. (2013). Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedi- Social and Behavioral Science*, 82, 870–876.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. (2010). IPO Underpricing and International Corporate Governance. *Journal of International Business Studies*, 41, 206–222.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings. *Review of Accounting Studies*, 19, 396–455.
- Chang, C.-H., & Ho, I.-F. (2015). IPO Price Performance and Signalling. *International Journal of Social, Education, Economics and Management Engineering*, 9(1), 188–191.
- Clarke, J., Khurshed, A., Pande, A., & Singh, A. (2016). Sentiment Traders & IPO Initial Returns: The Indian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 37, 24–37.
- Cornanic, A., & Novak, J. (2015). Signaling by Underpricing the Initial Public Offerings of Primary Listings in an Emerging Market. *Czech Journal of Economics and Finance*, 65(4), 307–335.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In Search of Attention. *The Journal of Finance*, 66(5), 1461–1499.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2015). The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices. *The Review of Financial Studies*, 28(1), 1–32.
- Engelen, P.-J., & Van-Essen, M. (2010). Underpricing of IPOs: Firm-, Issue- and Country- Specific Characteristics. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1958–1969.
- Francis, B. B., Hasan, I., Lothian, J. R., & Sun, X. (2010). The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1), 81–106.
- Goddard, J., Kita, A., & Wang, Q. (2015). Investor Attention and FX Market Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38(C), 79–96.
- Gumanti, T. A., Lestari, A. R., & Manan, S. S. A. (2017). Underpricing and Number of Risks Factors of Initial Public Offerings in Indonesia. *Verslas: Teorija Ir Praktika/ Business: Theory and Practice*, 18, 178–185.
- Han, L., Xu, Y., & Yin, L. (2018). Does Incestor Attention Matter? The Attention-return Relationships in FX Markets. *Economic Modelling*, 68(C), 644–660.
- Kapoor, S., & Prosad, J. M. (2017). Behavioral Finance: A Review. *Procedia Computer Science*, 122, 50–54.
- Killins, R. N. (2019). An Investigation of the Short-term Performance of the Canadian IPO Market. *Research in International Business and Finance*, 47(C), 102–113.
- Kim, N., Lucivjanska, K., Molnar, P., & Villa, R. (2019). Google Searches and Stock Market Activity: Evidence from Norway. *Finance Research Letters*, 28(C), 208–220.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2012). Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088–1122.
- Ljungqvist, A. (2004). *IPO Underpricing*. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. www.ssrn.com

- Lou, D. (2014). Attracting Investor Attention through Advertising. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1797–1829.
- Murugesu, J., & Santhapparaj, S. (2010). Impact of Risk Disclosure in the Prospectus on Valuation and Initial Returns of Initial Public Offerings in Malaysia. *The IUP Journal of Applied Finance*, 16(6), 30–53.
- Preis, T., Moat, H. S., & Stanley, H. E. (2013). Quantifying Trading Behavior in Financial Markets using Google Trends. *Scientific Report*, 3, 1–6.
- Ricciardi, V., & Simon, H. (2000). What is Behavioral Finance? *Business, Education and Technology*, Fall, 1–9.
- Ritter, J. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429–437.
- Scott, M. B., & Lyman, S. M. (1968). Account. *American Sociological Review*, 33(1), 46–62.
- Song, S., Tan, J., & Yi, Y. (2014). IPO Initial Returns in China: Underpricing or Overvaluation? *China Journal of Accounting Research*, 7, 31–49.
- Tan, S. D., & Tas, O. (2019). Investor Attention and Stock Returns: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 106–116.
- Tsukioka, Y., Yanagi, J., & Takada, T. (2018). Investor Sentiment Extracted from Internet Stock Message Boards and IPO Puzzles. *International Review of Economics & Finance*, 56(C), 205–217.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). The Framing of Decisions and the Evaluation of Prospects. *Studies in Logic and the Foundations of Mathematics*, 114, 503–520.
- Varkman, T., & Kristoufek, L. (2015). Underpricing, Underperformance and Overreaction in Initial Public Offerings: Evidence from Investor Attention using Online Searches. *SpringerPlus*, 4(84), 1–11.
- Wasiuzzaman, S., Yong, F. L. K., Sundarasan, S. D. D., & Othman, N. S. (2018). Impact of Disclosure of Risk Factors on the Initial Returns of Initial Public Offerings (IPOs). *Accounting Research Journal*, 31(1), 46–62.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Yan, Y., Xiong, X., Meng, J. G., & Zou, G. (2019). Uncertainty and IPO Initial Returns: Evidence from the Tone Analysis of China's IPO Prospectuses. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57(C), 1–22.
- Yung, K., & Nafar, N. (2017). Investor Attention and the Expected Returns of REITs. *International Review of Economics & Finance*, 48(C), 423–439.
- Zhao, R., Xiong, X., & Shen, D. (2018). Investor Attention and Performance of IPO Forms: Evidence from Online Searches. *Physica A: A Statistical Mechanics and Its Applications*, 508(C), 342–348.



ASSETS: Jurnal Akuntansi dan Pendidikan

PRODI PENDIDIKAN AKUNTANSI
FAKULTAS KEGURUAN DAN ILMU PENDIDIKAN
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

Jl. Setia Budi No. 85 Madiun, Jawa Timur 63118 | Telp. 0351-462986
<http://e-journal.unipma.ac.id/index.php/assets/> | Email: assets@unipma.ac.id

SURAT KETERANGAN
004/J.ASSETS/P.Akt/UNIPMA/2022

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama	:	Elly Astuti, S.Pd., M.Si.
Jabatan	:	Pimpinan Redaksi ASSETS: Jurnal Akuntansi dan Pendidikan Program Studi Pendidikan Akuntansi
Lembaga	:	Universitas PGRI Madiun

Dengan ini menerangkan bahwa:

Judul Artikel	:	THE EFFECT OF RISK DISCLOSURE AND INVESTORS' ATTENTION ON IPOs INITIAL RETURN OF INDONESIAN COMPANIES
Peneliti	:	Rr. Sri Handayani; Puspita Handayani

Telah dinyatakan **diterima** dan diterbitkan pada **ASSETS: Jurnal Akuntansi dan Pendidikan Vol. 11 No. 1 April 2022**. Artikel Bapak/Ibu telah diuji plagiasi sebagaimana terlampir. Sebagai kebijakan jurnal kami, artikel yang telah terbit disimpan dalam repositori kampus. Demikian surat keterangan ini dibuat agar dapat digunakan dengan semestinya.

Madiun, 30 April 2022

Pemimpin Editor,


Elly Astuti, S.Pd., M.Si.
NIDN. 0720099001

JURNAL AKUNTANSI DAN PENDIDIKAN