

## PENGARUH PENGUNGKAPAN FAKTOR RISIKO TERHADAP INITIAL RETURN DARI INITIAL PUBLIC OFFERING (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN IPO PADA 2017 DAN 2018 YANG MENERAPKAN POJK NO. 8/POJK.04/2017)

Esha Strnadiva, Andrian Budi Prasetyo<sup>1</sup>

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

### ABSTRACT

*This study investigate the effect of risk factor disclosure which has been This study investigate the effect of risk factor disclosure which is in prospectus to first day of Initial Return in first day of secondary market. Risk Factor disclosures measured by index based on POJK no. 8/POJK.04/2017. There are four independent variables based on this regulation, those are primary risk disclosure, general risk disclosure, business risk disclosure, dan risk for investor disclosure. Initial Return is measured by calculation of closing price at the first day of secondary market subtracted by offering price and then divided by offering price. The data used in this study obtained from the issuer's prospectus that IPO on 2017 and 2018 and use POJK number 8/POJK.04/2017 as their prospectus's standard. The issuers that apply this standard are seen based on the date of the Registration Statement. The issuers that have regristation statment's date after March 14th, 2017 is consider using POJK number 8/POJK.04/2017. Samples were collected by purposive sampling method, and analyzed by multiple linear regression. The results indicate that disclosure of primary risk, business risks, and risks for investors does not affect the initial return of IPO. While the general risk disclosure negatively affects IPO initial return.*

*Keywords: Risk Disclosures, Initial Public Offerings (IPOs), Initial Return*

### PENDAHULUAN

Perusahaan memiliki pilihan untuk penambahan dana untuk melakukan ekspansi, salah satu caranya adalah dengan menjual saham perusahaan kepada publik. Proses penawaran sebagian saham perusahaan kepada masyarakat melalui bursa efek disebut *go public* (Emilia et al., 2008). *Go public* seringkali dikenal juga dengan penawaran umum (*Public Offerings*). IPO atau *Initial Public Offerings* adalah penjualan saham pertama yang dilakukan di pasar publik (Ström, 2006). Perusahaan yang melakukan *go public* disebut dengan emiten. Pasar tempat perusahaan melakukan penawaran umum disebut pasar primer, sedangkan pasar sekunder terjadi saat saham perusahaan telah diperdagangkan di publik melalui Bursa Efek. Motif umum emiten untuk melakukan IPO adalah untuk penambahan dana. Manajemen pada emiten biasanya memiliki kecenderungan untuk mendapat dana semaksimal mungkin, sehingga dana IPO yang terhimpun diharapkan cukup tinggi. Terdapat perbedaan mekanisme pada penentuan harga antara pasar primer dan pasar sekunder. Harga pada pasar primer ditentukan oleh emiten dan penjamin emisi efek, sedangkan harga pada pasar sekunder tergantung pada kondisi pasar sekunder (permintaan dan penawaran) (Prastica, 2012).

Terdapat fenomena menarik yang ada saat IPO terkiat *initial return* yang dihasilkan oleh emiten, fenomena tersebut yaitu sebagian besar saham IPO mengalami *underpricing*. *Underpricing* adalah keadaan saat *initial return* positif. *Initial return* adalah selisih antara harga saham yang ditawarkan dengan *closing price* pada saat hari pertama di pasar sekunder, dan selanjutnya dibagi dengan harga saham yang ditawarkan. *Initial return* positif terjadi jika harga penawaran saham pada saat IPO lebih rendah daripada nilai saham saat hari pertama di pasar sekunder. Rock (1986) bahkan menyebut fenomena tersebut sebagai anomali yang terjadi saat IPO, karena harga saham yang ditawarkan tidak menunjukkan nilai perusahaan yang sebenarnya.

---

<sup>1</sup> Corresponding author

Fenomena *underpricing* ini sebelumnya telah ditemukan oleh beberapa peneliti. Ibbotson (1975) menemukan bahwa saham IPO di Amerika Serikat rata-rata mengalami *underpricing* sebesar 11,4% pada tahun 1960-1969. Data *initial return* pada 38 negara di dunia oleh Ritter (2003) juga menyimpulkan bahwa *initial return* positif terjadi pada semua sampel. Penelitian oleh Partama & Gayatri (2019) menemukan bahwa persentase saham yang mengalami *underpricing* di Indonesia tahun 2013- 2017 secara berturut-turut adalah 70%; 86,96%; 87,5%; 93,3% dan 91,43%. *Initial return* yang positif berarti bahwa harga saham saat di pasar sekunder lebih tinggi daripada saat penawaran, hal tersebut menguntungkan bagi investor namun merugikan bagi emiten. Perusahaan pada umumnya melakukan IPO untuk mendapatkan dana tambahan, oleh karena itu emiten akan mencoba menawarkan harga saham yang tinggi untuk mendapatkan dana yang maksimal. Sehingga apabila *underpricing* terjadi maka dana modal tambahan yang didapat dari IPO tidak akan maksimal. Apabila nilai *underpricing* tidak dikendalikan dengan baik akan menimbulkan hilangnya nilai kekayaan emiten sebagai akibat dari biaya untuk melakukan go public.

Fenomena tren *initial return* ini telah mengundang beberapa penelitian untuk meneliti berbagai faktor yang dapat berpengaruh terhadap tingkat *initial return* ini. Beberapa penelitian (Badru & Ahmad-Zaluki, 2016; Beatty & Ritter, 1986; Sugianto & Wijaya, 2018; Wang et al., 2003) telah meneliti bagaimana reputasi penjamin emisi efek dapat berpengaruh terhadap *initial return*. Penelitian yang dilakukan oleh Schrand & Verrecchia (2005) menguji pengaruh *press release* perusahaan dan berita mengenai perusahaan terhadap *initial return*. Sedangkan terdapat beberapa penelitian (Beatty, 1989; Clarkson, 1994; Emilia et al., 2008) telah menguji pengaruh reputasi auditor untuk menjelaskan pola *initial return*.

Selain faktor dari penjamin emisi efek, auditor dan *press release* atau berita, pengungkapan informasi-informasi yang terdapat dalam prospektus juga menjadi salah satu fokus peneliti untuk mengetahui pola dari *initial return*. Penelitian-penelitian terdahulu ada yang telah menganalisa pengaruh dari karakteristik dewan (Badru et al., 2017; Kubiček et al., 2017; Mnif, 2010), *ownership retention* (Clarkson & Merkley, 1994; Emilia et al., 2008), *gross proceeds* (Badru & Ahmad-Zaluki, 2016; Beatty & Ritter, 1986), reputasi dari manajemen emiten (Pradhan & Shrestha, 2016), risiko keuangan (Gumanti, 2000), reputasi dari underwriter (Chua, 2014; Schrand & Verrecchia, 2005; Wang et al., 2003), dan *use of proceeds* (Adanan et al., 2017) terhadap *initial return*.

Prospektus menjadi alat yang vital untuk menuji pengaruhnya terhadap *initial return* dikarenakan prospektus adalah dokumen utama yang wajib yang diterbitkan oleh emiten sebelum masa penawaran umum berlangsung. Emiten sebelum melakukan penawaran umum harus mempublikasikan prospektus yang berisi gambaran singkat mengenai perusahaan. Prospektus ini berguna agar para calon investor perusahaan dapat mengenali emiten lebih lanjut sebelum mereka membeli saham. Menurut POJK nomor 8/POJK.04/2017, "Prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan Penawaran Umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek". Prospektus merupakan satu-satunya dokumen wajib yang harus emiten bagikan kepada investor dan berfungsi sebagai sumber utama bagi investor untuk menilai perusahaan (Ström, 2006).

Prospektus terdiri dari beberapa bagian, salah satu bagian yang diungkapkan dalam prospektus adalah bagian faktor risiko. Bagian faktor risiko dalam prospektus berisi penjelasan mengenai risiko-risiko yang dapat mempengaruhi kegiatan emiten. Menurut Huang et al. (2011) bagian "faktor risiko" dalam prospektus seharusnya menjelaskan risiko perusahaan yang material yang disampaikan oleh manajer perusahaan kepada calon investor baru. Deumes (2008) menyatakan bahwa bagian faktor risiko dalam prospektus ini dimaksudkan untuk memberikan investor ringkasan yang jelas dan ringkas tentang risiko material terhadap investasi dalam sekuritas penerbit. Dengan demikian, bagian faktor risiko ini memiliki potensi untuk mengubah penilaian risiko investor dan mendorong keputusan investasi yang sehat.

Pada tanggal 14 Maret 2017, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengesahkan POJK no.8/POJK.04/2017 yang mengatur Bentuk dan Isi Prospektus dan Prospektus Ringkas dalam Rangka Penawaran Umum Efek bersifat Ekuitas. Peraturan ini menggantikan peraturan sebelumnya yaitu Keputusan Ketua BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) nomor KEP-51/PM/1996 atau disebut dengan Peraturan Nomor IX.C.2. Pembuatan peraturan baru oleh OJK seperti yang disebutkan dalam POJK nomor 8/POJK.04/2017 ditujukan untuk penyesuaian dengan

standar internasional (ASEAN Equity Securities Disclosure Standards), selain itu pula dilakukan untuk penyempurnaan peningkatan kualitas keterbukaan informasi pada prospektus yang dipublikasikan oleh emiten. Tambahan Lembaran Negara RI nomor 6029 menyatakan pula bahwa peraturan baru digunakan untuk keterbukaan informasi yang lebih komprehensif.

Implementasi peraturan baru menyebabkan timbulnya perbedaan pengungkapan wajib faktor risiko yang harus dilakukan oleh emiten. Sebelumnya dalam Peraturan IX.C.2 faktor risiko yang dinyatakan harus diungkapkan adalah risiko usaha yang disebabkan oleh: persaingan, pasokan bahan baku, ketentuan negara lain atau peraturan internasional, dan kebijaksanaan pemerintah. Jumlah risiko yang harus diungkapkan meningkat dalam POJK no. 8/POJK.04/2017 menjadi risiko utama, risiko usaha (yang disebabkan oleh persaingan, investasi atau aksi korporasi, kegagalan emiten memenuhi peraturan perundang-undangan yang berlaku dalam industrinya, perubahan teknologi, kelangkaan sumber daya, dan pasokan bahan baku), risiko umum (yang timbul karena kondisi perekonomian secara makro atau global, perubahan kurs valuta asing, kepatuhan terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku terkait bidang usaha emiten, tuntutan atau gugatan hukum, kebijakan pemerintah, dan ketentuan negara lain atau peraturan internasional), dan risiko bagi investor.

Terdapat beberapa penelitian yang mengukur faktor risiko secara keseluruhan tanpa mengelompokkan setiap jenis risiko seperti yang dilakukan oleh Clarkson & Merkley (1994) yang mendapatkan hasil yang negatif dan tidak signifikan sedangkan Gumanti (2006) menemukan bahwa terdapat hubungan yang signifikan dan positif. Searah dengan penelitian yang dilakukan oleh Gumanti (2006) tersebut, penelitian yang dilakukan oleh Gumanti et al. (2017) dan Wasiuzzaman et al. (2018) juga menemukan hasil yang positif antara jumlah faktor risiko secara keseluruhan dengan *initial return*. Penelitian oleh Ding (2016) menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara jumlah faktor risiko yang diungkapkan dengan tingkat *initial return*. Ding lebih lanjut membedakan bagaimana pengungkapan risiko yang mengandung konten yang unik dan standar berpengaruh terhadap *initial return*, dan menemukan bahwa pengungkapan risiko yang unik berpengaruh negatif pada *initial return* sedangkan risiko yang berisi standar berpengaruh positif pada *initial return*.

Terdapat beberapa penelitian yang menguji bagaimana pengaruh setiap jenis pengungkapan faktor risiko berdampak terhadap *initial return*, dengan mengelompokkan risiko-risiko yang terdapat dalam prospektus. Penelitian yang dilakukan oleh Abdou & Dicle (2007) mengelompokkan risiko menjadi beberapa kategori yaitu manajemen, perdagangan internasional, teknologi, operasional, keuangan, dan yang terakhir adalah terkait dengan pasar, ekonomi, dan regulasi. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Abdou dan Dicle ini terlihat bahwa setiap jenis kategori risiko memiliki pengaruh tersendiri bagi investor, dari tidak memiliki pengaruh sama sekali hingga berpengaruh negatif maupun positif terhadap *initial return*. Wasiuzzaman et al. (2018) menguji empat jenis faktor risiko yaitu risiko internal, risiko eksternal, risiko investasi, dan risiko secara keseluruhan. Risiko bagi investor dan risiko secara keseluruhan berpengaruh positif terhadap *initial return*. Risiko internal dan eksternal tidak berpengaruh secara signifikan.

Penelitian yang menguji pengaruh pengungkapan faktor risiko terhadap *initial return* di Indonesia hanya pernah dilakukan oleh Gumanti (2006) dan Gumanti et al. (2017). Kedua penelitian tersebut mengukur pengungkapan risiko yang terdapat dalam bagian faktor risiko dengan menggunakan jumlah faktor risiko yang diungkapkan dalam prospektus. Sehingga belum terdapat penelitian di Indonesia yang menguji bagaimana pengaruh pengungkapan faktor risiko terhadap *initial return* dengan menganalisis pengaruh setiap risiko yang terdapat di dalam prospektus.

Kondisi-kondisi inilah yang mendorong peneliti untuk menguji lebih lanjut lagi hubungan antara pengungkapan faktor risiko terhadap *Initial Return* dengan menggunakan standar peraturan OJK untuk meneliti lebih dalam bagaimana pengaruh standar pengungkapan faktor risiko yang disyaratkan oleh pemerintah dapat berpengaruh terhadap penilaian investor. Penelitian ini juga merupakan penelitian yang pertama kali menguji bagaimana pengungkapan faktor risiko terhadap *initial return* berdasarkan pengkategorian POJK no.8/POJK.04/2017 yang terdiri dari risiko utama, usaha, umum, dan bagi investor. Penelitian ini menggunakan analisis isi sampel perusahaan yang melakukan penawaran umum pada 2017-2018 yang menerapkan POJK no.8/POJK.04/2017 sebagai acuan dalam menyusun bentuk prospektus.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori keagenan menyatakan bahwa terdapat perbedaan informasi yang dimiliki oleh pihak satu dan yang lain. Salah satu permasalahan yang terjadi dalam asimetri informasi adalah *adverse selection*. *Winner's curse* yang dicetuskan oleh Rock (1986) merupakan salah satu model *adverse selection* yang menyatakan adanya asimetri informasi antara investor yang mendapatkan informasi (*informed investor*) dengan investor yang tidak mengetahui informasi (*uninformed investor*). Model ini lalu diteliti kembali oleh Beatty & Ritter (1986) yang akhirnya memunculkan model *ex-ante uncertainty* yang akan menjadi dasar dalam penelitian ini. *Ex-ante uncertainty* telah menjadi dasar untuk menjelaskan asimetri informasi yang terjadi dalam IPO *initial return*.

Beatty & Ritter (1986) menjelaskan *ex-ante uncertainty* adalah ketidakpastian yang dirasakan investor akan nilai saham yang ditawarkan sesaat setelah emiten melakukan *trading* di pasar sekunder. Terdapat asimetri informasi yang terjadi antara investor yang mengetahui informasi mengenai pasar dan perusahaan (*informed investor*) dan investor yang tidak mengetahui informasi (*uninformed investor*). Semakin tinggi *ex-ante uncertainty* semakin tinggi pula *initial return* yang harus ditawarkan bagi investor. *Initial return* yang positif dilakukan untuk mengkompensasikan ketidakpastian yang dihadapi *uninformed investor* agar tetap bertahan di pasar primer. *Informed investor* akan mendapat keuntungan dari informasi yang didapat mengenai nilai sekarang dari emiten atau risiko dari arus kas pada masa depan, yang pada akhirnya *uninformed investor* akan mendapatkan saham-saham yang tidak diinginkan (Chen et al., 2019). Hal yang dilakukan oleh emiten untuk mengurangi kerugian yang dihadapi *uninformed investor* dan menghindarkan mereka agar tidak keluar dari pasar sekunder adalah dengan merendahkan harga penawaran yang memungkinkan investor untuk menerima *return* yang positif dari investasi yang diberikan. Clarkson (1994) mengatakan bahwa untuk membuat *uninformed investor* tetap berpartisipasi dalam pasar, jika tidak maka pasar akan gagal, sehingga emiten harus melakukan *underprice* terhadap saham mereka.

Beberapa penelitian terdahulu telah mencoba untuk menguji peran pengungkapan informasi yang terdapat di prospektus. Terdapat penelitian-penelitian terdahulu yang telah menganalisa pengaruh dari karakteristik dewan (Badru et al., 2017; Kubiček et al., 2017; Mnif, 2010), reputasi dari manajemen emiten (Pradhan & Shrestha, 2016), risiko keuangan (Gumanti, 2000), reputasi dari *underwriter* (Wang et al., 2003; Schrand & Verrecchia, 2005; Chua, 2014), dan *use of proceeds* (Adanan et al., 2017).

Clarkson & Merkley (1994) telah menguji banyak variabel untuk menguji jenis proksi yang tepat untuk pengukuran *ex ante uncertainty*. Risiko dapat digunakan sebagai salah satu proksi dalam mengukur *ex-ante uncertainty*. *Ex-ante uncertainty* didefinisikan sebagai varians dari distribusi IPO *initial return* atau dapat dikatakan adalah ketidakpastian harga saham setelah IPO, sedangkan total risiko adalah varians dari *return* setelah IPO. Variabilitas arus kas masa depan mempengaruhi variabilitas harga saham, yang selanjutnya variabilitas harga saham dapat mempengaruhi variabilitas *return* saham. Sehingga dapat ditarik kesimpulan, jika total risiko dan *ex ante uncertainty* bergantung pada estimasi dari arus kas masa depan, yang diasumsikan oleh Gumanti (2000) bahwa risiko dan *ex-ante uncertainty* dapat berkorelasi positif. Sehingga risiko menjadi proksi yang tepat untuk *ex-ante uncertainty*.

Abdou & Dicle (2007) menemukan bahwa tidak setiap risiko dipandang sama oleh investor. Terdapat beberapa risiko yang dinilai sebagai ketidakpastian oleh investor, namun terdapat juga risiko yang dianggap sebagai "peluang". Selain itu, terdapat pula faktor risiko yang tidak memberikan pengaruh *initial return*. (Ding, 2016) juga menemukan bahwa ada penilaian yang berbeda antara pengungkapan risiko yang memiliki isi yang informatif dengan pengungkapan yang standar atau disalin dari prospektus-prospektus sebelumnya.

Peneliti berpendapat bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi oleh perusahaan maka semakin tinggi pula ketidakpastian akan nilai masa depan dari emiten. Pengaruh positif terjadi karena pengungkapan risiko akan meningkatkan asimetri informasi yang ada antar investor sehingga meningkatkan *uncertainty* yang ada. Sehingga semakin tinggi pengungkapan risiko yang terdapat di dalam prospektus akan semakin tinggi pula *initial return* yang di peroleh investor.

Emiten memiliki kewajiban untuk mengungkapkan faktor risiko yang dihadapi sesuai dengan petunjuk Peraturan IX.C.2 oleh BAPEPAM atau yang selanjutnya diperbarui oleh Peraturan POJK no.08/POJK.04/2017 yang mengatur bentuk dan isi prospektus. Peraturan baru

oleh OJK tersebut mensyaratkan agar emiten mengungkapkan risiko utama, risiko usaha, risiko umum, dan risiko bagi investor. Berdasarkan pernyataan penemuan yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al., (2018) dan teori *ex-ante uncertainty* oleh (Beatty & Ritter, 1986) dan klasifikasi yang dilakukan OJK maka hipotesis yang diusulkan adalah:

**H1:** Pengungkapan risiko utama berpengaruh positif pada *initial return* IPO

**H2:** Pengungkapan risiko usaha berpengaruh positif pada *initial return* IPO

**H3:** Pengungkapan risiko umum berpengaruh positif pada *initial return* IPO

**H4:** Pengungkapan risiko bagi investor berpengaruh positif pada *initial return* IPO

## METODE PENELITIAN

Variabel independen di penelitian ini adalah pengungkapan risiko utama, pengungkapan risiko usaha, pengungkapan risiko umum, dan pengungkapan risiko bagi investor. Variabel independen yang dipilih ini berdasarkan dengan POJK no.8/POJK.04/2017 mengenai Bentuk dan Isi Prospektus dan Prospektus Ringkas dalam Rangka Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas. Pengungkapan risiko utama diukur dengan *dummy variable* yaitu bernilai 1 jika diungkapkan dan dijelaskan, bernilai 0 jika selain itu. Pengungkapan risiko usaha diukur dengan jumlah skor nilai subrisiko, bernilai 1 jika setiap subrisiko diungkapkan dan dijelaskan, bernilai 0 jika selain itu. Subrisiko pada risiko usaha adalah persaingan, investasi/aksi korporasi, kegagalan emiten memenuhi peraturan perundang-undangan dalam industrinya, perubahan teknologi, kelangkaan sumber daya, dan pasokan bahan baku. Pengungkapan risiko umum diukur dengan jumlah skor nilai subrisiko, bernilai 1 jika setiap subrisiko diungkapkan dan dijelaskan, bernilai 0 jika selain itu. Subrisiko pada risiko umum adalah kondisi perekonomian secara makro atau global, perubahan kurs valuta asing, kepatuhan terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku terkait bidang usaha, tuntutan atau gugatan hukum, kebijakan pemerintah, dan ketentuan negara lain atau peraturan internasional. Pengungkapan risiko bagi investor diukur dengan *dummy variable* yaitu bernilai 1 jika diungkapkan dan dijelaskan, bernilai 0 jika selain itu.

Analisis prospektus menggunakan *narrative information method* seperti yang dilakukan oleh Wasiuzzaman et al. (2018), prospektus akan dibaca secara manual dan pengungkapan risiko akan dinilai berdasarkan pengungkapan pada bagian faktor risiko prospektus. Setiap emiten memiliki cara yang berbeda untuk melaporkan risikonya, oleh karena itu pengungkapan akan dinilai bukan berdasarkan judul risiko yang terdapat dalam bagian “faktor risiko” namun dilihat setiap kalimat apakah pengungkapan tersebut sesuai dengan yang diwajibkan oleh OJK.

Variabel dependen adalah *initial return*. Pada penelitian ini penghitungan *initial return* mengikuti penelitian yang dilakukan oleh Gumanti & Niagara (2006), Abdou & Dicle (2007), dan Wasiuzzaman et al. (2018) dengan rumus:  $(IPO\ offer\ price - Closing\ price\ pada\ hari\ pertama) / IPO\ offer\ price$ . Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah umur perusahaan dan *IPO offer size*. Pengukuran umur perusahaan adalah logaritma di tambah satu dengan jumlah tahun semenjak emiten berdiri merujuk pengukuran yang sama oleh Clarkson (1994) dan Wasiuzzaman et al. (2018). Pengukuran *IPO offer size* dalam penelitian ini mengikuti Schrand & Verrecchia (2005) dan Wasiuzzaman et al. (2018) yang menghitung *IPO offer size* berdasarkan logaritma dari jumlah lembar saham yang ditawarkan pada saat IPO.

## Penentuan Sampel Analisis Utama

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2017-2018. Pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling* yang merupakan metode pengambilan sampel berdasarkan maksud dan tujuan penelitian. Sampel penelitian diambil dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang menjadi sampel penelitian merupakan perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2017-2018 di mana daftar perusahaan di dapat dari factbook idx tahun 2018 untuk perusahaan IPO pada tahun 2017 dan pada website idx ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) untuk perusahaan IPO pada tahun 2018 mengingat factbook tahun 2019 belum diterbitkan
2. Perusahaan memiliki prospektus yang sesuai dengan kebutuhan penelitian
3. Perusahaan yang menggunakan POJK no.8/POJK.04/2017 sebagai acuan penyusunan bentuk dan isi prospektus atau perusahaan yang mengajukan pernyataan pendaftaran setelah 14 Maret 2017 (tanggal efektif peraturan POJK no.8/POJK.04/2017 berlaku)

### Penentuan Sampel Analisis Tambahan

Penelitian ini juga melakukan analisis tambahan untuk menguji pengaruh pengungkapan faktor risiko pada perusahaan yang IPO sebelum peraturan POJK no.8/POJK.04/2017 berlaku. Populasi dalam analisis tambahan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2014-2017. Pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling* yang merupakan metode pengambilan sampel berdasarkan maksud dan tujuan penelitian. Sampel penelitian diambil dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang menjadi sampel penelitian merupakan perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2014-2017 di mana daftar perusahaan di dapat dari factbook idx tahun 2015 hingga 2018 yang didapat dari website idx (www.idx.co.id)
2. Perusahaan memiliki prospektus yang sesuai dengan kebutuhan penelitian
3. Perusahaan yang belum menggunakan POJK no.8/POJK.04/2017 sebagai acuan penyusunan prospektus atau masih menggunakan Peraturan IX.C.2 sebagai acuan penyusunan bentuk dan isi prospektus atau perusahaan yang mengajukan pernyataan pendaftaran sebelum 14 Maret 2017 (tanggal efektif peraturan POJK no.8/POJK.04/2017 berlaku)

### Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi linear berganda untuk menguji hipotesis yang diajukan. Model statistik yang digunakan untuk analisis pengungkapan risiko utama, usaha, umum, dan bagi investor terhadap *Initial Return* adalah regresi OLS, yang dinyatakan dalam persamaan berikut:

$$IR = \alpha + \beta_1 UTAMA + \beta_2 USAHA + \beta_3 UMUM + \beta_4 INVESTOR + \beta_5 AGE + \beta_6 IPO\_SIZE + \varepsilon$$

Keterangan :

- IR : variabel dependen (*Initial Return* IPO)  
 $\alpha$  : konstanta  
 $\beta_1$  UTAMA : pengungkapan risiko utama  
 $\beta_2$  USAHA : tingkat pengungkapan risiko usaha  
 $\beta_3$  UMUM : tingkat pengungkapan risiko umum  
 $\beta_4$  INVESTOR : pengungkapan risiko bagi investor  
 $\beta_5$  AGE : umur perusahaan  
 $\beta_6$  IPO\_SIZE : besarnya saham yang ditawarkan saat IPO  
 $\varepsilon$  : *Error term*

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### Deskripsi Sampel Penelitian Analisis Utama

Pada awalnya didapat 94 perusahaan yang melakukan IPO pada 2017-2018. Namun, dari 94 perusahaan terdapat 7 perusahaan yang data prospektusnya tidak dapat ditemukan, sehingga 7 perusahaan tersebut dihapuskan dari data sampel. Sebanyak 87 perusahaan telah diketahui, namun dari 87 perusahaan tersebut yang masih menggunakan Peraturan IX.C.2 sebagai acuan dalam menyusun prospektus terdapat 4 perusahaan, yang menghasilkan total sampel sebanyak 83 perusahaan. Terdapat 2 data outlier atau data yang bernilai ekstrim, sehingga total akhir sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdapat 81 sampel perusahaan.

**Tabel 1**  
**Hasil Penentuan Sampel Analisis Utama**

No	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan yang melakukan IPO 2017-2018	94
2.	Prospektus tidak ditemukan	(7)
3.	Perusahaan yang tidak mengikuti POJK no. 8/POJK.04/2017	(4)
	Total Data Penelitian	83
	Data Outlier Penelitian	(2)
	<b>Total sampel penelitian</b>	<b>81</b>

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019

### Deskripsi Sampel Penelitian Analisis Tambahan

Terdapat 91 perusahaan yang IPO pada 2014-2017. Namun, selanjutnya dilakukan eliminasi pada 1 perusahaan yang *delisting*, 1 perusahaan yang terkena *suspend* BEI. Terdapat 12 data prospektus perusahaan yang tidak ditemukan, sehingga perlu dieliminasi. Terdapat 27 data perusahaan yang perlu dieliminasi karena tidak memenuhi persyaratan yaitu prospektus tersebut menggunakan peraturan baru POJK no.8/POJK.04/2017 sebagai acuan. Total sampel didapat sebanyak 50 sampel. Terdapat 2 data outlier sehingga total akhir sampel adalah 48 sampel perusahaan.

**Tabel 2**  
**Hasil Penentuan Sampel Analisis Utama**

No	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan yang melakukan IPO 2014-2017	91
2.	Perusahaan <i>delisting</i>	(1)
3.	Perusahaan terkena sanksi <i>suspend</i> perdagangan di BEI	(1)
4.	Prospektus tidak ditemukan	(12)
5.	Perusahaan yang tidak menerapkan Peraturan IX.C.2	(27)
	Total Data Penelitian	50
	Data Outlier Penelitian	(2)
	<b>Total sampel penelitian</b>	<b>48</b>

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019

### Deskripsi Variabel Analisis Utama

Tabel 3 menggambarkan analisis deskriptif untuk mengetahui persebaran dan ukuran pemusatan data dalam analisis utama. Sedangkan Tabel 4 menggambarkan frekuensi variabel independen pengungkapan risiko utama dan pengungkapan risiko bagi investor.

**Tabel 3**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian Analisis Utama**

Variabel	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
AGE	0,477	1,778	1,131	0,32777
IPO_SIZE	7,544	9,491	8,685	0,39704
IR	-0,700	0,700	0,425	0,31260
UTAMA	0	1	0,963	0,19003
USAHA	1	6	3,247	1,41006
UMUM	0	6	3,654	1,50134
INVESTOR	0	1	0,963	0,19003

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019

**Tabel 4**  
**Frekuensi Pengungkapan Risiko Utama dan Risiko bagi Investor**

Variabel	Nilai	Frekuensi	Persentase (%)
UTAMA	0	3	3,7
	1	78	96,3
INVESTOR	0	3	3,7
	1	78	96,3

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019

Umur perusahaan (AGE) memiliki nilai minimum 0,477 dengan nilai maksimum sebesar 1,778. Nilai rata-rata AGE adalah 1,131 dengan standar deviasi sebesar 0,32777. IPO\_SIZE (IPO *Offering Price*) memiliki nilai minimum sebesar 7,544, nilai maksimum 9,491, nilai rata-rata 8,685 dan standar deviasi sebesar 0,39704.

Pengungkapan risiko utama (UTAMA) memiliki nilai minimal 0 dan nilai maksimal 1. Terlihat dari tabel 4 yang menggambarkan frekuensi nilai terlihat bahwa dari 81 perusahaan terdapat 3 perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko utama. Hal ini berarti 96,3% perusahaan mengungkapkan risiko utama, sedangkan yang sisa 3,7% tidak mengungkapkan. USAHA memiliki nilai minimal 1, maksimal 6, rata-rata sebesar 3,247, dan dengan nilai standar deviasi sebesar 1,41006. Nilai minimal 1 menunjukkan terdapat perusahaan yang hanya mengungkapkan 1 dari 6

risiko usaha yang diwajibkan oleh OJK. Nilai rata-rata sebesar 3,247 menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO ini tidak cukup tinggi atau berada di sekitar nilai tengah dalam mengungkapkan risiko usaha yang terjadi.

Pengungkapan risiko umum (UMUM) memiliki nilai minimal 0, maksimal 6, rata-rata 3,654 dan standar deviasi sebesar 1,50134. Nilai minimal 0 menunjukkan bahwa terdapat perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko umum sama sekali. Nilai maksimal 6 menunjukkan juga bahwa terdapat perusahaan-perusahaan yang melakukan pengungkapan sesuai dengan regulasi yang dilakukan oleh OJK. Nilai rata-rata sebesar 3,654 menunjukkan bahwa perusahaan rata-rata mengungkapkan risiko umum tidak cukup tinggi atau di sekitar nilai tengah saja. INVESTOR memiliki nilai minimum 0, maksimum 1, rata-rata 0,963 dan standar deviasi sebesar 0,19003. Tabel 4 terlihat bahwa pengungkapan risiko bagi investor dilakukan oleh 78 perusahaan atau 93,6% dari total sampel. Pengungkapan ini dapat terbilang sangat tinggi.

*Initial Return (IR)* memiliki nilai minimum -0,70, nilai maksimum 0,700, nilai rata-rata 0,425, dan standar deviasi sebesar 0,31260. Terlihat dari data yang didapatkan bahwa rata-rata perusahaan memiliki nilai *Initial Return* yang positif, melihat nilai rata-rata adalah 0,425. Hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan yang IPO pada tahun 2017-2018 dan menggunakan standar POJK no.8/POJK.04/2017 rata-rata mengalami *underprice*.

### Deskripsi Variabel Analisis Tambahan

Tabel 5 menggambarkan analisis deskriptif untuk mengetahui persebaran dan ukuran pemusatan data dalam analisis tambahan. Sedangkan Tabel 6 menggambarkan frekuensi variabel independen pengungkapan risiko bagi investor. Pengungkapan risiko utama tidak dimasukkan dalam analisis tambahan dikarenakan semua sampel mengungkapkan risiko utama.

**Tabel 5**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian Analisis Tambahan**

Variabel	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
AGE	0,602	1,690	1,286	0,3024
IPO_SIZE	7,872	10,023	8,747	0,5230
IR	-0,897	0,700	0,085	0,4737
USAHA	1	5	2,146	1,1107
UMUM	0	6	2,500	1,2882
INVESTOR	0	1	0,854	0,3567

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019

**Tabel 6**  
**Frekuensi Pengungkapan Risiko bagi Investor**

Variabel	Nilai	Frekuensi	Persentase (%)
INVESTOR	0	7	14,6
	1	41	85,4

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019

Umur perusahaan (AGE) memiliki nilai minimum 0,602 dengan nilai maksimum sebesar 1,690. Nilai rata-rata AGE adalah 1,286 dengan standar deviasi sebesar 0,3024. Variabel IPO\_SIZE (*IPO Offering Price*) memiliki nilai minimum sebesar 7,872; nilai maksimum 10,023; nilai rata-rata 8,747 dan standar deviasi sebesar 0,5230.

Variabel USAHA memiliki nilai minimal 1, maksimal 5, rata-rata sebesar 2,146, dan dengan nilai standar deviasi sebesar 1,1107. Nilai minimal 1 menunjukkan terdapat perusahaan yang hanya mengungkapkan 1 dari 6 risiko usaha yang diwajibkan oleh OJK. Nilai rata-rata sebesar 2,146 menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan mengungkapkan risiko usaha cukup rendah, hanya sekitar 2,146 dari total nilai tertinggi 6. Pengungkapan risiko umum (UMUM) memiliki nilai minimal 0, maksimal 6, rata-rata 2,500 dan standar deviasi sebesar 1,2882. Nilai minimal 0 menunjukkan bahwa terdapat perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko umum sama sekali. Nilai maksimal 6 menunjukkan juga bahwa terdapat perusahaan-perusahaan yang melakukan pengungkapan sesuai dengan regulasi yang dilakukan oleh OJK. Nilai rata-rata sebesar 2,5 menunjukkan bahwa perusahaan rata-rata mengungkapkan risiko umum cukup rendah hanya sekitar

2,5 dari 6 sebagai nilai tertinggi. INVESTOR memiliki nilai minimum 0, maksimum 1, rata-rata 0,963 dan standar deviasi sebesar 0,854. Tabel 6 terlihat bahwa pengungkapan risiko bagi investor dilakukan oleh 41 dari 48 perusahaan atau 85,4% dari total sampel. Sedangkan sisa dari 14,6% perusahaan sampel tidak mengungkapkan risiko bagi investor. Pengungkapan risiko bagi investor yang terdapat di prospektus perusahaan sampel ini dapat dibidang mayoritas perusahaan mengungkapkannya.

*Initial Return (IR)* yang merupakan variabel dependen, memiliki nilai minimum -0,897, nilai maksimum 0,700, nilai rata-rata 0,085, dan standar deviasi sebesar 0,4737. Nilai IR yang terdapat pada tabel 5 menggambarkan bahwa *return* saham yang didapat investor saat hari pertama IPO bervariasi dari return yang negatif hingga positif. Terlihat dari data bahwa rata-rata perusahaan memiliki nilai IR yang positif, dengan nilai 0,085. Hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan yang IPO pada 2014-2017 dan menggunakan standar Peraturan IX.C.2 rata-rata mengalami *underprice* sebesar 8,5%.

### Pembahasan Hasil Penelitian

**Tabel 7**  
**Hasil Uji Hipotesis Analisis Utama**

Model	Koefisien	Nilai t	Sig.
(Constant)	1,822	2,511	0,014
AGE	-0,191	-1,862	0,067
IPO_SIZE	-0,121	-1,462	0,148
UTAMA	-0,119	-0,662	0,510
USAHA	-0,001	-0,023	0,981
UMUM	-0,069	-2,838	0,006
INVESTOR	0,252	1,383	0,171
<i>R – squared</i>	0,219		
<i>Adjusted R-squared</i>	0,156		
<i>F – statistic</i>	3,468		
<i>Signifikansi F</i>	0,004		

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019

**Tabel 8**  
**Hasil Uji Hipotesis Analisis Tambahan**

Model	Koefisien	Nilai t	Sig.
(Constant)	-2,660	-2,383	0,022
AGE	0,213	0,982	0,332
IPO_SIZE	0,326	2,627	0,012
USAHA	-0,046	-0,776	0,442
UMUM	-0,086	-1,687	0,099
INVESTOR	-0,076	-0,407	0,686
<i>R – squared</i>	0,227		
<i>Adjusted R-squared</i>	0,135		
<i>F – statistic</i>	2,462		
<i>Signifikansi F</i>	0,048		

Sumber : Data sekunder yang diolah tahun 2019

### Hipotesis 1

Analisis regresi linear berganda pada hipotesis satu menunjukkan bahwa pengungkapan risiko utama tidak mempengaruhi *initial return* IPO. Hasil berikut ditunjukkan dengan nilai probabilitas signifikansi pada analisis utama sebesar 0,510 jauh diatas 0,05. Melalui penelitian didapatkan juga bahwa 93,6% perusahaan mengungkapkan risiko utama. Hanya 3 dari 81 perusahaan yang tidak mengungkapkan risiko utama. Risiko utama menurut regulasi adalah segala jenis risiko yang berpengaruh paling besar terhadap emiten. Sehingga dalam pengungkapannya risiko utama terdiri dari berbagai jenis risiko sesuai dengan karakteristik setiap emiten. Risiko tersebut dapat berasal dari salah satu dari berbagai subrisiko yang berada pada risiko usaha, risiko umum atau risiko lainnya. Chen et al. (2019) dan Wasiuzzaman et al. (2018) menemukan bahwa tidak semua pengungkapan risiko berpengaruh terhadap *initial return*. Terdapat beberapa jenis

risiko yang berpengaruh negatif terhadap *initial return*, namun terdapat pula yang berpengaruh positif dan bahkan tidak berpengaruh terhadap *initial return* (Abdou & Dicle, 2007). Sehingga pengungkapan risiko utama ditemukan tidak signifikan karena investor tidak memandang sama setiap jenis risiko yang diungkapkan dalam risiko utama.

Hasil penelitian hipotesis satu ini berbeda dengan yang telah diprediksikan. Hipotesis satu mengharapkan adanya hubungan yang positif sesuai dengan teori model *ex-ante uncertainty* yang menjelaskan bahwa semakin tinggi risiko atau *uncertainty* yang ada pada emiten maka semakin tinggi pula tingkat *initial return*. Hasil penelitian yang tidak signifikan mengungkapkan bahwa pengungkapan risiko utama tidak meningkatkan kondisi ketidakpastian atau *uncertainty* yang dirasakan oleh investor atau dapat dikatakan pengungkapan risiko bukan merupakan proksi yang tepat dalam menggambarkan ketidakpastian yang terjadi dalam IPO.

## Hipotesis 2

Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah pengungkapan risiko usaha memiliki pengaruh positif terhadap *initial return* IPO. Risiko usaha menurut regulasi terdiri dari risiko persaingan, investasi atau aksi korporasi, kegagalan emiten memenuhi peraturan perundang-undangan, perubahan teknologi, kelangkaan sumber daya, dan pasokan bahan baku. Nilai signifikansi pada USAHA menunjukkan nilai 0,981. Hal ini mengindikasikan tidak terdapat hubungan antara pengungkapan risiko usaha dengan *initial return* IPO. Pada analisis statistik deskriptif di analisis utama yang menggunakan data prospektus perusahaan yang mengacu POJK no.8/POJK.04/2017 ditemukan bahwa nilai rata-rata pengungkapan risiko usaha 3,247. Nilai ini meningkat dari prospektus yang belum mengacu pada POJK no.8/POJK.04/2017 yang rata-rata pengungkapannya adalah 2,146. Walaupun nilai rata-rata pengungkapan meningkat, tetap tidak ada pengaruh terhadap *initial return* yang dilihat dari analisis tambahan maupun analisis utama.

Wasiuzzaman et al., (2018) mengungkapkan walaupun secara kuantitatif pengungkapan risiko internal dan eksternal lebih tinggi dibanding risiko investasi, namun risiko internal dan eksternal tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Risiko investasi yang memiliki jumlah pengungkapan lebih rendah namun berpengaruh signifikan. Hal tersebut menunjukkan bahwa bukan pengungkapan secara jumlah yang berpengaruh terhadap *initial return* namun isi (kualitas) dari pengungkapan. Hal yang sama terlihat dalam penelitian ini, yang menunjukkan risiko umum dan risiko usaha memiliki subrisiko yang sama yaitu 6 dan memiliki nilai rata-rata yang tidak jauh berbeda. Rata-rata pengungkapan risiko usaha adalah 3,247 dan risiko umum adalah 3,654. Sehingga alasan dari tidak signifikannya pengaruh pengungkapan ini adalah bahwa isi pengungkapan risiko tidak berpengaruh terhadap penilaian risiko yang dirasakan oleh investor.

Pengungkapan risiko usaha tidak berpengaruh pada *initial return* karena perusahaan cenderung mengungkapkan informasi yang tidak unik atau menjelaskan namun sudah pernah dijelaskan sebelumnya pada prospektus di industrinya. Hanley & Hoberg (2010) menjelaskan bahwa definisi tidak informatif adalah isi dari pengungkapan tersebut bersifat standar sesuai dengan versi prospektus yang telah diungkapkan oleh perusahaan-perusahaan dengan industri yang sama sebelumnya. Ding (2016) menemukan bahwa secara kuantitatif pengungkapan risiko tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Chen et al. (2019) juga menemukan bahwa pengungkapan risiko yang unik dan berbeda sesuai dengan kondisi perusahaan dan berbeda dari pengungkapan di prospektus dengan industri yang sama akan berpengaruh terhadap *initial return*. Penelitiannya juga menjelaskan bahwa hasil yang tidak signifikan dapat terjadi pada jenis risiko yang dianggap oleh investor tidak memberikan informasi yang berbeda dengan prospektus sebelumnya atau hanya mengabarkan informasi yang umum saja.

Hasil penelitian yang tidak signifikan ini berbeda dengan yang diprediksikan, mengingat hipotesis kedua adalah adanya pengaruh positif yang signifikan antara pengungkapan risiko utama dengan *initial return* IPO. Hipotesis kedua mengharapkan adanya hubungan yang positif sesuai dengan teori model *ex-ante uncertainty* yang menjelaskan bahwa semakin tinggi risiko atau *uncertainty* yang ada pada emiten maka semakin tinggi pula tingkat *initial return*. Hasil ini menjelaskan bahwa variabel pengungkapan risiko usaha yang terdapat dalam prospektus di Indonesia tidak berpengaruh terhadap *uncertainty* yang dirasakan oleh investor.

### Hipotesis 3

Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah pengungkapan risiko umum berpengaruh positif terhadap *initial return* IPO. Tabel 7 menunjukkan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,006 yang berarti terdapat hubungan yang positif antara tingkat pengungkapan risiko umum dengan *initial return* IPO. Arah hubungan ditunjukkan oleh koefisien di tabel 7 yang menunjukkan arah negatif. Hasil ini berbeda dengan hipotesis yang menduga terdapat hasil yang positif antara tingkat pengungkapan risiko umum dengan *initial return* IPO. Penelitian yang dilakukan oleh Abdou & Dicle (2007) menemukan jenis risiko yang mempunyai pengaruh negatif terhadap *initial return* IPO, alasan untuk hubungan yang negatif ini terjadi karena risiko terkait dianggap sebagai “kesempatan” dibandingkan dengan dianggap sebagai risiko. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ding (2016) dengan melakukan analisis secara menyeluruh terlebih dahulu pada prospektus sampel, menemukan bahwa pengungkapan risiko yang informatif dan memiliki konten yang unik akan memberikan pengaruh yang negatif terhadap *initial return* IPO. Hubungan yang negatif ini menurut Ding terjadi karena pengungkapan risiko yang infromatif akan mengurangi tingkat *ex-ante uncertainty* yang akan menimbulkan nilai *initial return* IPO menurun.

Teori keagenan model *ex-ante uncertainty* menjelaskan bahwa semakin tinggi *uncertainty* semakin tinggi pula tingkat *initial return*. *Uncertainty* terjadi saat terdapat asimetri informasi antara investor yang mengetahui informasi (*informed investor*) dengan investor yang tidak mengetahui informasi (*uninformed investor*). Dengan adanya hasil hubungan yang negatif antara pengungkapan risiko umum pada prospektus, maka pengungkapan risiko bukannya meningkatkan *uncertainty* tetapi mengurangi adanya asimetri informasi dengan cara menaikkan kuantitas pengungkapan yang tersedia bagi publik. Sebelum emiten memutuskan untuk *go public*, informasi terkait emiten tidak diketahui secara publik atau dapat dibilang hanya sedikit informasi yang tersedia. Namun saat perusahaan memutuskan untuk *go public*, maka emiten akan mengungkapkan beberapa informasi terkait usaha dan informasi perusahaan mereka yang akan menyebabkan perbedaan informasi yang terjadi antara *informed investor* dan *uninformed investor* akan berkurang. Sehingga melalui argumen ini, pengungkapan faktor risiko berpengaruh negatif terhadap nilai *initial return* sesuai dengan hasil penelitian yang didapat oleh Ding (2016).

### Hipotesis 4

Tabel 7 menunjukkan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,171 yang menandakan tidak terdapat hubungan antara pengungkapan risiko bagi investor dengan *initial return* IPO. Tabel 8 menunjukkan bahwa prospektus yang mengacu pada peraturan lama juga tidak ada hubungan antara pengungkapan bagi investor dan *initial return* dilihat dari nilai sig.  $0,686 > 0,05$ . Persentase pengungkapan risiko bagi investor oleh perusahaan yang mengacu pada aturan lama adalah 85,4% . Nilai ini meningkat pada prospektus yang mengacu pada peraturan baru yaitu menjadi 96,3%. Sehingga walaupun tidak ditemukannya pengaruh signifikan terhadap *initial return*, jumlah perusahaan yang mengungkapkan risiko bagi investor setelah peraturan baru ditetapkan meningkat.

Wasiuzzaman et al. (2018) mengungkapkan bahwa tidak semua pengungkapan risiko akan berpengaruh terhadap *initial return*. Chen et al. (2019) mengatakan hasil penelitiannya menunjukkan bahwa dua per tiga dari pengungkapan risiko dalam prospektus tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Pengungkapan risiko bagi investor dalam prospektus di Indonesia merupakan salah satu pengungkapan risiko yang tidak mempengaruhi *initial return*. Hal ini juga dapat dijelaskan terkait risiko bagi investor adalah risiko yang akan dihadapi oleh calon investor jika berinvestasi atau membeli saham IPO tersebut. Pengungkapan risiko bagi investor tidak menjelaskan secara spesifik atau unik terkait risiko yang akan dihadapi oleh emiten ke depannya namun lebih ke risiko yang akan dihadapi oleh investor jika memutuskan untuk berinvestasi. Sehingga informasi yang dijelaskan oleh pengungkapan risiko bagi investor bersifat umum.

Hasil penelitian ini berbeda dengan yang diprediksikan, mengingat hipotesis empat ini mengharapkan adanya pengaruh positif antara pengungkapan risiko utama dengan *initial return* IPO. Pengungkapan risiko bagi investor tidak menunjukkan bahwa variabel ini merupakan variabel yang tepat dalam menjelaskan model *ex-ante uncertainty* atau berpengaruh pada *uncertainty* yang terdapat pada investor.

## KESIMPULAN

Penelitian ini menggunakan 83 sampel perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2017-2018 yang menggunakan POJK no.8/POJK.04/2017 sebagai dasar acuan dalam menyusun bentuk dan isi prospektus. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Dengan menggunakan analisis regresi linear berganda, penelitian ini menemukan bahwa jenis pengungkapan risiko umum berpengaruh negatif terhadap tingkat *initial return* IPO. Hal ini mengindikasikan bahwa investor saat menilai saham IPO, lebih memperhatikan pengungkapan risiko umum dibanding jenis pengungkapan risiko lainnya. Pengungkapan risiko utama, pengungkapan risiko usaha dan pengungkapan risiko bagi investor tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Walaupun persentase pengungkapan risiko utama dan bagi investor meningkat dari prospektus yang mengacu pada peraturan lama, namun tetap tidak ditemukannya hasil yang signifikan terhadap *initial return*. Sedangkan nilai rata-rata pengungkapan risiko usaha meningkat saat prospektus mengacu pada peraturan POJK no.8/POJK.04/2017, sehingga walaupun ditemukan tidak terdapat pengaruh signifikan namun adanya peraturan baru ini berpengaruh terhadap peningkatan pada pengungkapan risiko usaha.

Hubungan yang negatif antara pengungkapan risiko umum dengan *initial return* mengindikasikan bahwa pengungkapan risiko bukannya meningkatkan *ex-ante uncertainty* pada nilai emiten seperti yang dirumuskan pada hipotesis, namun yang terjadi adalah pengungkapan risiko mengurangi tingkat *ex-ante uncertainty*. Hal ini dapat berarti bahwa pengungkapan risiko dianggap sebagai cara untuk mengurangi asimetri informasi yang terjadi pada lingkungan IPO yang penuh ketidakpastian.

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini. Keterbatasan pertama adalah nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* hanya sebesar 15,6%. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel independen hanya menjelaskan varians variabel dependen sebanyak 15,6% sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak terdapat dalam model penelitian ini. Keterbatasan kedua adalah sampel yang digunakan merupakan sampel yang terdiri dari berbagai macam industri sedangkan pada era sekarang ini terdapat pertumbuhan yang signifikan untuk perusahaan yang berfokus pada teknologi. (Schrand & Verrecchia, 2005) menemukan hasil yang berbeda antara pengaruh pengungkapan terhadap tingkat *initial return* antara *non-internet firms* dan *internet firms*. Keterbatasan ketiga adalah sampel yang digunakan terbatas pada tahun 2017-2018, sehingga sampel yang digunakan terbatas pada 81 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun tersebut.

Atas dasar keterbatasan tersebut, penelitian selanjutnya disarankan dapat menambah variabel lainnya yang berhubungan dengan penelitian ini. Penelitian selanjutnya juga diharapkan dapat menambah jumlah tahun sampel dan juga diharapkan dapat membedakan analisis antara perusahaan dengan teknologi tinggi dengan perusahaan non-teknologi tinggi.

## REFERENSI

- Abaidoo, R., & Kwenin, D. O. (2013). Corporate Profit Growth, Macroeconomic Expectations and Fiscal Policy Volatility. *International Journal of Economics and Finance*, 5(8), 25–38.
- Abdou, K., & Dicle, M. F. (2007). Do risk factors matter in the IPO valuation? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15(1), 63–89.
- Adanan, S. A., Sani, A. A., Bustamam, K. S., & Saidin, A. (2017). *Intended Use of Proceeds and the Performance of Initial Public Offerings (IPO)*. *SHS Web of Conferences* (Vol. 36).
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488.
- Ameer, R. (2012). Macroeconomic factors and initial public offerings (IPOs) in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(1), 41–67.
- Asikin, Z. (2015). *Hukum Acara Perdata di Indonesia*. Prenadamedia.
- Asriadi. (2017). Masalah kelangkaan dalam kerangka ekonomi islam. *Jurnal Iqtisaduna*, 3(2).
- Aven, T. (2016). Risk assessment and risk management: Review of recent advances on their foundation. *European Journal of Operational Research*, 253(1), 1–13.
- Badru, Bazeet O., Ahmad-Zaluki, N. A., & Wan-Hussin, W. N. (2017). *CEO characteristics and the amount of capital raised in Malaysian IPOs*. *International Journal of Management Practice* (Vol. 10).
- Badru, Bazeet Olayemi, & Ahmad-Zaluki, N. A. (2016). Explaining IPO initial returns in

- Malaysia: ex-ante uncertainty versus signalling. *Asian Review of Accounting*.
- Beatty, P., & Ritter, J. R. (1986). INVESTMENT BANKING, REPUTATION, AND THE UNDERPRICING OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS. *Journal of Financial Economics*, 15(June 1984), 213–232.
- Beatty, R. P. (1989). Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings. *The Accounting Review*, 64(4), 693–709.
- Chen, F., Yao, Y., & Zhao, M. (2019). Do Investors Turn a Blind Eye to Risk-Factor Disclosures by State-Controlled Firms? *SSRN Electronic Journal*, (71672090).
- Chua, A. (2014). *Market conditions, underwriter reputation and first day return of IPOs*. *Journal of Financial Markets* (Vol. 19).
- Clarkson, P. M. (1994). The Underpricing of Initial Public Offerings, Ex Ante Uncertainty, and Proxy Selection. *Accounting & Finance*, 34(2).
- Clarkson, P. M., & Merkley, J. (1994). Ex Ante Uncertainty and the Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence. *Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne Des Sciences de l'Administration*, 11(2), 54–67.
- Curatman, A. (2010). *Teori Ekonomi Makro*. Deepublish.
- Darda Syahrizal, S. H. (2018). *Hukum Administrasi Negara & Peradilan Tata Usaha Negara*. Pustaka Yustisia.
- Deumes, R. (2008). Corporate risk reporting: A content analysis of narrative risk disclosures in prospectuses. *Journal of Business Communication*, 45(2), 120–157.
- Ding, R. (2016). Disclosure of Downside Risk and Investors' Use of Qualitative Information: Evidence from the IPO Prospectus's Risk Factor Section. *International Review of Finance*, 16(1), 73–126.
- Emilia, Sulaiman, L., & Sembel, R. (2008). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Initial Return 1 Hari, Return 1 Bulan, dan Pengaruh Terhadap Return 1 Tahun IPO. *Journal of Applied Finance and Accounting*, 1(1), 116–140.
- Fuad, M., Handayani, C., Nurlela, Sugiarto, & Paulus Y.E.F. (2009). *Pengantar Bisnis*. Gramedia Pustaka Utama.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariete SPSS 23*.
- Gilarso, T. (2013). *Pengantar Ilmu Ekonomi Makro. Edisi Revisi*. Kanisius.
- Gumanti TA, N. M. (2006). Ownership retention, number of risk factors and underpricing in Indonesian initial public offerings. *The 9th Accounting National Symposium*, (February), 12–14.
- Gumanti, Tatang Ary. (2000). Accounting Information and the Underpricing of Indonesian Initial Public Offerings.
- Gumanti, Tatang Ary, Lestari, A. R., & Abdul Mannan, S. S. (2017). Underpricing and Number of Risk Factors of Initial Public Offerings in Indonesia, 0(2016), 178–185.
- Hanafi, M. M. (2014). Risiko, Proses Manajemen Risiko, dan Enterprise Risk Management. In *Manajemen Risiko* (pp. 1–40). Jakarta.
- Hanley, K. W., & Hoberg, G. (2010). The information content of IPO prospectuses. *Review of Financial Studies*, 23(7), 2821–2864.
- Hasyim, A. I. (2017). *Ekonomi Makro*. Prenada Media.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (2001). *Accounting Theory* (5th ed.). Singapore: McGraw-Hill.
- Huang, F. L., Li, Y. L., Li, Y. Y., & Wang, Z. (2011). Initial public offering underpricing Analysis from a risk disclosure perspective. In *2011 International Conference on Electronics, Communications and Control, ICECC 2011 - Proceedings* (pp. 3214–3217).
- Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 2(3), 235–272.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE, 3, 305–360.
- Kubiček, A., Strouhal, J., & Štamfestová, P. (2017). Impact of Board Structure on IPO Underpricing in Central Europe. *International Advances in Economic Research*, 23(1), 129–130.
- Kuhaity, S. (2014). Pengaruh Hukum Internasional Terhadap Perkembangan Hukum Kontrak Di

- Indonesia. *Jurnal Sasi*, Vol.20(2), 64–70.
- Ljungqvist, A. (2007). IPO Underpricing. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, 1(06), 375–422.
- Mnif, A. (2010). Board of Directors and The Pricing of Initial Public Offerings (IPOs): Does The Existence of A Properly Structured Board Matter? Evidence from France.
- Mousa, F. T., Bierly, P. E., & Wales, W. J. (2014). Different strokes: IPO risk factors, investor valuation, and firm survival. *Journal of Management and Organization*, 20(3), 348–364.
- Mudjiyono. (2012). INVESTASI DALAM SAHAM & OBLIGASI DAN MEMINIMALISASI RISIKO SEKURITAS PADA PASAR MODAL INDONESIA, 4(2), 1–18.
- Partama, I. G. N. A., & Gayatri. (2019). Analisis Determinan Underpricing Saham di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 26, 2293–2323.
- Pradhan, R. S., & Shrestha, K. (2016). Performance of the initial public offering (IPO) in the Nepalese stock market Prof. Dr. Radhe S. Pradhan 1 and Kushal Shrestha.
- Prastica, Y. (2012). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing Pada Saat Penawaran Umum Saham Perdana. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*, 1(2), 99–105.
- Renn, O., & Benighaus, C. (2013). Perception of technological risk: Insights from research and lessons for risk communication and management. *Journal of Risk Research*, 16(3–4), 293–313.
- Ritter, J. R. (2003). Differences between European and American IPO Markets. *European Financial Management*, 9(4), 421–434.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 187–212.
- Schrand, C. M., & Verrecchia, R. E. (2005). Information Disclosure and Adverse Selection Explanations for IPO Underpricing. *SSRN Electronic Journal*, (215).
- Šotić, A., & Rajić, R. (2015). The Review of the Definition of Risk. *Applied Knowledge Management*, 3(3), 17–26.
- Stigler, G. J. (1957). Perfect Competition, Historically Contemplated. *The Journal of Political Economy*, 65(1), 1–17.
- Ström, N. (2006). *Essays on Information Disclosure*. Uppsala University.
- Sugeng, B., & Sujayadi. (2012). *Pengantar Hukum Acara Perdata & Contoh Dokumen Litigasi*. Prenadamedia.
- Sugianto, F., & Wijaya, L. I. (2018). Factors From Underwriter That Influence Initial Return of the Companies Doing Initial Public Offerings in Indonesia Stock Exchange in the Period of 2004–2011. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis Indonesia*, 2(1), 90–103.
- Tabdelilin, E. (2017). *Pasar Modal: Manajemen Portofolio & Investasi*. (G. Sudibyo, Ed.). PT Kanisius.
- Triyono, T. (2008). Analisis Perubahan Kurs Rupiah Terhadap Dollar Amerika. *Jurnal Ekonomi Pembangunan: Kajian Masalah Ekonomi Dan Pembangunan*, 9(2), 156.
- Unsal, E., & Cetindamar, D. (2015). Technology Management Capability : Definition. *European International Journal of Science and Technology*, 4(2), 181–196.
- Vargas-Hernandez, J., Noruzi, M. R., & Ali, I. F. N. H. (2013). What is Policy , Social Policy and Social Policy Changing? *International Journal of Business and Social Science*, 2(10), 287–291.
- Wang, J., Liu, S., & Wu, C. (2003). Does Underwriter Reputation Affect the Performance of IPO Issues? *Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, 8(3), 17–41.
- 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.
- Yusuf, N. H., & Musdholifah, M. (2018). Pengaruh Nilai Perusahaan, Leverage Dan Nilai Pasar Terhadap Eksposur Ekonomi Perusahaan Di Indonesia Tahun 2011–2016. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 6(3), 126–137.