

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STATUS PERUSAHAAN PASCA IPO DENGAN ANALISIS MULTINOMIAL LOGIT

Luciana Spica Almia

Meliza Silvy

STIE PERBANAS Surabaya

ABSTRACT

This research has a purpose to provide empirical evident about factors that affect firms status after IPO. The examined factors on this research are firm characteristics including financial ratio, industry structure, firm's sensitivity to macroeconomic variables, underwriter reputation and ownership structure.

The samples consist of 84 firms which had positive net income, positive equity book value and still listed until 2002; 24 firms which had negative net income from 2000 through 2001 and still listed; 48 firms which had negative net income and negative equity book value from 2000 through 2001 and still listed; and 19 firms which delisted from 1999 through 2002. Moreover, it is chosen by purposive sampling. The statistic method used to test on the research hypothesis is multinomial logit regression. Indirect method and direct method technique is used to gain a model that has the highest classification power in determination firms status after IPO.

The result show that direct method had a higher classification power rather than indirect method. This research also indicate that firm characteristic include financial ratio, industry structure, firm's sensitivity to macroeconomic variables, and underwriter reputation is a significant variables in determination firms status after IPO

Keywords: *financial distress, financial ratios, multinomial logit, macroeconomic variable*

PENGANTAR

Initial Public Offering (IPO) merupakan langkah awal yang menentukan dalam kelangsungan hidup perusahaan publik. Pendapat umum menyatakan bahwa penawaran publik mengindikasikan perusahaan berada pada tahapan bertumbuh sehingga perusahaan memerlukan dana untuk ekspansi dan/atau melakukan modernisasi. Keadaan ini menyebabkan semua perusahaan privat yang sedang dalam tahap pertumbuhan cepat atau lambat akan menjadi perusahaan publik untuk mendanai investasinya.

Dalam perkembangan studi yang dilakukan para peneliti, pendapat umum ini mulai dipertanyakan. Terdapat beberapa alasan yang didukung bukti empiris, sebagai contoh yaitu adanya beberapa perusahaan besar yang tetap memilih menjadi perusahaan privat dan adanya temuan dalam kasus IPO di Itali bahwa perusahaan menjadi perusahaan publik dengan tujuan keseimbangan akun-akun mereka setelah menjalani tahap investasi dan pertumbuhan yang tinggi (Pagano et. al., 1998). Terdapat bukti pula bahwa perusahaan yang berada pada tahap perkenalan (*start-up*) ternyata melakukan

penawaran perdana ke publik untuk mendanai ekspansinya (Jain dan Kini, 1994).

Perusahaan yang melakukan IPO, pada perkembangan selanjutnya, dapat berevolusi menjadi salah satu dari tiga kondisi dasar pasca-IPO, yaitu tetap hidup (*survive*) sebagai perusahaan independen, gagal secara keseluruhan (*fail outright*), atau diakuisisi dan kehilangan identitasnya (Jain dan Kini, 1999). Beberapa studi tentang kinerja perusahaan pasca-IPO menemukan bahwa kinerja perusahaan mengalami penurunan beberapa waktu setelah IPO. Jain dan Kini (1994) juga menemukan bukti yang mendukung bahwa kinerja operasi emiten menurun pasca-IPO. Studi tentang IPO menunjukkan bahwa terdapat perbedaan antara harga pada saat IPO dan harga saham setelah saham diperdagangkan di pasar sekunder atau lebih dikenal dengan *underpricing*. Beberapa studi telah menyelidiki fenomena diantaranya adalah Ibbotson (1975) dan Jain dan Kini (1994). Studi-studi ini memunculkan pertanyaan mengapa beberapa perusahaan mengalami penurunan secara signifikan dalam jangka waktu yang panjang? Mengapa perusahaan pasca-IPO dijual atau terjadi *take-over*? Dengan kata lain apa yang menyebabkan perusahaan gagal pasca IPO? Faktor-faktor inilah yang akan diinvestigasi dalam penelitian ini.

Penelitian ini berusaha untuk mengembangkan penelitian yang dilakukan oleh Tirapat dan Nittayagasetwat, Harsono (2001) dan Luciana (2003) dalam hal: memasukkan variabel struktur industri dan karakteristik penawaran, mengelompokkan perusahaan menjadi 4 kelompok untuk membedakan status perusahaan pasca IPO yang belum di uji di pasar modal Indonesia sebelumnya, dan menggunakan teknik analisis statistik Multinomial Logit.

Tujuan penelitian ini secara khusus yaitu: (1) menguji apakah karakteristik perusahaan yaitu rasio keuangan, trend harga dan variabel fundamental perusahaan dapat memprediksi

secara signifikan status perusahaan pasca IPO, (2) menguji apakah struktur industri perusahaan memprediksi secara signifikan status perusahaan pasca IPO, (3) menguji apakah faktor makro ekonomi yaitu sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro (Indeks Harga Saham Gabungan, *money supply*, indeks harga konsumen umum dan tingkat suku bunga) dapat memprediksi secara signifikan status perusahaan pasca IPO, (4) menguji apakah karakteristik penawaran dapat memprediksi secara signifikan status perusahaan pasca IPO.

KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Initial Public Offering

Perusahaan yang belum menjadi perusahaan publik dapat meningkatkan kebutuhan dana dengan menempuh beberapa alternatif (Jogiyanto, 2000). Pertama, menjual langsung kepada pemegang saham yang sudah ada sebelumnya. Kedua, menjual kepada karyawan lewat *Employee Stock Ownership Plan* (ESOP). Ketiga, menambah saham lewat dividen yang tidak dibagi (*dividend reinvestment plan*). Keempat, menjual langsung kepada pembeli tunggal (misalnya investor institusional) secara privat. Kelima, menjual kepada publik lewat pasar saham.

Perusahaan yang belum *go public*, awalnya saham-saham perusahaan tersebut dimiliki oleh manajer-manajernya, sebagian lagi oleh pegawai-pegawai kunci dan hanya sejumlah kecil yang dimiliki investor. Sebagaimana biasanya, jika perusahaan berkembang, kebutuhan modal tambahan sangat dirasakan. Pada saat tersebut, perusahaan harus menentukan untuk menambah modal dengan cara hutang atau menambah jumlah dari kepemilikan dengan menerbitkan saham baru. Dalam pengambilan keputusan menjadi perusahaan publik atau tetap menjadi perusahaan privat perlu dipertimbangkan *trade-off* antara beberapa faktor keuntungan

maupun kerugiannya. Jogiyanto (2000) menyebutkan beberapa keuntungan menjadi perusahaan publik yaitu: (1) kemudahan dalam meningkatkan modal di masa yang akan datang, (2) meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham, (3) nilai pasar perusahaan diketahui.

Terdapat beberapa kerugian yang timbul disamping keuntungan yang mungkin diperoleh yaitu: (1) biaya laporan yang meningkat karena perusahaan memiliki kewajiban untuk menyerahkan laporan kuartalan dan tahunan kepada *regulator* (misalnya di Indonesia adalah BAPEPAM), (2) dampak negatif pengungkapan, (3) ketakutan untuk diambil alih.

Penelitian Terdahulu

Penelitian yang dilakukan oleh Pagano et al. (1998) menyertakan variabel-variabel yang memproksikan tujuan perusahaan dalam keputusan IPO. Perbedaan tujuan seharusnya berpengaruh terhadap keberhasilan perusahaan karena tujuan mendorong perusahaan untuk mengeluarkan seluruh energinya agar tercapai apa yang menjadi tujuannya. Beberapa variabel yang diperkirakan mempengaruhi keputusan menjadi perusahaan publik adalah ukuran perusahaan, intensitas pengeluaran modal, pertumbuhan, profitabilitas, *leverage*, kesempatan investasi di masa yang akan datang, dan peningkatan daya tawar dengan bank.

Pagano et al. (1998) menyebutkan beberapa tujuan perusahaan privat menjadi perusahaan publik. Pertama adalah untuk mengatasi kendala pinjaman. Manfaat paling utama adalah memperoleh akses sumber pendanaan alternatif selain bank. Kedua, meningkatkan daya tawar dengan bank (Rajan, 1992 dalam Pagano et al., 1998). Ketiga, likuiditas dan diversifikasi portfolio. Manfaat keempat adalah pengawasan. Manfaat kelima adalah pengakuan dari investor. Manfaat keenam adalah perubahan pengendalian. Sedangkan manfaat ketujuh adalah gap kesempatan (*windows opportunity*).

Penelitian yang dilakukan oleh Berger dan Ofek (1995) menggunakan beberapa variabel strategik yang diargumentasikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, diantaranya adalah *corporate focus*, perbedaan biaya R & D, perbedaan biaya *advertising* dan perbedaan dalam intensitas pengeluaran modal (*capital expenditure*). *Corporate focus* dapat mempunyai pengaruh meningkatkan nilai karena mengakumulasi pengalaman, energi perusahaan secara total, kemampuan yang unik, dan reputasi. *Corporate focus* juga dapat menurunkan nilai jika pasar telah menjadi jenuh, industri menjadi tidak atraktif lagi, terjadi perkembangan teknologi yang luar biasa, perubahan preferensi pasar, atau munculnya produk baru. Manfaat potensial dari strategi diversifikasi melibatkan efisiensi operasi yang lebih besar, kapasitas utang yang lebih besar, penurunan pajak, dan insentif yang lebih rendah untuk melewatkan proyek yang menguntungkan. *Cost* potensial dari strategi diversifikasi adalah penggunaan arus kas *discretionary* yang meningkat dalam proyek yang menurunkan nilai, subsidi silang yang tidak efisien. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Berger dan Ofek (1995) ini mengindikasikan tidak terdapat prediksi yang jelas mengenai pengaruh diversifikasi ini namun bukti empiris menunjukkan adanya hubungan positif antara *corporate focus* dengan kinerja.

Puji (2001) menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kualitas perusahaan IPO dan menyimpulkan bahwa pengaruh *assets turnover* terhadap kualitas perusahaan adalah positif sedangkan besaran perusahaan berpengaruh negatif. Variabel non keuangan juga diteliti pengaruhnya terhadap kualitas keuangan. Hasilnya adalah terdapat 2 variabel non keuangan yang secara statistis signifikan yaitu *timelag* dan variabel *dummy* kondisi pasar dengan arah negatif. Kesimpulan berikutnya adalah variabel non keuangan mempunyai kemampuan yang lebih besar dalam mempengaruhi kualitas perusahaan dibandingkan variabel keuangan.

Jain dan Kini (1994) memberikan bukti bahwa perusahaan yang berada pada tahap pengenalan (*start-up*) ternyata melakukan penawaran perdana ke publik untuk mendanai ekspansinya. Penjelasan lain berkaitan keputusan menjadi perusahaan publik adalah bahwa keputusan tersebut menunjukkan tahap permulaan dalam penjualan perusahaan. Perusahaan melakukan IPO dengan tujuan memperoleh nilai pasar bagi aktiva mereka sehingga memudahkan penjualan perusahaan baik melalui penurunan kepemilikan secara bertahap maupun melalui akuisisi sesegera mungkin. Implikasi langsung dari penjelasan ini adalah bahwa akan terdapat pergantian kontrol yang substansial dari perusahaan segera setelah IPO.

Faktor-faktor yang Mempengaruhi Status Perusahaan Pasca-IPO

Penjelasan diawal menyatakan pendapat umum bahwa perusahaan memutuskan menjadi perusahaan publik disebabkan perusahaan berada pada tahap pertumbuhan sehingga membutuhkan dana untuk investasinya. Pernyataan ini mengimplikasikan bahwa perusahaan yang (diharapkan) memiliki status *survivor* pasca-IPO memiliki karakteristik potensi bertumbuh yang relatif tinggi. Beberapa studi telah menunjukkan bahwa faktor potensi bertumbuh bukan satu-satunya penentu status perusahaan pasca-IPO.

Karakteristik Perusahaan

Beberapa penelitian menggunakan karakteristik perusahaan seperti rasio keuangan, trend harga saham dan variabel fundamental perusahaan untuk memprediksikan kinerja perusahaan.

SFAC No. 1 "The Objective of Financial Reporting for Business Enterprises" menyatakan bahwa tujuan pelaporan keuangan adalah memberikan informasi keuangan bagi investor, calon investor, kreditor dan pengguna lainnya untuk membuat keputusan ekonomi

(FASB 1978). Dengan demikian maka laporan keuangan harus bermanfaat. Untuk membuktikan bahwa laporan keuangan bermanfaat maka dilakukan penelitian mengenai manfaat laporan keuangan, yaitu dengan menggunakan rasio-rasio keuangan yang dianalisis dari laporan keuangan. Machfoedz (1994) menemukan bahwa rasio keuangan tertentu dapat digunakan sebagai prediktor laba perusahaan satu tahun mendatang, tetapi tidak bisa digunakan untuk memprediksi laba lebih dari satu tahun.

Penelitian ini menggunakan rasio keuangan sebagai proksi karakteristik perusahaan karena: (1) untuk mengendalikan perbedaan ukuran antar perusahaan antar periode, (2) untuk lebih memenuhi asumsi yang dituntut oleh beberapa alat analisis statistik, (3) untuk menggali teori mengenai rasio keuangan, (4) Untuk memanfaatkan keteraturan empirik yang diobservasi antara rasio keuangan dengan estimasi atau prediksi variabel yang diminati (Foster, 1986).

Lau (1987) melakukan penelitian untuk memprediksi kondisi perusahaan dalam 5 kategori yaitu: perusahaan yang mengabaikan atau mengurangi pembayaran dividen, perusahaan yang mengalami pelanggaran teknis terhadap pembayaran pinjaman, perusahaan yang mengalami kebangkrutan sesuai Chapter X atau XI, perusahaan yang mengalami kebangkrutan dan likuidasi, dan perusahaan yang sehat pada tahun 1976 dan tahun 1977. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah fleksibilitas keuangan yang terdiri dari: kapasitas pinjaman, fleksibilitas saham, fleksibilitas biaya, fleksibilitas dividen dan *asset disposability*. Dalam penelitian ini menggunakan *probabilistic* prediksi *Multinomial Logit Analysis* dan melakukan pemeringkatan skor probabilitas untuk mengevaluasi keakuratan prediksi dari suatu model.

Penelitian yang berkaitan dengan manfaat karakteristik perusahaan untuk memprediksikan kebangkrutan perusahaan telah dilakukan oleh Tirapat dan Nittayagasetwat (1999).

Penelitian ini memberikan bukti bahwa karakteristik perusahaan dalam bentuk rasio keuangan dan variabel fundamental perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi kebangkrutan suatu perusahaan. Demikian juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Platt dan Platt (2002) juga mengkonfirmasi hal yang sama bahwa rasio keuangan dapat digunakan untuk memprediksikan kondisi *financial distress* suatu perusahaan. Penelitian lain yang menggunakan karakteristik perusahaan adalah penelitian yang dilakukan oleh Harsono (2001) dan Luciana (2003), penelitian ini memberikan bukti bahwa variabel karakteristik perusahaan dapat digunakan untuk memprediksikan status perusahaan (*listed-delisted*) yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1: Karakteristik perusahaan yang meliputi rasio keuangan, trend harga saham dan variabel fundamental perusahaan dapat digunakan sebagai alat prediksi status perusahaan pasca IPO.

Struktur Industri Perusahaan

Faktor penentu mendasar yang utama dari profitabilitas perusahaan adalah faktor keatraktifan industri. Terdapat lima kekuatan daya kompetitif yaitu masuknya pesaing baru, adanya produk substitusi, daya tawar pembeli, daya tawar penjual, dan persaingan diantara pesaing yang telah ada. Kelima kekuatan daya kompetitif dalam sebuah industri menentukan kemampuan perusahaan dalam sebuah industri untuk menghasilkan tingkat kembalian investasi diatas *cost of capital*. Kemampuan perusahaan untuk membentuk struktur industri menempati posisi penting bagi pemimpin dalam sebuah industri. Tindakan pemimpin industri dapat memiliki pengaruh yang tidak proporsional terhadap struktur (karena besaran dan pengaruh mereka terhadap pembeli) dan pesaing lainnya. Perusahaan kecil dengan

pertumbuhan tinggi kemungkinan tidak dapat menghadapi kompetisi *head-to-head* dengan perusahaan dengan reputasi baik seperti ini. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi dalam industri yang atraktif kemungkinan dapat mengidentifikasi kesempatan tersembunyi yang *profitable* tetapi tidak menjadi incaran pemain utama sehingga perusahaan dapat bertahan hidup bahkan bertumbuh (Porter, 1980; Dess et al., 1990; dan Rumelt, 1991 dalam Jain dan Kini, 1999).

Probabilitas perusahaan survive, berhubungan positif dengan pertumbuhan dan tingkat atraktif industri. Terdapat beberapa variabel yang berhubungan dengan struktur industri yang dapat digunakan untuk menentukan kinerja perusahaan salah satunya adalah *market-to-book ratio* industri. *Market-to-book ratio* menunjukkan tingkat apresiasi pasar terhadap nilai perusahaan. Deviasi rasio dari 1 menunjukkan bahwa pasar mengharapkan *abnormal return*. *Market-to-book ratio* lebih dari 1 jika pasar mengharapkan abnormal return positif sebaliknya pasar mengekspektasi adanya abnormal return jika kurang dari 1. Pagano et al. (1998) memberikan dua penjelasan berkaitan dengan *market-to-book ratio* industri dan kemungkinan perusahaan privat menjadi perusahaan publik. Penjelasan pertama, perusahaan kecil yang memiliki *market-to-book ratio* industri tinggi memiliki motivasi untuk menjadi publik dengan tujuan mengambil manfaat dari *overvaluation* investor atas perusahaan mereka. Penjelasan kedua, *market-to-book ratio* yang tinggi mengindikasikan bahwa investor memberikan nilai yang tinggi atas kesempatan bertumbuh di masa mendatang. Jika kesempatan bertumbuh membutuhkan investasi yang besar maka perusahaan akan termotivasi untuk menjadi publik.

Indikator keatraktifan industri yang lain adalah konsentrasi industri yang merupakan pengukur tingkat kesempatan terjadinya kolusi (Hambrick dan Lei, 1985 dalam Jain dan Kini, 1999). Perusahaan yang berada dalam

konsentrasi industri yang tinggi cenderung menghindari *price-cutting* atau cara-cara agresif dan mahal lainnya untuk meraih pangsa pasar. Perusahaan IPO dalam konsentrasi industri tinggi mempunyai kesempatan dalam mengidentifikasi kesempatan tersembunyi yang *profitable* dan bukan merupakan pusat perhatian pemain utama. Perusahaan IPO dalam industri yang tidak teratur (*fragmented*) harus menggunakan porsi modal yang cukup besar untuk aktivitas tidak bernilai seperti diskon harga dan aktivitas promosi yang agresif. Industri dengan konsentrasi yang tinggi, secara keseluruhan, menyediakan perusahaan IPO lingkungan yang menguntungkan untuk bertahan hidup dan bertumbuh.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2: Struktur industri perusahaan dapat digunakan sebagai alat prediksi status perusahaan pasca IPO.

Sensitifitas Perusahaan Terhadap Variabel Makro Ekonomi

Pada tahun 1997 telah muncul krisis keuangan di Asia, sehingga dalam memprediksi kondisi perusahaan di negara-negara berkembang seperti Indonesia, perlu untuk mempertimbangkan variabel makro ekonomi untuk menentukan status dan kinerja keuangan perusahaan.

Tirapat dan Nittayasetwat (1999) menggunakan variabel sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi (indeks produksi manufaktur, indeks harga konsumen, suku bunga dan peredaran uang) untuk memprediksi kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa semakin tinggi sensitifitas perusahaan terhadap inflasi, semakin tinggi pula probabilitas perusahaan mengalami kondisi kesulitan keuangan. Dalam penelitian ini juga menunjukkan variabel makro ekonomi yang paling mempengaruhi kondisi kesulitan keuangan

perusahaan yang pada akhirnya sampai pada kondisi bangkrut adalah indeks harga konsumen.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Harsono (2001), karena penelitian ini menggunakan variabel makro ekonomi, tetapi tidak mengukur sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi. Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa variabel makro ekonomi seperti indeks harga saham gabungan, peredaran uang, tingkat suku bunga dan tingkat inflasi dapat digunakan untuk memprediksi status perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Pentingnya variabel makro ekonomi untuk menentukan status perusahaan (*listed-delisted*) juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Luciana (2003). Hasil penelitian ini memberikan beberapa bukti berkaitan dengan sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi. Pertama, semakin rendah sensitifitas perusahaan terhadap indeks harga konsumen umum, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan money supply maka semakin besar kemungkinan suatu perusahaan mengalami *delisted*. Kedua, semakin tinggi sensitifitas perusahaan terhadap tingkat bunga SBI maka semakin besar kemungkinan suatu perusahaan mengalami *delisted*.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis ketiga yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3: Sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi dapat digunakan sebagai alat prediksi status perusahaan Pasca IPO.

Karakteristik Penawaran

Variabel-variabel seperti ukuran penawaran, resiko, ketetapan (*retention*) kepemilikan manajerial, dan reputasi bank investasi berhubungan dengan *return* awal dan kinerja operasi dan investasi jangka panjang. Kebanyakan studi mengenai IPO menggunakan ukuran penawaran sebagai variabel kontrol. Ukuran penawaran merupakan salah satu

indicator *ex-ante uncertainty* bagi investor (Beatty dan Ritter, 1986). Ukuran penawaran yang lebih kecil cenderung lebih spekulatif dibandingkan ukuran penawaran yang lebih besar.

Menurut Leland dan Pyle (1977) prosentase retensi kepemilikan oleh pemiliki (*insider ownership*) menunjukkan adanya informasi privat yang dimiliki hanya oleh pemilik. Retensi kepemilikan oleh pemilik mengisyaratkan bahwa mereka yakin akan prospek perusahaan. Informasi ini digunakan oleh investor sebagai pertanda prospek perusahaan yang baik dimasa mendatang sehingga menurunkan tingkat *ex-ante uncertainty* investor.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis keempat yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H4: Karakteristik penawaran dapat digunakan sebagai alat prediksi status perusahaan pasca IPO.

METODA PENELITIAN

Sampel Penelitian

Pemilihan Sampel penelitian dilakukan secara *purposive sampling* untuk mendapatkan sampel yang dapat mewakili kriteria yang ditentukan. Adapun sampel penelitian dikategorikan menjadi 4 kelompok (kelompok 1 adalah perusahaan yang sehat, sedangkan kelompok 2 sampai dengan 4 adalah kelompok perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan), yaitu:

1. Kelompok 1 adalah perusahaan-perusahaan yang masih terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang memenuhi kriteria sebagai berikut:
 - a. Tidak mengalami kondisi laba bersih negatif selama 2 tahun berturut-turut.
 - b. Tidak mengalami kondisi nilai buku ekuitas selama 2 tahun berturut-turut.
2. Kelompok 2 adalah perusahaan-perusahaan yang mengalami kondisi laba bersih negatif

selama 2 tahun berturut-turut tetapi masih tetap *listed*.

3. Kelompok 3 adalah perusahaan-perusahaan yang mengalami kondisi nilai buku ekuitas negatif dan laba bersih negatif selama 2 tahun berturut-turut tetapi masih tetap *listed*.
4. Kelompok 4 adalah perusahaan-perusahaan yang *delisted* yang diakibatkan karena laba bersih negatif, nilai buku ekuitas negatif dan perusahaan yang melakukan merger.

Berdasarkan kriteria diatas maka sampel dalam penelitian ini berjumlah 175 perusahaan, dengan rincian sebagai berikut: kelompok 1 terdiri dari 84 perusahaan, kelompok 2 terdiri dari 24 perusahaan, kelompok 3 terdiri dari 48 perusahaan dan kelompok 4 terdiri dari 19 perusahaan.

Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Data sekunder berupa laporan keuangan tahunan yang terdapat di Indonesian Capital Market Directory yang diterbitkan oleh Bursa Efek Jakarta.
2. Prospektus perusahaan yang go public di Bursa Efek Jakarta.
3. Indikator makro ekonomi diambil dari Laporan Mingguan Bank Indonesia yang diterbitkan oleh Bank Indonesia.
4. Data pasar modal untuk mengetahui harga saham dan return perusahaan.

Identifikasi dan Pengukuran Variabel

Variabel *Dependen*

Variabel *dependen* yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel kategori mulai 0 sampai dengan 3, yang mewakili 4 kelompok perusahaan, yaitu:

1. Angka 0 untuk mewakili perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kelompok 1 yaitu perusahaan yang tidak mengalami

- laba bersih negatif dan nilai buku ekuitas negatif selama 2 tahun berturut-turut.
2. Angka 1 untuk mewakili perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kelompok 2 yaitu perusahaan yang mengalami kondisi laba bersih negatif selama 2 tahun berturut-turut tetapi masih tetap *listed*.
 3. Angka 2 untuk mewakili perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kelompok 3 yaitu perusahaan yang mengalami kondisi nilai buku ekuitas negatif dan laba bersih negatif selama 2 tahun berturut-turut tetapi masih tetap *listed*.
 4. Angka 3 untuk mewakili perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kelompok 4 yaitu perusahaan yang *delisted* yang diakibatkan karena laba operasi negatif, nilai buku ekuitas negatif dan perusahaan yang melakukan merger.
 5. Sensitifitas perusahaan diukur dengan menggunakan persamaan regresi kumulatif return saham perusahaan selama 1 bulan terhadap:
 - a. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) = β_1 .
 - b. *Money supply* (S2) = β_2 .
 - c. Indeks harga konsumen umum = β_3 .
 - d. Tingkat suku bunga SBI = β_4 .
 6. Karakteristik Penawaran:
 - a. Ketetapan kepemilikan manajerial diukur sebagai prosentase kepemilikan dalam perusahaan pasca-IPO yang dipegang oleh manajer dan pihak intern perusahaan.
 - b. Status underwriter. Di Indonesia telah ada ranking penjamin emisi yang dilakukan oleh tim litbang majalah Uang dan Efek. Penentuan ranking berdasarkan pada *fee* penjamin emisi, banyaknya emiten yang dijamin dan tingkat perkembangan saham emiten. Ukuran reputasi penjamin emisi yang digunakan dalam penelitian ini adalah ranking penjamin emisi versi tim litbang majalah Uang dan Efek. Dalam penelitian ini peneliti menggunakan ukuran penjamin emisi Carter-Manaster (CM) yang sepenuhnya menggunakan data peringkat oleh tim Litbang. Sesuai dengan prosedur ukuran CM peneliti membagi data peringkat tersebut menjadi 10 kategori yang diberi skala 9 untuk penjamin emisi yang mempunyai reputasi yang paling tinggi dan skala 0 untuk penjamin emisi yang mempunyai reputasi yang paling rendah. Skala 0 juga digunakan untuk penjamin emisi yang tidak termasuk di dalam peringkat Tim Litbang.

Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Rasio keuangan perusahaan:
 - a. SETA = nilai buku ekuitas / total aktiva
 - b. RETA = laba ditahan / total aktiva
 - c. ROA = laba bersih / total aktiva
 - d. TDTA = total hutang / total aktiva
2. Trend harga saham:

$$\text{TRENDHRG} = \frac{(H_t - H_{t-1}) + (L_t - L_{t-1})}{H_t + H_{t-1} + L_t + L_{t-1}}$$

H_t = Harga tertinggi tahun t
 H_{t-1} = Harga tertinggi tahun t-1
 L_t = Harga terendah tahun t
 L_{t-1} = Harga terendah tahun t-1
3. Variabel fundamental perusahaan yaitu LNASET = Logaritma natural assets
4. Struktur industri perusahaan yaitu *Industry market to book ratio* (IMB) diukur dengan median *industry market to book ratio*.

Model Analisis dan Teknik Analisa Data

Pengujian hipotesis 1 sampai dengan 4 menggunakan model prediksi *multinomial logit analysis* (Lau, 1987) untuk mengetahui kekuatan prediksi variabel karakteristik perusahaan, struktur industri perusahaan, sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi, dan karakteristik penawaran. Metoda yang digunakan dalam penelitian ini adalah metoda langsung dan metoda tidak langsung. Beaver (1966) dan Scott (1981) dalam Tirapat dan Nittayagasetwat (1999) mengkonfirmasi hubungan antara probabilitas perusahaan mengalami kebangkrutan dan *return* saham perusahaan. Return saham aktual perusahaan menggambarkan baik resiko sistematis dan resiko spesifik perusahaan, motivasi dilakukan regresi dua tahap adalah untuk menangkap resiko sistematis dalam kondisi krisis ekonomi yang mempengaruhi perusahaan. Studi tersebut menunjukkan penurunan *return* saham perusahaan sebagai pendekatan kegagalan perusahaan. Sedangkan Scott (1981) dalam Tirapat dan Nittayagasetwat (1999) mengkonfirmasi bahwa probabilitas kebangkrutan tergantung pada *return* saham perusahaan. Oleh karena itu *return* saham perusahaan menggambarkan refleksi yang baik tentang ekspektasi pasar terhadap probabilitas perusahaan mengalami kegagalan.

Metoda Tidak Langsung

$$Z_j = b_{j1} X_1 + b_{j2} X_2 + \dots + b_{j10} X_{10}$$

j = kelompok perusahaan mulai 1 sampai 4 yaitu:

Status 0 = Perusahaan Kelompok 1

Status 1 = Perusahaan Kelompok 2

Status 2 = Perusahaan Kelompok 3

Status 3 = Perusahaan Kelompok 4

X_1 = SETA

X_2 = RETA

X_3 = NITA

X_4 = TDTA

X_5 = Trend Harga (TREN_HRG)

X_6 = LNASSET

X_7 = Industry market to book ratio (MEDIAN_M)

X_8 = Kumulatif Return selama 1 tahun (KUM_RTN)

X_9 = Prosentase kepemilikan (PROPORSI)

X_{10} = Reputasi underwriter (REP_UW)

$$P_j = \exp(Z_j) / \sum_{j=1}^j \exp(Z_j)$$

Metoda Langsung

Dalam metoda langsung ini, terlebih dahulu dicari sensitivitas masing-masing perusahaan terhadap kondisi makro ekonomi yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), indeks harga konsumen umum, tingkat bunga SBI dan *money supply* dengan menggunakan persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$\text{KUMRTRN}_i = \beta_{0,t} + \beta_{1,t} F_{1,t} + \beta_{2,t} F_{2,t} + \beta_{3,t} F_{3,t} + \beta_{4,t} F_{4,t} + e_{it}$$

KUMRTRN_i = Kumulatif return saham perusahaan (selama 1 bulan)

$F_{1,t}$ = Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

$F_{2,t}$ = *Money supply* (M2)

$F_{3,t}$ = Indeks harga konsumen umum

$F_{4,t}$ = Tingkat suku bunga

Setelah dicari sensitifitas masing-masing perusahaan terhadap kondisi makro ekonomi yaitu Indeks Harga Konsumen Umum (IHSG), *money supply* (M2), indeks harga konsumen umum dan tingkat suku bunga SBI, langkah selanjutnya adalah memasukkan koefisien regresi untuk variabel makro ekonomi tersebut sebagai pengukur sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi kedalam persamaan regresi multinomial logit sebagai berikut:

$$Z_j = b_{j1} X_1 + b_{j2} X_2 + \dots + b_{j13} X_{13}$$

j = kelompok perusahaan mulai 1 sampai 4 yaitu:

Status 0 = Perusahaan Kelompok 1
 Status 1 = Perusahaan Kelompok 2
 Status 2 = Perusahaan Kelompok 3
 Status 3 = Perusahaan Kelompok 4

- X₁ = SETA
- X₂ = RETA
- X₃ = NITA
- X₄ = TDTA
- X₅ = Trend Harga (TREN_HRG)
- X₆ = LNASSET
- X₇ = Industry market to book ratio (MEDIAN_M)
- X₈ = Sensitifitas perusahaan terhadap IHSG (S_IHSG)
- X₉ = Sensitifitas perusahaan terhadap indeks harga konsumen Umum (S_IHSG)
- X₁₀ = Sensitifitas perusahaan terhadap SBI (S_SBI)
- X₁₁ = Sensitifitas perusahaan terhadap money supply (S_M2)
- X₁₂ = Prosentase kepemilikan (PROPORSI)
- X₁₃ = Reputasi underwriter (REP_UW)

$$P_j = \exp(Z_j) / \sum_{j=1}^j \exp(Z_j)$$

Adapun pengujian secara statistik terhadap hipotesis yang dikemukakan sebelumnya dengan langkah-langkah sebagai berikut: analisa data dilakukan dengan menilai kelayakan model

regresi, menguji koefisien regresi, dan menganalisis daya klasifikasi model prediksi untuk masing-masing kelompok.

HASIL PENELITIAN

Analisis Hasil Metoda Tidak Langsung

Untuk menilai keseluruhan model (*overall model fit*) adalah dengan membandingkan angka -2LL pada awal (*intercept only*) dengan angka -2LL pada model final. Apabila terjadi penurunan maka dapat ditarik kesimpulan bahwa model tersebut menunjukkan model regresi yang baik. Untuk metoda tidak langsung angka -2LL pada model awal (*intercept only*) sebesar 1708.909 dan angka -2LL pada model final sebesar 1329.118 yang menunjukkan adanya penurunan, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa model metoda tidak langsung ini menunjukkan model regresi yang lebih baik.

Nilai Nagelkerke untuk model metoda tidak langsung ini sebesar 0,459 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 45,9%. Berdasarkan nilai Nagelkarke tersebut dapat dikatakan bahwa variabel karakteristik perusahaan, struktur industri perusahaan, sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi dan karakteristik penawaran dapat digunakan untuk memprediksi kinerja keuangan pasca IPO.

Tabel 1. Hasil pengujian regresi multinomial logit metoda tidak langsung

	Kelompok 1 VS Kelompok 2, 3 dan 4	Kelompok 2 VS Kelompok 3 dan 4	Kelompok 3 VS Kelompok 4
--	--------------------------------------	-----------------------------------	-----------------------------

	B	Sig.	B	Sig.	B	Sig.
Intercept	1.300	0.641	3.371	0.220	-0.08519	0.974
TREN_HRG	-1.416	0.022*	-1.190	0.077**	-1.299	0.026*
SETA	0.06137	0.009*	0.02581	0.273	0.01093	0.612
RETA	0.02994	0.001*	0.003407	0.737	0.005638	0.454
NITA	0.04368	0.002*	-0.01336	0.307	0.002303	0.797
TDTA	0.02889	0.210	-0.01613	0.483	0.006164	0.768
LNASSET	-0.231	0.026*	-0.165	0.158	0.07949	0.419
PROPORSI	-1.023	0.266	-0.241	0.814	-0.579	0.510
MEDIAN_M	0.256	0.153	0.133	0.518	0.08085	0.654
REP_UW	-0.05377	0.345	-0.108	0.080**	-0.09589	0.080**
KUM_RTN	0.679	0.000*	0.573	0.001*	0.554	0.000*
-2 Log Likelihood (Intercept Only)			1708.909			
-2 Log Likelihood (Final)			1329.118			
Nagelkerke			0.459			
Metoda Tidak Langsung						
			Jumlah Observasi		%	
Daya Klasifikasi Kelompok 1			287		85.40%	
Daya Klasifikasi Kelompok 2			9		9.40%	
Daya Klasifikasi Kelompok 3			121		63.00%	
Daya Klasifikasi Kelompok 4			14		18.40%	
Total Daya Klasifikasi			431		61.60%	

* Signifikan pada tingkat 5%

** Signifikan pada tingkat 10%

Hasil pengujian regresi multinomial logit metoda tidak langsung pada tabel 1 menunjukkan bahwa :

1. Variabel yang dapat digunakan untuk mengklasifikasikan kelompok 1 dengan kelompok 2, 3 dan 4 adalah variabel-variabel **trend harga**, **SETA**, **RETA**, **NITA**, **LNASSET** dan **kumulatif return** yang merupakan variabel yang secara statistis signifikan pada tingkat 5%. Variabel **SETA**, **RETA** dan **NITA** mempunyai hubungan positif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2,3 dan 4 artinya semakin tinggi rasio ini maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 2,3 dan 4. Variabel **kumulatif return** juga mempunyai hubungan positif dan secara

statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2,3 dan 4 artinya semakin tinggi kumulatif return perusahaan maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 2,3 dan 4. Variabel **trend harga** mempunyai hubungan negatif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2,3 dan 4 artinya semakin rendah rasio trend harga maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 2,3 dan 4. Sedangkan variabel **LNASSET** mempunyai hubungan negatif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2,3 dan 4 artinya semakin rendah kekayaan perusahaan maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 2,3 dan 4.

2. Variabel-variabel yang dapat digunakan untuk mengklasifikasikan kelompok 2 dengan kelompok 3 dan 4 adalah variabel **kumulatif return** merupakan variabel yang secara statistik signifikan pada tingkat 5%. Sedangkan variabel-variabel **trend harga** dan **reputasi underwriter** merupakan variabel yang secara statistik signifikan pada tingkat 10%. Variabel **kumulatif return** mempunyai hubungan positif dan secara statistik signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 3 dan 4 artinya semakin tinggi kumulatif return perusahaan maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 3 dan 4. Variabel **trend harga** mempunyai hubungan negatif dan secara statistik signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 3 dan 4 artinya semakin rendah rasio trend harga maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 3 dan 4. Sedangkan variabel **reputasi underwriter** juga mempunyai hubungan negatif dan secara statistik signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 3 dan 4 artinya semakin rendah reputasi underwriter maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 3 dan 4.
3. Sedangkan variabel-variabel yang dapat digunakan untuk mengklasifikasikan kelompok 3 dengan kelompok 4 adalah variabel-variabel: **trend harga** dan **kumulatif return** merupakan variabel yang secara statistik signifikan pada tingkat 5%. Sedangkan variabel **reputasi underwriter** merupakan variabel yang secara statistik signifikan pada tingkat 10%. Variabel **kumulatif return** mempunyai hubungan positif dan secara statistik signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 4 artinya semakin tinggi kumulatif return perusahaan maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 4. Variabel **trend harga** mempunyai hubungan negatif dan secara

statistik signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 4 artinya semakin rendah rasio trend harga maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 4. Sedangkan variabel **reputasi underwriter** juga mempunyai hubungan negatif dan secara statistik signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 4 artinya semakin rendah reputasi underwriter maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 4.

Analisis lebih lanjut berkaitan dengan daya klasifikasi untuk kelompok 1, kelompok 2, kelompok 3 dan kelompok 4. Model tidak langsung memiliki daya klasifikasi perusahaan: kelompok 1 sebesar 85,4%; kelompok 2 sebesar 9,4%; kelompok 3 sebesar 63%; dan kelompok 4 sebesar 18,4%. Secara keseluruhan model metoda tidak langsung memiliki daya klasifikasi sebesar 61,6%. Berdasarkan analisis daya klasifikasi diatas menunjukkan bahwa metoda tidak langsung memiliki daya klasifikasi yang rendah untuk perusahaan pada kelompok 2 dan kelompok 4.

Analisis Hasil Metoda Langsung

Untuk menilai keseluruhan model (*overall model fit*) adalah dengan membandingkan angka $-2LL$ pada awal (*intercept only*) dengan angka $-2LL$ pada model final. Apabila terjadi penurunan maka dapat ditarik kesimpulan bahwa model tersebut menunjukkan model regresi yang baik. Untuk metoda langsung angka $-2LL$ pada model awal (*intercept only*) sebesar 1708.909 dan angka $-2LL$ pada model final sebesar 1071.620 yang menunjukkan adanya penurunan, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa model metoda tidak langsung ini menunjukkan model regresi yang lebih baik.

Nilai Nagelkerke untuk model metoda langsung ini sebesar 0,655 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel

independen sebesar 65.5%. Jika dibandingkan dengan model metoda tidak langsung, model metoda langsung memiliki nilai Nagelkerke yang lebih baik dari model metoda tidak langsung.

Tabel 2. Hasil pengujian regresi multinomial logit metoda langsung

	Kelompok 1 VS Kelompok 2, 3 dan 4		Kelompok 2 VS Kelompok 3 dan 4		Kelompok 3 VS Kelompok 4	
	B	Sig.	B	Sig.	B	Sig.
Intercept	7.024	0.206	8.044	0.154	4.068	0.456
S_IHSG	548.307	0.287	17.499	0.975	-855.148	0.095**
S_IHKU	509.226	0.000*	409.389	0.001*	431.877	0.000*
S_SBI	-284.120	0.000*	-127.381	0.074**	-47.126	0.454
S_M2	3541.031	0.000*	3103.501	0.000*	4234.093	0.000*
TREN_HRG	-0.551	0.505	-0.564	0.510	-0.512	0.520
SETA	0.004883	0.924	-0.01945	0.705	-0.03530	0.482
RETA	0.02728	0.008*	0.004674	0.670	0.008327	0.306
NITA	0.06219	0.000*	-0.001403	0.926	0.009315	0.432
TDTA	-0.03151	0.532	-0.06511	0.201	-0.04430	0.374
LNASSET	-0.253	0.092**	-0.184	0.243	0.07870	0.548
PROPORSI	-0.220	0.876	0.935	0.526	0.955	0.488
MEDIAN_M	0.738	0.060*	0.674	0.092**	0.614	0.113
REP_UW	-0.04083	0.652	-0.121	0.193	-0.107	0.224
-2 Log Likelihood (Intercept Only)			1708.909			
-2 Log Likelihood (Final)			1071.620			
Nagelkerke			0.655			
			Metoda Langsung			
			Jumlah Observasi		%	
Daya Klasifikasi Kelompok 1			290		86.30%	
Daya Klasifikasi Kelompok 2			13		13.50%	
Daya Klasifikasi Kelompok 3			132		68.80%	
Daya Klasifikasi Kelompok 4			55		72.40%	
Total Daya Klasifikasi			490		70.00%	

* Signifikan pada tingkat 5%

** Signifikan pada tingkat 10%

Hasil pengujian regresi multinomial logit metoda tidak langsung pada Tabel 2 menunjukkan bahwa :

1. Variabel yang dapat digunakan untuk mengklasifikasikan kelompok 1 dengan kelompok 2, 3 dan 4 adalah variabel-variabel **S_IHKU**, **S_SBI**, **S_M2**, **RETA** dan **NITA** merupakan variabel yang secara statistis signifikan pada tingkat 5%. Sedangkan variabel-variabel **LNASSET**

dan **struktur industri perusahaan** merupakan variabel yang secara statistis signifikan pada tingkat 10%. Variabel **RETA** dan **NITA** mempunyai hubungan positif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2,3 dan 4 artinya semakin tinggi rasio ini maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 2,3 dan 4. Variabel **LNASSET** mempunyai hubungan

- negatif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2,3 dan 4 artinya semakin rendah kekayaan perusahaan maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 2,3 dan 4. Variabel **struktur industri perusahaan** mempunyai hubungan positif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2,3 dan 4 artinya semakin tinggi struktur industri perusahaan maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 2,3 dan 4. Variabel **S_IHKU** dan **S_M2** mempunyai hubungan positif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2,3 dan 4 artinya semakin tinggi sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi indeks harga konsumen umum dan *money supply* (M2) maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 2,3 dan 4. Sedangkan Variabel **S_SBI** mempunyai hubungan negatif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2,3 dan 4 artinya semakin rendah sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi tingkat suku bunga SBI maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 2,3 dan 4.
2. Variabel-variabel yang dapat digunakan untuk mengklasifikasikan kelompok 2 dengan kelompok 3 dan 4 adalah variabel **S_IHKU** dan **S_M2** merupakan variabel yang secara statistis signifikan pada tingkat 5%. Sedangkan variabel-variabel **S_SBI** dan **struktur industri perusahaan** merupakan variabel yang secara statistis signifikan pada tingkat 10%. Variabel **struktur industri perusahaan** mempunyai hubungan positif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 3 dan 4 artinya semakin tinggi struktur industri perusahaan maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 3 dan 4. Variabel **S_IHKU** dan **S_M2** mempunyai hubungan positif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 3 dan 4 artinya semakin tinggi sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi indeks harga konsumen umum dan *money supply* (M2) maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 3 dan 4. Sedangkan Variabel **S_SBI** mempunyai hubungan negatif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 3 dan 4 artinya semakin rendah sensitifitas perusahaan terhadap kondisi makro ekonomi suku bunga SBI maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 3 dan 4.
 3. Sedangkan variabel-variabel yang dapat digunakan untuk mengklasifikasikan kelompok 3 dengan kelompok 4 adalah variabel-variabel: **S_IHKU** dan **S_M2** merupakan variabel yang secara statistis signifikan pada tingkat 5%. Sedangkan variabel **S_IHSG** merupakan variabel yang secara statistis signifikan pada tingkat 10%. Variabel **S_IHKU** dan **S_M2** mempunyai hubungan positif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 4 artinya semakin tinggi sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi indeks harga konsumen umum dan *money supply* (M2) maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 4. Variabel **S_IHSG** mempunyai hubungan negatif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 4 artinya semakin rendah sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi IHSG maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan diklasifikasikan pada kelompok 4.
- Analisis lebih lanjut berkaitan dengan daya klasifikasi untuk kelompok 1, kelompok 2,

kelompok 3 dan kelompok 4. Model langsung memiliki daya klasifikasi perusahaan: kelompok 1 sebesar 86,3%; kelompok 2 sebesar 13,5%; kelompok 3 sebesar 68,8%; dan kelompok 4 sebesar 72,4%. Secara keseluruhan model metoda langsung memiliki daya klasifikasi sebesar 70%. Berdasarkan analisis daya klasifikasi diatas menunjukkan bahwa metoda tidak langsung memiliki daya klasifikasi yang rendah untuk perusahaan pada kelompok 2.

SIMPULAN, KETERBATASAN PENELITIAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini berusaha untuk mengembangkan penelitian yang dilakukan oleh Tirapat dan Nittayagasetwat, Harsono (2001) dan Luciana (2003) dalam hal penggunaan variabel struktur industri perusahaan dan variabel struktur penawaran, pengelompokan perusahaan menjadi 4 kelompok untuk membedakan status perusahaan pasca IPO, serta penggunaan teknik analisis statistik Multinomial Logit. Penelitian ini berusaha untuk mencari model terbaik yang dapat memberikan tingkat klasifikasi yang tinggi. Hasil dari analisis ini menunjukkan bahwa:

1. Pada metoda tidak langsung:
 - a. Variabel-variabel yang dapat digunakan untuk membedakan kelompok 1 dengan kelompok 2, 3 dan 4 adalah variabel TREN_HRG, SETA, RETA, NITA, LNASSET dan KUM_RTN.
 - b. Variabel-variabel yang dapat digunakan untuk membedakan kelompok 2 dengan kelompok 3 dan 4 adalah variabel TREN_HRG, REP_UW dan KUM_RTN.
 - c. Sedangkan variabel-variabel yang dapat digunakan untuk membedakan kelompok 3 dengan kelompok 4 adalah variabel TREN_HRG, REP_UW dan KUM_RTN.

2. Pada metoda langsung:
 - a. Variabel-variabel yang dapat digunakan untuk membedakan kelompok 1 dengan kelompok 2, 3 dan 4 adalah variabel S_IHKU, S_SBI, S_M2, RETA, NITA, LNASSET dan MEDIAN_M.
 - b. Variabel-variabel yang dapat digunakan untuk membedakan kelompok 2 dengan kelompok 3 dan 4 adalah variabel S_IHKU, S_SBI, S_M2 dan MEDIAN_M.
 - c. Sedangkan variabel-variabel yang dapat digunakan untuk membedakan kelompok 3 dengan kelompok 4 adalah variabel S_IHSG, S_IHKU dan S_M2.
3. Pengujian dengan metoda langsung memberikan tingkat daya klasifikasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan metoda tidak langsung. Secara keseluruhan tingkat daya klasifikasi metoda tidak langsung sebesar 61,60% sedangkan daya klasifikasi metoda langsung sebesar 70,00%.

Secara umum dapat disimpulkan bahwa variabel karakteristik keuangan, variabel fundamental perusahaan, sensitifitas perusahaan terhadap kondisi makro ekonomi, struktur industri perusahaan dan karakteristik penawaran dapat digunakan untuk memprediksikan status perusahaan pasca IPO.

Keterbatasan dan saran Penelitian selanjutnya

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan: **Pertama**, penelitian ini hanya menggunakan 5 rasio keuangan dan 1 variabel fundamental perusahaan. **Kedua**, penelitian ini hanya mengukur sensitifitas perusahaan terhadap 4 variabel makro ekonomi yaitu indeks harga konsumen umum, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), *money supply* dan tingkat bunga SBI. **Ketiga**, penelitian ini sulit mengukur *cost* dari kesulitan keuangan. Kesulitan ini timbul karena tidak mampu

membedakan apakah kesulitan keuangan disebabkan oleh kinerja perusahaan yang jelek atau disebabkan oleh beberapa faktor lainnya sehingga terjadi kesulitan keuangan itu sendiri. **Keempat**, struktur industri perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini diproxykan dengan median dari *industry market to book ratio* untuk perusahaan-perusahaan yang hanya terdaftar di BEJ.

Penelitian ini diharapkan menjadi dasar bagi penelitian selanjutnya seperti: **Pertama**, perlu dilakukan penelitian yang mengukur sensitifitas perusahaan terhadap variabel makro ekonomi lain selain yang telah diteliti dalam penelitian ini. **Kedua**, perlu dilakukan penelitian dengan mengelompokkan perusahaan yang sehat (dalam penelitian ini adalah perusahaan pada kelompok 1) pada 2 kategori yaitu perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh. **Ketiga**, perlu dilakukan penelitian yang menggunakan struktur industri perusahaan selain menggunakan proxy *industry market to book ratio* dari perusahaan-perusahaan yang hanya terdaftar di BEJ, tetapi struktur industri perusahaan secara keseluruhan baik yang go publik maupun tidak go publik. **Keempat**, perlu dilakukan penelitian yang berkaitan besarnya *cost* untuk dapat diklasifikasikan menjadi perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dengan yang tidak mengalami kesulitan keuangan, dan penentu faktor-faktor yang mempengaruhi *cost* tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Beatty, V. A. dan J. Ritter. 1986. "Investment Banking, Reputation and The Underpricing of Initial Public Offerings." *Journal of Financial Economics*. pp: 213-232.
- Berger, P. dan E. Ofek. 1995. "Diversification's Effect on Firm Value." *Journal of Financial Economics*, 37: 39-65.
- Financial Accounting Standard Boards. 1978. "Objective of Financial Reporting by Business Enterprises." *Statement of Financial Accounting Concepts No. 1*.
- Harsono Edwin P. 2001. "Analisis Faktor Faktor yang Mempengaruhi Status Perusahaan yang Listing di BEJ - Suatu Penelitian Empiris." *Tesis S2*. Program Magister Sains. UGM. Yogyakarta.
- Jogiyanto, H.M. 2000. *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*. BPFE Yogyakarta. Edisi Kedua.
- Ibbotson, R. G. and Jaffe, J. F. 1975. "Hot Issue Market." *Journal of Finance* September. Vol XXX No. 4: 1027-1042.
- Jain, B. A. dan Omesh Kini. 1994. "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms." *Journal of Finance*. Vol 49, No. 5: 1699-1726.
- _____. 1999. "The Life-Cycle of Initial Public Offering Firms." *Journal of Business, Finance and Accounting*.
- Lau, A. H. 1987. "A Five State Financial Distress Prediction Model." *Journal of Accounting Research* 25: 127-138.
- Leland dan D. Pyle. 1977. Information Asymetrics, Financial Structure and Financial Intermediation." *The Journal of Finance*, 32 (May): 371-387.
- Luciana Spica Almilia. 2003. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kondisi Financial Distress Suatu Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta." *Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI*, Ikatan Akuntan Indonesia – Kompartemen Akuntan pendidik, Universitas Airlangga Surabaya.
- Machfoedz, M. 1994. "The Usefulness of Financial Ratio in Indonesia." *Jurnal KELOLA*. September: 94-110.
- Pagano, M., F. Panetta, dan L. Zingales. 1998. "Why do companies go public? An Empirical Analysis." *Journal of Finance*, 53: 27-64

- Platt dan Platt. 2002. "Predicting Financial Distress." *Journal of Financial Service Professionals*, 56: 12-15.
- Puji Harto. 2001. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kualitas Perusahaan yang Melakukan Penawaran Perdana." *Tesis S2*, Yogyakarta: Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.
- Tirapat, Sunti dan A. Nittayagasetwat. 1999. "An Investigation of Thai Listed Firms' Financial Distress Using Macro and Micro Variables." *Multinational Finance Journal*, Vol 3:103-125.