

## Peran Informasi Perusahaan dan Perhatian Investor terhadap Initial return Saham IPO di Pasar Modal Indonesia Periode 2021-2024

Novita Fitria<sup>1</sup>, Harlina Meidiaswati<sup>2</sup>

Universitas Negeri Surabaya<sup>1,2</sup>

Email korespondensi: novitafitria.22076@mhs.unesa.ac.id

### **Abstract**

*This study aims to analyze the effects of the intended use of IPO proceeds, retail investor attention, and board gender diversity on initial returns for IPO firms during the 2021–2024 period. The intended use of IPO proceeds is measured using three components: growth opportunities, working capital, and debt repayment. This study employs a quantitative approach with purposive sampling, resulting in a sample of 188 companies. The data were analyzed using multiple linear regression with Stata version 17. The results indicate that the allocation of IPO proceeds to growth opportunities has a significant negative effect on initial return, while retail investor attention has a significant positive effect on initial return. However, the allocation of IPO proceeds to working capital and debt repayment, as well as board gender diversity, does not have a significant effect on initial return. Therefore, the allocation of IPO proceeds to growth opportunities and the level of retail investor attention should be considered in determining IPO strategy and the formation of initial return.*

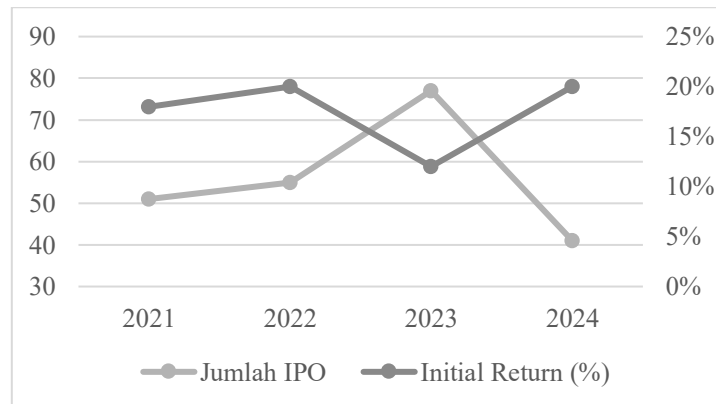
**Keywords:** board gender diversity; initial return; intended use of IPO proceeds; IPO; retail investor attention

### **1. PENDAHULUAN**

Kegiatan operasional perusahaan memerlukan sumber pendanaan yang memadai untuk mendukung keberlangsungan dan pertumbuhan bisnis. Salah satu alternatif pendanaan eksternal yang dapat digunakan adalah Initial Public Offering (IPO), yaitu penawaran saham kepada publik (Rivandi, 2017). Perusahaan yang melakukan go public dapat memperoleh dana tambahan untuk memenuhi kebutuhan modal kerja dan membayar utang. Dana tersebut berperan penting dalam mendorong pertumbuhan serta meningkatkan profitabilitas bisnis (Syamni et al., 2024).

Fenomena IPO di Indonesia menunjukkan pola yang fluktuatif pada periode 2021–2024. Pada 2021 jumlah perusahaan yang melakukan IPO mencapai 51 emiten, kemudian meningkat pada 2022 menjadi sekitar 55 perusahaan dan kembali meningkat signifikan pada 2023 hingga mencapai 77 perusahaan. Peningkatan ini mencerminkan meningkatnya kepercayaan pasar dan minat investor, bahkan menempatkan BEI pada posisi keenam secara global dalam jumlah IPO dan sebagai bursa terdepan di kawasan ASEAN sejak 2018 (Bursa Efek Indonesia, 2024). Namun, pada 2024 jumlah IPO menurun menjadi 41 perusahaan, yang disebabkan oleh tantangan pasar global dan ketidakpastian ekonomi sehingga investor menjadi lebih berhati-hati (EY Indonesia,

2025). Dengan demikian, perubahan jumlah IPO dalam periode tersebut tidak hanya dipengaruhi oleh faktor ekonomi makro, tetapi juga oleh persepsi dan minat investor terhadap prospek perusahaan yang akan go public



**Grafik 1 Tren Jumlah IPO dan Initial return di Indonesia Periode 2021–2024**  
Sumber: IDX Statistik, Data Diolah (2026)

Penilaian investor terhadap saham yang baru publik didasarkan pada berbagai faktor yang memengaruhi keputusan investasi, seperti prospek pertumbuhan perusahaan dan potensi keuntungan yang ditawarkan (Kumar *et al.*, 2021). Keuntungan yang diharapkan dari investasi pada saham *IPO* umumnya diwujudkan dalam bentuk *return*, khususnya *initial return* sebagai keuntungan jangka pendek yang diperoleh pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder. *Initial return* diukur berdasarkan selisih antara harga penawaran awal dan harga penutupan pada hari pertama perdagangan. *Initial return* yang positif mencerminkan respons pasar yang baik, sedangkan *initial return* yang negatif menunjukkan rendahnya minat investor (Mulyadi *et al.*, 2025). Bagi perusahaan, *initial return* yang terlalu tinggi mencerminkan adanya *underpricing* yang dapat menimbulkan biaya implisit karena perusahaan kehilangan potensi dana yang lebih besar (Husnan *et al.*, 2015).

Rata-rata *initial return* perusahaan yang melakukan *IPO* pada periode 2021–2024 menunjukkan pola yang fluktuatif. *Initial return* meningkat dari tahun 2021 ke 2022, kemudian menurun pada 2023, dan kembali meningkat pada 2024. Pola ini menunjukkan bahwa potensi keuntungan jangka pendek bagi investor mengalami pasang surut. Hal ini menunjukkan adanya ketidaksejajaran antara jumlah *IPO* dan *initial return*, peningkatan jumlah *IPO* tidak diikuti oleh peningkatan *initial return*. Kondisi ini tidak selaras dengan teori *hot issue market* yang menyatakan bahwa peningkatan volume *IPO* diikuti oleh peningkatan *initial return* (Ibbotson & Jaffe, 1975).

Melihat adanya ketidaksejajaran tersebut, penting untuk menelaah faktor-faktor informasi perusahaan yang dapat memengaruhi besarnya *initial return*. Salah satunya adalah rencana penggunaan dana *IPO*, yang memberikan informasi kepada investor mengenai proporsi alokasi dana untuk berbagai tujuan, seperti investasi jangka panjang, modal kerja, dan pelunasan utang (Meidiaswati *et al.*, 2019). Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa penggunaan dana untuk *growth opportunities* dan *working capital* berhubungan positif dengan *initial return* karena meningkatkan ketidakpastian arus kas masa depan sehingga investor menuntut kompensasi berupa

*initial return* yang tinggi, sedangkan penggunaan dana untuk *debt repayment* berhubungan negatif karena menurunkan risiko keuangan perusahaan sehingga investor tidak menuntut premi risiko yang tinggi (Ahmad-Zaluki & Badru, 2021). Dengan demikian, informasi mengenai penggunaan dana *IPO* menjadi sinyal penting bagi investor dalam menilai kualitas perusahaan.

Selain faktor informasi perusahaan, perilaku investor juga memengaruhi *initial return*. Perhatian investor sebelum *IPO* terbukti dapat meningkatkan *initial return* perdagangan karena adanya optimisme dan euforia terhadap saham baru (Zhao *et al.*, 2022). Perhatian investor ritel dapat diukur menggunakan *search volume index* dari Google Trends yang mencerminkan tingkat pencarian informasi terkait saham tertentu (Ding, R & Hou, 2015). Tingginya tingkat pencarian ini menunjukkan meningkatnya minat investor terhadap saham *IPO*, yang pada akhirnya dapat mendorong permintaan dan meningkatkan *initial return* (Che-Yahya *et al.*, 2023).

Karakteristik tata kelola perusahaan juga dapat memengaruhi persepsi risiko investor, salah satunya melalui *board gender diversity*. Keberadaan perempuan dinilai lebih rasional dan cenderung menghindari pengambilan keputusan keuangan yang berisiko tinggi dibandingkan dengan laki-laki (Harjayanti *et al.*, 2024). Hal ini sejalan dengan Carter *et al.* (2017) yang menyatakan bahwa perempuan secara umum lebih *risk averse* dibandingkan laki-laki. Kondisi tersebut dapat mendorong perusahaan untuk menghindari keputusan keuangan yang berisiko tinggi dan meningkatkan kualitas pengungkapan informasi. Selain itu, *board gender diversity* yang lebih tinggi mendorong prospektus *IPO* yang lebih informatif, sehingga menurunkan asimetri informasi antara perusahaan dan investor (Harjayanti *et al.*, 2024). Dengan demikian, kondisi tersebut membuat investor tidak menuntut *initial return* yang tinggi sebagai kompensasi risiko, sehingga tingkat *underpricing IPO* dapat dikurangi.

Meskipun berbagai penelitian telah dilakukan, hasil yang diperoleh masih menunjukkan inkonsistensi. Selain itu, fenomena empiris di Indonesia menunjukkan ketidaksesuaian antara volume *IPO* dan *initial return* yang tidak selaras dengan prediksi teori *hot issue market*. Kondisi ini menunjukkan adanya celah penelitian yang penting untuk dikaji lebih lanjut guna memahami faktor-faktor yang memengaruhi *initial return* pada pasar *IPO* di Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *intended use of IPO proceeds*, *retail investor attention*, dan *board gender diversity* terhadap *initial return* saham *IPO* di Indonesia pada periode 2021–2024. Penelitian ini juga menggunakan pendekatan *isometric log ratio (ILR)* dalam menganalisis penggunaan dana *IPO* yang bersifat komposisional. Pendekatan ini dilakukan secara relatif antar komponen penggunaan dana, sehingga memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai struktur penggunaan dana *IPO* karena peningkatan proporsi pada satu komponen akan diikuti oleh penurunan proporsi pada komponen lainnya.

### ***Signaling Theory***

Menurut teori sinyal yang diperkenalkan oleh Spence (1973), pihak yang memiliki informasi lebih lengkap akan mengirimkan sinyal kepada pihak yang memiliki informasi terbatas untuk mengurangi asimetri informasi. Sinyal akan efektif apabila perusahaan berkualitas tinggi mampu memberikan sinyal dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan perusahaan berkualitas rendah.

Dalam konteks pasar modal, investor menggunakan sinyal untuk menilai kualitas dan prospek perusahaan karena informasi tersebut tidak dapat diamati secara langsung. Respons investor terhadap sinyal bergantung pada isi dan kredibilitas informasi yang disampaikan, sehingga sinyal yang dipersepsikan meningkatkan risiko dapat memunculkan respons negatif. Healy & Palepu (2001) menjelaskan bahwa pengungkapan informasi merupakan mekanisme untuk mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan kredibilitas perusahaan. Dalam penelitian ini, *intended use of IPO proceeds* dan *board gender diversity* berperan sebagai sinyal yang memengaruhi persepsi investor terhadap risiko dan prospek perusahaan saat *IPO*.

### ***Behavioral Finance Theory***

Menurut Kahneman & Tversky (1979) melalui *Prospect Theory*, pengambilan keputusan investasi tidak selalu didasarkan pada pertimbangan rasional, melainkan pada persepsi keuntungan dan kerugian relatif terhadap titik acuan tertentu. Konsep ini menjadi dasar berkembangnya *behavioral finance*, yang menjelaskan bahwa keputusan keuangan dipengaruhi oleh bias psikologis dan emosional investor (De Bondt & Thaler, 1985). Perilaku investor yang tidak sepenuhnya rasional dapat menyebabkan reaksi berlebihan terhadap informasi baru, sehingga harga pasar dapat menyimpang dari nilai fundamental (Barberis & Thaler, 2003). Dalam konteks pasar modal, keterbatasan dalam memproses informasi membuat investor ritel cenderung dipengaruhi oleh informasi yang sedang populer dan perilaku investor lain, seperti *herding behavior*. Dalam penelitian ini, *retail investor attention* mencerminkan tingkat perhatian investor ritel yang dapat mendorong peningkatan permintaan saham *IPO* secara spekulatif, sehingga berpotensi meningkatkan *initial return*.

### ***Initial return***

*Initial return* adalah tingkat keuntungan yang diterima investor pada hari pertama saham diperdagangkan di pasar sekunder (Mehmood *et al.*, 2020). Variabel ini digunakan sebagai ukuran kinerja jangka pendek saham *IPO* serta indikator untuk menilai efisiensi pasar pada tahap awal perdagangan. Pengukuran *initial return* dapat dilakukan menggunakan rumus berikut:

$$IR = \frac{\text{Harga Penutupan Hari Pertama} - \text{Harga Penawaran Perdana}}{\text{Harga Penawaran Perdana}} \times 100\% \quad (1)$$

*Initial return* banyak ditemukan di berbagai pasar modal dengan besaran yang berbeda-beda tergantung pada kondisi pasar, mekanisme penawaran, serta tingkat keterbukaan informasi (Ahmad-Zaluki & Badru, 2021). Tingginya *initial return* mencerminkan adanya asimetri informasi antara emiten, *underwriter*, dan investor, sehingga mendorong terjadinya *underpricing* sebagai kompensasi bagi investor yang memiliki keterbatasan informasi (Liu *et al.*, 2019).

***Intended Use Of IPO Proceeds***

*Intended use of IPO proceeds* merupakan bentuk keterbukaan informasi yang mengungkapkan rencana penggunaan dana hasil *IPO* dalam prospektus (Meidiaswati *et al.*, 2019). Penggunaan dana tersebut dikategorikan ke dalam tiga komponen utama, yaitu *growth opportunities*, *working capital*, dan *debt repayment* (Ahmad-Zaluki & Badru, 2021). Variabel *intended use of IPO proceeds* dapat diukur melalui rumus berikut:

$$\text{Growth Opportunities} = \frac{\text{Dana IPO untuk peluang pertumbuhan}}{\text{Total dana IPO}} \times 100\% \quad (2)$$

$$\text{Working Capital} = \frac{\text{Dana IPO untuk modal kerja}}{\text{Total dana IPO}} \times 100\% \quad (3)$$

$$\text{Debt Repayment} = \frac{\text{Dana IPO untuk pelunasan utang}}{\text{Total dana IPO}} \times 100\% \quad (4)$$

*Growth opportunities* mencerminkan alokasi dana untuk peluang pertumbuhan seperti investasi dan pengembangan. *Working capital* digunakan untuk memenuhi kebutuhan modal kerja, seperti penyediaan kas, persediaan, serta peningkatan kemampuan perusahaan dalam membiayai aktivitas operasional sehari-hari (Meidiaswati *et al.*, 2019). *Debt repayment* digunakan untuk pelunasan utang perusahaan, baik pada perusahaan induk, anak perusahaan, maupun entitas lain dalam satu kelompok usaha. Pengungkapan *intended use of IPO proceeds* berfungsi sebagai sinyal kredibilitas yang dapat meningkatkan kepercayaan investor dan memberikan gambaran mengenai prospek pertumbuhan perusahaan.

***Retail Investor Attention***

*Retail investor attention* merupakan perilaku pencarian informasi yang dilakukan oleh investor individu melalui internet, yang mencerminkan sejauh mana investor ritel mencari, mengamati, dan memproses informasi terkait aktivitas pasar (Kao *et al.*, 2022). Pengukuran *retail investor attention* dapat dilakukan melalui rumus berikut:

$$\text{Retail Investor Attention} = \ln(1 + \sum_{t=-30}^0 St) \quad (5)$$

Keterbatasan kognitif membuat investor cenderung fokus pada informasi yang mudah diakses atau sedang populer, sehingga perhatian investor dapat memengaruhi keputusan investasi (Zhang, 2019). Perhatian investor juga berperan sebagai saluran yang menghubungkan informasi dengan pergerakan harga saham, di mana peningkatan perhatian investor ritel dapat mendorong perubahan volume perdagangan dan harga saham (Zhao *et al.*, 2022).

### **Board Gender Diversity**

*Board gender diversity* didefinisikan sebagai proporsi keterwakilan perempuan di dewan direksi yang mencerminkan keberagaman gender dalam pengambilan keputusan perusahaan (Harakeh *et al.*, 2023). *Board gender diversity* dapat diukur dengan rumus berikut:

$$BGD = \frac{\text{Jumlah anggota dewan perempuan}}{\text{Total Anggota Dewan}} \quad (6)$$

Meskipun proporsi perempuan dalam dewan di Indonesia masih relatif rendah, keberadaannya tetap dianggap penting karena dapat memberikan perspektif yang lebih beragam dalam proses pengambilan keputusan (Setiawan *et al.*, 2021). Perempuan cenderung lebih etis dan memiliki sifat *risk averse*, sehingga dapat mendorong pengambilan keputusan yang lebih berhati-hati dan meningkatkan kualitas pengawasan dalam perusahaan (Papangkorn *et al.*, 2021). Kondisi ini dapat memengaruhi persepsi investor terhadap prospek perusahaan.

## **2. METODE PENELITIAN**

### **Rancangan Penelitian**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain penelitian kausal untuk menganalisis pengaruh *intended use of IPO proceeds*, *retail investor attention*, dan *board gender diversity* terhadap *initial return* pada perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering (IPO)* di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2024.

### **Populasi**

Populasi merupakan keseluruhan wilayah generalisasi yang mencakup objek atau subjek dengan karakteristik dan jumlah tertentu yang telah ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari (Sugiyono, 2023). Populasi penelitian ini mencakup seluruh perusahaan yang melakukan *IPO* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021-2024, dengan jumlah 224 perusahaan.

### **Sampel**

Sampel dalam penelitian ini ditentukan menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Adapun kriteria sampel yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang melakukan *IPO* pada periode 2021–2024.
2. Perusahaan yang memiliki data harga penawaran saham perdana dan harga penutupan hari pertama di pasar sekunder.
3. Perusahaan yang menyajikan data rencana penggunaan dana *IPO* dalam prospektus.
4. Perusahaan yang memiliki data *retail investor attention* yang dapat diukur melalui Google Trends.
5. Perusahaan yang menyajikan data dewan direksi.

Berdasarkan kriteria tersebut, dari total populasi sebanyak 224 perusahaan, terdapat 36 perusahaan yang tidak memenuhi kriteria, sehingga diperoleh sebanyak 188 perusahaan sebagai sampel penelitian.

### **Teknik Pengumpulan Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh melalui studi dokumentasi, meliputi prospektus *IPO*, laporan tahunan perusahaan, serta publikasi resmi dari Bursa Efek Indonesia periode 2021–2024. Data *intended use of IPO proceeds* diperoleh dari prospektus, *retail investor attention* diukur menggunakan Google Trends, *board gender diversity* diperoleh dari laporan tahunan, serta *initial return* dihitung berdasarkan selisih antara harga penawaran saham dan harga penutupan hari pertama di pasar sekunder.

### **Teknik Analisis Data**

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linear berganda dengan *software* Stata versi 17. Data yang digunakan merupakan data *cross section*, yaitu data yang dikumpulkan dari beberapa perusahaan pada periode penelitian. Selain itu, penelitian ini menggunakan pendekatan *isometric log ratio (ILR)* untuk mentransformasi variabel *intended use of IPO proceeds* yang bersifat komposisional. Transformasi ini dilakukan karena data penggunaan dana *IPO* terdiri dari beberapa komponen yang saling bergantung, sehingga analisis dilakukan secara relatif antar komponen. Penerapan metode *ILR* dalam penelitian ini mengacu pada pendekatan yang digunakan oleh Andriansyah & Messinis (2016), yang menekankan pentingnya transformasi data komposisional untuk menghindari bias dalam analisis statistik.

## **3. HASIL DAN PEMBAHASAN**

### **Hasil**

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian. Berdasarkan hasil pengolahan data, variabel *initial return* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,166 dengan nilai minimum -0,348 dan maksimum 0,35, yang menunjukkan bahwa secara umum saham *IPO* memberikan keuntungan pada hari pertama perdagangan, meskipun terdapat beberapa perusahaan yang mengalami kerugian. Variabel *growth opportunities* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,421, sedangkan *working capital* memiliki rata-rata sebesar 0,515, yang menunjukkan bahwa sebagian besar dana *IPO* dialokasikan untuk kebutuhan modal kerja dibandingkan peluang pertumbuhan. Sementara itu, *debt repayment* memiliki rata-rata sebesar 0,064, yang mengindikasikan bahwa alokasi dana untuk pelunasan utang relatif kecil. Variabel *retail investor attention* memiliki nilai rata-rata sebesar 5,827 dengan rentang nilai antara 4,615 hingga 8,056, yang menunjukkan adanya variasi tingkat perhatian investor ritel terhadap perusahaan *IPO*. Selanjutnya, *board gender diversity* memiliki rata-rata sebesar 0,183, yang menunjukkan bahwa proporsi perempuan dalam dewan direksi masih relatif rendah. Variabel kontrol *IPO proceeds* memiliki rata-rata sebesar 25,657, sedangkan *firm size* memiliki rata-rata

sebesar 26,262, yang mencerminkan adanya variasi ukuran perusahaan dan dana yang diperoleh dari *IPO* dalam sampel penelitian.

Tabel 1 Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	Min	Max	Mean	Standar Deviasi
<i>Initial return</i>	-0,3484848	0,35	0,1664335	0,1666779
<i>Growth Opportunities</i>	0	1	0,4205786	0,3323357
<i>Working Capital</i>	0	1	0,5152897	0,3385337
<i>Debt Repayment</i>	0	1	0,0641631	0,174883
<i>Retail Investor Attention</i>	4,615121	8,05611	5,826822	1,046711
<i>Board Gender Diversity</i>	0	1	0,1831687	0,214893
<i>IPO Proceeds</i>	23,719	30,71754	25,65678	1,368501
<i>Firm size</i>	20,47341	32,62967	26,26215	1,951449

Sumber: *Output Stata 17* (Data diolah peneliti 2026)

Tabel 2 Hasil Uji Hipotesis

Variabel	Koefisien	Probabilitas
C	0,0900156	0,740
<i>ILRI Growth Opportunities</i>	-0,0012048	0,813
<i>ILRI Working Capital</i>	0,0040954	0,497
<i>ILRI Debt Repayment</i>	-0,0028906	0,674
<i>Retail Investor Attention</i>	0,0413486	0,001
<i>Board Gender Diversity</i>	0,0037067	0,947
<i>IPO Proceeds</i>	-0,0316127	0,022
<i>Firm size</i>	0,0242124	0,007
<i>Prob(F-Statistic)</i>		0,0168
<i>Adjusted R-Squared</i>		0,0507

Sumber: *Output Stata 17* (Data diolah peneliti 2026)

Model persamaan regresi dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut,  

$$IR = 0,0900156 - 0,0012048 GO + 0,0040954 WC - 0,0028906 DR + 0,0413486 RIA + 0,0037067 BGD + \varepsilon$$

Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa model penelitian layak digunakan dengan nilai *Prob(F-Statistic)* sebesar 0,0168 yang lebih kecil dari 0,05. Nilai *Adjusted R-Squared* sebesar 0,0507 menunjukkan bahwa variabel independen dalam penelitian ini mampu menjelaskan variasi *initial return* sebesar 5,07%, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain di luar model.

Berdasarkan hasil uji parsial, variabel *growth opportunities* yang diukur menggunakan *ILR* menunjukkan koefisien sebesar -0,0012 dengan nilai probabilitas 0,813, sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Variabel *working capital* memiliki koefisien sebesar 0,0041 dengan nilai probabilitas 0,497, sedangkan *debt repayment* memiliki koefisien sebesar -0,0029 dengan nilai probabilitas 0,674, sehingga ketiganya tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*.

Sebaliknya, variabel *retail investor attention* memiliki koefisien sebesar 0,0413 dengan nilai probabilitas 0,001, sehingga berpengaruh positif signifikan terhadap *initial return*. Variabel *board*

*gender diversity* memiliki koefisien sebesar 0,0037 dengan nilai probabilitas 0,947, sehingga tidak berpengaruh signifikan. Untuk variabel kontrol, *IPO proceeds* berpengaruh negatif signifikan dengan koefisien sebesar -0,0316 dan nilai probabilitas 0,022, sedangkan *firm size* berpengaruh positif signifikan dengan koefisien sebesar 0,0242 dan nilai probabilitas 0,007.

### **Pembahasan**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa rencana penggunaan dana *IPO* untuk *growth opportunities*, *working capital*, dan *debt repayment* tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Hal ini mengindikasikan bahwa alokasi penggunaan dana *IPO* relatif antar komponen tersebut belum menjadi pertimbangan utama investor dalam menentukan keputusan investasi pada hari pertama perdagangan. Dalam perspektif *signaling theory* Spence (1973), pengungkapan rencana penggunaan dana *IPO* seharusnya dapat menjadi sinyal mengenai prospek perusahaan. Namun, efektivitas sinyal sangat bergantung pada bagaimana investor menafsirkan informasi tersebut. Pada penelitian ini, alokasi dana untuk *growth opportunities* belum dipersepsikan sebagai sinyal yang cukup kuat, sehingga tidak menghasilkan respons yang signifikan terhadap *initial return*. Temuan ini sejalan dengan Meidiaswati *et al.* (2019) yang menyatakan bahwa penggunaan dana *IPO* untuk investasi jangka panjang tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*, karena lebih mencerminkan prospek jangka panjang yang belum dapat dinilai pada hari pertama perdagangan. Namun demikian, hasil ini berbeda dengan Ahmad-Zaluki & Badru (2021) serta Syaifuddin & Rizkianto (2024) yang menemukan pengaruh positif, serta Ranganathan & Veeraraghavan (2023) dan Gumanti *et al.* (2017) yang menunjukkan pengaruh negatif. Secara empiris, variasi data menunjukkan bahwa proporsi *growth opportunities* yang tinggi maupun rendah tidak selalu diikuti oleh pola *initial return* yang konsisten, sehingga hubungan yang terbentuk menjadi tidak signifikan.

Hasil yang serupa juga ditemukan pada *working capital*, yang tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan dana *IPO* untuk modal kerja cenderung tidak memberikan informasi yang cukup spesifik mengenai arah penggunaan dana perusahaan. Menurut Ranganathan & Veeraraghavan (2023), *working capital* merupakan bentuk penggunaan dana yang bersifat umum sehingga kurang mampu menjadi pembeda antar perusahaan. Dalam kerangka *signaling theory*, sinyal yang tidak memberikan diferensiasi yang jelas cenderung tidak direspons oleh pasar. Temuan ini sejalan dengan Gumanti *et al.* (2017) yang menyatakan bahwa informasi penggunaan dana *IPO* untuk *working capital* tidak menjadi pertimbangan utama investor dalam pasar perdana. Namun demikian, hasil ini berbeda dengan Ahmad-Zaluki & Badru (2021) yang menemukan pengaruh positif, serta Syaifuddin & Rizkianto (2024) yang menemukan pengaruh negatif. Secara empiris, variasi proporsi *working capital* yang tinggi maupun rendah juga tidak menunjukkan pola hubungan yang konsisten dengan *initial return*, sehingga memperkuat hasil ketidaksigifikanan.

Selanjutnya, *debt repayment* juga tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak menginterpretasikan penggunaan dana untuk pelunasan utang sebagai indikator yang secara langsung mencerminkan peningkatan nilai atau prospek

perusahaan. Dalam perspektif *signaling theory*, informasi tersebut belum mampu menjadi sinyal yang kuat dalam membentuk ekspektasi investor terhadap *return* awal. Temuan ini tidak sejalan dengan Ahmad-Zaluki & Badru (2021), Syaifuddin & Rizkianto (2024), Meidiaswati *et al.* (2019), dan Ranganathan & Veeraraghavan (2023) yang menemukan pengaruh negatif. Secara empiris, distribusi data menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan tidak mengalokasikan dana untuk *debt repayment*, sehingga variasi data menjadi terbatas dan hubungan dengan *initial return* tidak terbentuk secara konsisten.

Berbeda dengan ketiga komponen tersebut, *retail investor attention* terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap *initial return*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi perhatian investor ritel, semakin besar tekanan permintaan pada hari pertama perdagangan, sehingga mendorong kenaikan harga saham. Temuan ini sejalan dengan teori *behavioral finance* yang menyatakan bahwa keputusan investasi tidak sepenuhnya rasional, melainkan dipengaruhi oleh bias psikologis dan perhatian investor (Kahneman & Tversky, 1979). Tingginya perhatian investor ritel dapat memicu perilaku *herding behavior*, yaitu kecenderungan investor mengikuti keputusan mayoritas tanpa melakukan analisis fundamental. Pada akhirnya meningkatkan aktivitas pembelian dan menyebabkan *mispricing* pada periode awal perdagangan. Hasil ini konsisten dengan Che-Yahya *et al.* (2023), Zhang (2019), Mulchandani *et al.* (2024), dan Vakrman & Kristoufek (2015) yang menunjukkan pengaruh positif *retail investor attention* terhadap *initial return*, meskipun berbeda dengan Handayani (2022) yang menemukan hasil tidak signifikan.

Sementara itu, *board gender diversity* tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Hal ini mengindikasikan bahwa keberagaman *gender* dalam dewan direksi belum menjadi faktor utama yang dipertimbangkan oleh investor dalam menilai saham *IPO*. Dalam kerangka *signaling theory*, struktur dewan merupakan sinyal nonkeuangan yang mencerminkan kualitas tata kelola perusahaan. Namun, manfaat dari keberagaman *gender* cenderung bersifat jangka panjang dan tidak langsung tercermin dalam kinerja saham pada hari pertama perdagangan. Temuan ini sejalan dengan Handa & Singh (2015), Setiawan *et al.* (2021), dan Teti & Montefusco (2022), namun berbeda dengan Harjayanti *et al.* (2024) dan Badru *et al.* (2019). Selain itu, rendahnya rata-rata proporsi perempuan dalam dewan pada sampel penelitian juga menunjukkan bahwa keberadaannya belum cukup dominan untuk memengaruhi persepsi investor secara signifikan.

Untuk variabel kontrol, *IPO proceeds* berpengaruh negatif signifikan terhadap *initial return*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar dana yang diperoleh perusahaan melalui *IPO*, semakin rendah tingkat *initial return*. Kondisi ini mencerminkan bahwa perusahaan dengan *proceeds* yang besar dipersepsikan memiliki risiko yang lebih rendah, sehingga tingkat *underpricing* yang diberikan kepada investor menjadi lebih kecil (Meidiaswati *et al.*, 2019). Temuan ini sejalan dengan Harjayanti *et al.* (2024) dan Handayani (2022).

Selain itu, *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap *initial return*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran yang lebih besar cenderung menarik minat investor yang lebih tinggi, sehingga meningkatkan permintaan saham pada hari pertama perdagangan. Dalam perspektif *signaling theory*, ukuran perusahaan dapat mencerminkan kualitas dan kredibilitas emiten, sehingga meningkatkan kepercayaan investor. Hasil ini konsisten dengan

Badru *et al.* (2019), Harjayanti *et al.* (2024), Mulchandani *et al.* (2024), serta Syaifuddin & Rizkianto (2024).

#### 4. KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *intended use of IPO proceeds*, *retail investor attention*, dan *board gender diversity* terhadap *initial return* pada perusahaan *IPO* periode 2021–2024. Hasil penelitian menunjukkan bahwa alokasi penggunaan dana *IPO* untuk *growth opportunities*, *working capital*, dan *debt repayment* tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Hal ini mengindikasikan bahwa informasi terkait proporsi penggunaan dana *IPO* belum menjadi pertimbangan utama investor dalam menentukan keputusan investasi pada hari pertama perdagangan. Sebaliknya, *retail investor attention* terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap *initial return*, yang menunjukkan bahwa tingginya perhatian investor ritel mampu meningkatkan permintaan saham dan mendorong kenaikan harga pada awal perdagangan. Sementara itu, *board gender diversity* tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*, yang mengindikasikan bahwa keberagaman *gender* dalam dewan direksi belum menjadi faktor yang dipertimbangkan investor dalam jangka pendek. Selain itu, variabel kontrol menunjukkan bahwa *IPO proceeds* berpengaruh negatif signifikan terhadap *initial return*, sedangkan *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap *initial return*.

Berdasarkan temuan tersebut, penelitian ini memberikan implikasi praktis bagi perusahaan dan investor. Perusahaan yang akan melakukan *IPO* tetap perlu menyusun dan mengungkapkan rencana penggunaan dana secara jelas dalam prospektus, namun juga perlu memperhatikan faktor lain yang lebih berdampak dalam jangka pendek, seperti peningkatan perhatian investor ritel melalui penyebaran informasi yang lebih luas dan transparan di media digital. Bagi investor, tingkat *retail investor attention* dapat dijadikan sebagai salah satu indikator dalam mengidentifikasi potensi saham *IPO* yang memiliki peluang menghasilkan *initial return* yang tinggi, khususnya pada hari pertama perdagangan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pengukuran *retail investor attention* menggunakan Google Trends memiliki keterbatasan karena tidak semua perusahaan memiliki data indeks pencarian, khususnya pada perusahaan dengan volume pencarian rendah, sehingga sebagian sampel tidak dapat diobservasi. Selain itu, hasil pengujian menunjukkan bahwa residual model belum sepenuhnya memenuhi asumsi normalitas, meskipun analisis tetap dilakukan dengan pendekatan *large sample*. Keterbatasan ini perlu diperhatikan dalam menafsirkan hasil penelitian.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan alternatif pengukuran *retail investor attention*, seperti jumlah pemberitaan media atau aktivitas di *platform digital* lainnya, agar dapat menangkap perhatian investor secara lebih komprehensif. Selain itu, penelitian selanjutnya juga dapat memperluas periode observasi dan cakupan sampel agar hasil penelitian lebih representatif serta mampu menggambarkan dinamika pasar *IPO* pada kondisi yang berbeda.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Ahmad-Zaluki, N. A., & Badru, B. O. (2021). Intended use of IPO proceeds and initial returns. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 19(2), 184–210. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2019-0172>
- Andriansyah, A., & Messinis, G. (2016). Intended use of IPO proceeds and firm performance: A quantile regression approach. *Pacific Basin Finance Journal*, 36, 14–30. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.12.001>
- Badru, B. O., Ahmad-Zaluki, N. A., & Wan-Hussin, W. N. (2019). Signalling IPO quality through female directors. *International Journal of Managerial Finance*, 15(5), 719–743. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2018-0025>
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A Survey of Behavioral Finance. *NBER Working Paper Series A*, 1052–1121.
- Bursa Efek Indonesia. (2024). *Pemegang Saham BEI Setujui Seluruh Agenda RUPST 2024*. <https://www.idx.co.id/id/berita/siaran-pers/2169>
- Carter, M. E., Franco, F., & Gine, M. (2017). Executive Gender Pay Gaps: The Roles of Female Risk Aversion and Board Representation. *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 1232–1264. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12286>
- Che-Yahya, N., Saleh, S. S., & Md-Elias, N. L. (2023). Pre-Market Individual Investors' Sentiment and Ipo Initial Performance of the Emerging Market. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 7(1), 8–17. <https://doi.org/10.22495/cgobrv7i1p1>
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *Source: The Journal of Finance*, 40(3), 793–805.
- Ding, R & Hou, W. (2015). *Edinburgh Research Explorer Retail Investor Attention and Stock Liquidity Retail Investor Attention and Stock Liquidity* \*. 37, 12–26.
- EY Indonesia. (2025). *2024 IPO Review: Indonesia Faces Decline Amid Global Uncertainty, Eyes Recovery in 2025*. [https://www.ey.com/en\\_id/newsroom/2025/01/2024-ipo-review-indonesia-faces-decline-amid-global-uncertainty-eyes-recovery-in-2025](https://www.ey.com/en_id/newsroom/2025/01/2024-ipo-review-indonesia-faces-decline-amid-global-uncertainty-eyes-recovery-in-2025)
- Gumanti, T. A., Lestari, A. R., & Abdul Mannan, S. S. (2017). Underpricing and number of risk factors of initial public offerings in Indonesia. *Business: Theory and Practice*, 18(2016), 178–185. <https://doi.org/10.3846/btp.2017.019>
- Handa, R., & Singh, B. (2015). Women directors and IPO underpricing: Evidence from Indian markets. *Gender in Management*, 30(3), 186–205. <https://doi.org/10.1108/GM-02-2014-0011>
- Handayani, P. (2022). Analisis Pengaruh Investor Attention terhadap Initial Return IPO. *JABI (Jurnal Akuntansi Berkelanjutan Indonesia)*, 5(2), 122–130. <https://doi.org/10.32493/jabi.v5i2.y2022.p122-130>
- Harakeh, M., Leventis, S., El Masri, T., & Tsileponis, N. (2023). The moderating role of board gender diversity on the relationship between firm opacity and stock returns. *British Accounting Review*, 55(4), 1–62. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2022.101145>

- Harjayanti, D. R., Suherman, S., & Ahmad, G. N. (2024). Is board gender diversity considered a signal of IPO quality? Evidence from Indonesia. *Corporate Governance (Bingley)*. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2024-0073>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Husnan, S., Hanafi, M. M., & Munandar, M. (2015). Price Stabilization and Ipo Underpricing: an Empirical Study in the Indonesian Stock Exchange. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 29(2), 129–141. <https://doi.org/10.22146/jieb.v29i2.6205>
- Ibbotson & Jaffe. (1975). American Finance Association " Hot Issue " Markets Author ( s ): Roger G . Ibbotson and Jeffrey F . Jaffe Source : The Journal of Finance , Vol . 30 , No . 4 ( Sep . , 1975 ) , pp . 1027-1042 Published by : Wiley for the American Finance Association Stable. *The Journal of Finance*, 30(4), 1027–1042.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Choices, Values, and Frames*, 17–43. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511803475.003>
- Kao, L., Chen, A., & Lu, C. S. (2022). Retail investor attention and IPO prices with a pre-IPO market. *International Review of Economics and Finance*, 82(June 2020), 416–432. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.07.007>
- Kumar, A., Akhani, V., Dixit, A., Khetan, A., Misra, P., & Negi, R. (2021). An Empirical Analysis of Factors Influencing Listing Return of IPOs. *2021 IEEE International Conference on Emerging Trends in Industry 4.0, ETI 4.0 2021*. <https://doi.org/10.1109/ETI4.051663.2021.9619203>
- Liu, Y., Cheng, P., Ouyang, Z., & Wang, A. (2019). Information Asymmetry and Investor Valuations of Initial Public Offerings: Two Dimensions of Organizational Reputation as Stock Market Signals. *Management and Organization Review*, 16(4), 945–964. <https://doi.org/10.1017/mor.2019.28>
- Mehmood, W., Mohd-Rashid, R., & Ahmad, A. H. (2020). Pricing mechanism and IPO initial return: Evidence from Pakistan stock exchange. *International Journal of Business and Society*, 21(3), 1239–1257.
- Meidiaswati, H., Sasikirono, N., & Novita, D. (2019). THE INTENDED USE OF FUNDS AND IPOs MARKET PERFORMANCE IN INDONESIAN CAPITAL MARKET. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 21(2), 120–129. <https://doi.org/10.9744/jmk.21.2.120-129>
- Mulchandani, P., Pandey, R., Debata, B., & Renganathan, J. (2024). Investor attention and IPO returns: evidence from Indian markets. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, (May). <https://doi.org/10.1108/JEAS-03-2022-0075>
- Mulyadi, S. T., Lukman, H., & Simina, D. J. (2025). Pengaruh Faktor Risiko Terhadap Initial return IPO Pada Perusahaan Yang Melakukan IPO. *VII(1)*, 439–450.
- Papangkorn, S., Chatjuthamard, P., Jiraporn, P., & Chueykamhang, S. (2021). Female directors and firm performance: Evidence from the Great Recession. *International Review of Finance*, 21(2), 598–610. <https://doi.org/10.1111/irfi.12275>

- Ranganathan, K., & Veeraraghavan, M. (2023). Pre-and-aftermarket IPO underpricing: Does use of proceeds disclosure matter? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 19(3), 100379. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2023.100379>
- Rivandi, M. (2017). Faktor Fundamental Sebagai Penentu Initial Return. *Jurnal Benefita*, 2(3), 299. <https://doi.org/10.22216/jbe.v2i3.2346>
- Setiawan, D., Prabowo, M. A., Trinugroho, I., & Noordin, B. A. A. (2021). Board of Commissioners' Structure, Ownership Retention, and IPO Underpricing: Evidence from Indonesia. *Etikonomi*, 20(1), 185–200. <https://doi.org/10.15408/etk.v20i1.19156>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sugiyono. (2023). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*.
- Syaifuddin, N., & Rizkianto, E. (2024). Determinants of Initial Return Performance in Indonesia Initial Public Offerings: a 2018-2022 Analysis. *Dynamic Management Journal*, 8(1), 29. <https://doi.org/10.31000/dmj.v8i1.10130>
- Syamni, G., Othman, R., Murhaban, M., Ilham, R. N., Rizal, M., & Abd. Majid, M. S. (2024). The impact of risk factor disclosure on the initial return of IPO companies amidst a pandemic. *Investment Management and Financial Innovations*, 21(s4), 1–10. [https://doi.org/10.21511/imfi.21\(4\).2024.01](https://doi.org/10.21511/imfi.21(4).2024.01)
- Teti, E., & Montefusco, I. (2022). Corporate governance and IPO underpricing: evidence from the Italian market. In *Journal of Management and Governance* (Vol. 26, Number 3). Springer US. <https://doi.org/10.1007/s10997-021-09563-z>
- Vakrman, T., & Kristoufek, L. (2015). Underpricing, underperformance and overreaction in initial public offerings: Evidence from investor attention using online searches. *SpringerPlus*, 8, 84. <https://doi.org/10.1186/s40064-015-0839-4>
- Zhang, B. (2019). Individual investor's limited attention and IPO performance. *Applied Economics*, 51(57), 6089–6099. <https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1646404>
- Zhao, Y., Wang, N., Zhang, L., Sun, B., & Yang, Y. (2022). The greater the investor attention, the better the post-IPO performance? A view of pre-IPO and post-IPO investor attention. *Research in International Business and Finance*, 63(October), 101789. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101789>