



## ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEGAGALAN IPO (APLIKASI SURVIVAL ANALAYSIS)

Luthfi Hartanto, Erman Denny Arfianto<sup>1</sup>

[luthfihartanto93@gmail.com](mailto:luthfihartanto93@gmail.com)

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

### ABSTRACT

*The purpose of this study was examine the effect of the failure of the company's IPO. Failure IPO seen from the decline in the stock price by 50% over 5 years (60 months). The dependet variabel in this study is the failure of the company's IPO that was measure by the time between IPO to failure. The independent variabel in this study is the firm age, firm size, initial return, business risk and the percentage of stock offerings.*

*The study uses data from the annual report companies with listing on the Indonesia Stock Exchange in 2006-2009. Total of samples in this study is 59 companies. This study uses survival analysis method and cox regression analysis as the tool of survival analysis.*

*The results of this study showed that firm age affect on IPO failure of a company, although not significantly. Firm size and initial return affect of IPO failure of a company and significantly. Business risks affect the IPO failure of a company, although not significantly. Percentage share offer does not affect the failure, although not significantly.*

*Keywords: IPO (Initial Public Offering), go public, survival analysis, IPO failure, cox regression*

### PENDAHULUAN

Kelangsungan hidup maupun kemampuan berkembang suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh ketersediaan modal. Kebutuhan atas modal yang diperlukan oleh suatu perusahaan dapat diperoleh antara lain dengan mengajukan kredit kepada bank, pinjaman kepada lembaga keuangan atau menggabungkan, meleburkan maupun mengalihkan perusahaannya kepada perusahaan lain.

Kebutuhan akan penambahan modal semakin besar seiring dengan perkembangan perusahaan. Hal ini akan mendorong manajemen untuk memilih salah satu dari alternatif-alternatif pembiayaan yang dapat digunakan. Salah satu alternatif pendanaan dari luar perusahaan adalah melalui mekanisme penyertaan yang umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada publik atau sering dikenal dengan *go public*.

Dana yang diperoleh dalam *go public* biasanya selain digunakan untuk keperluan ekspansi juga untuk pelunasan hutang yang diharapkan akan semakin meningkatkan posisi keuangan perusahaan selain untuk memperkuat struktur permodalan. Agar saham yang ditawarkan dapat diserap para investor, pemilik perusahaan dituntut untuk bisa menunjukkan bahwa perusahaan merupakan perusahaan yang prospektif yakni ditandai dengan baiknya aliran kas perusahaan juga oleh tingkat pertumbuhan perusahaan. Selain itu, tingkat keuntungan yang diperoleh juga memegang peranan penting dalam keberhasilan penawaran perdana suatu perusahaan.

---

<sup>1</sup> Erman Denny Arfianto, S.E.,M.M.

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). Perusahaan yang dinyatakan sebagai perusahaan yang *survive* adalah perusahaan yang dapat bertahan pada Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian. Sedangkan perusahaan yang gagal adalah perusahaan yang mengalami penurunan harga saham sebesar 50% atau mengalami *delisting* selama periode penelitian.

Penyebab perusahaan gagal dalam melakukan IPO adalah manajer perusahaan sering mempunyai tujuan yang berbeda yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama. Sedangkan tujuan utama perusahaan melakukan IPO adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham, yang terjadi. Hal ini menyebabkan timbul konflik kepentingan antara para manajer dan para pemegang saham perusahaan (*agency problem*) karena manajemen mempunyai informasi mengenai perusahaan yang tidak dimiliki oleh pemegang saham (asimetri informasi) dan mempergunakannya untuk meningkatkan utilitasnya, padahal setiap pemakai bukan hanya manajemen membutuhkan informasi untuk pengambilan keputusan ekonomi (Darmadji, 2001).

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi variabel-variabel yang mempengaruhi kelangsungan hidup suatu perusahaan setelah melakukan IPO pada IDX. Lebih spesifik lagi penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi variabel-variabel yang menyebabkan suatu perusahaan yang sebelumnya dapat *survive (listed)* menjadi perusahaan yang tidak lagi *survive* pada Bursa Efek Jakarta atau IDX dan apa yang dapat menyebabkan perbedaan waktu antar perusahaan sehingga tidak lagi dapat *survive* pada IDX.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### Asimetri Information and Signaling Theory

Teori yang dapat digunakan untuk menjelaskan penyebab terjadinya fenomena kegagalan pada saham IPO adalah teori asimetri informasi dan *signaling*. Baron (1982) menawarkan hipotesis asimetri informasi yang menjelaskan perbedaan informasi yang dimiliki oleh pihak-pihak yang terlibat dalam penawaran perdana, yaitu emiten, penjamin emisi, dan masyarakat pemodal. Penjamin emisi (*underwriter*) memiliki informasi tentang pasar yang lebih lengkap daripada emiten, sedangkan terhadap calon investor, penjamin emisi memiliki informasi yang lebih lengkap tentang kondisi emiten. Oleh karena itu, *underwriter* memanfaatkan informasi yang dimiliki untuk membuat kesepakatan harga IPO yang maksimal, yaitu harga yang memperkecil risikonya apabila saham tidak terjual semua.

Kim (1999), menyatakan bahwa dalam kondisi asimetri informasi sangat sulit bagi investor untuk membedakan antara perusahaan berkualitas dan yang tidak sehingga investor akan memberikan penilaian yang rendah bagi saham kedua perusahaan. Untuk mengatasi masalah tersebut, maka perusahaan yang berkualitas dapat memberikan signal bagi investor untuk menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki kualitas yang baik.

### Pengaruh Umur Perusahaan Terhadap Kegagalan Dari IPO

Umur perusahaan merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan investor dalam menanamkan modalnya. Umur perusahaan emiten menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan dan menjadi bukti perusahaan mampu bersaing dan dapat mengambil kesempatan bisnis yang ada dalam perekonomian.

Perusahaan yang beroperasi lebih lama mempunyai peluang yang lebih besar untuk menyediakan informasi perusahaan yang lebih banyak dan luas daripada yang baru saja berdiri (Nurhidayati dan Indriantoro, 1998). Dengan demikian akan mengurangi adanya informasi asimetri dan memperkecil ketidakpastian pasar yang dapat menyebabkan perusahaan mengalami kegagalan (*delisted*). Hal ini dinyatakan pada penelitian Beatty (1988) menyatakan bahwa umur perusahaan mempunyai hubungan negatif terhadap kegagalan IPO.

H<sub>1</sub>: Umur perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kegagalan IPO.

### **Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kegagalan IPO**

Perusahaan besar umumnya lebih dikenal oleh masyarakat daripada perusahaan kecil. Karena lebih dikenal maka informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak dan lebih mudah diperoleh investor dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini akan mengurangi asimetri informasi pada perusahaan yang besar sehingga akan mengurangi kegagalan IPO pada perusahaan kecil karena penyebaran informasi perusahaan kecil belum begitu banyak. Hal ini dinyatakan pada penelitian Shumway dan Warther (1999) berargumentasi bahwa ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang negatif terhadap kegagalan IPO.

H<sub>2</sub>: Ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kegagalan IPO.

### **Pengaruh Initial Return Terhadap Kegagalan IPO**

*Initial Public Offering* (IPO) pada umumnya memberikan abnormal return yang positif (*initial return*) bagi para investor segera setelah saham-saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Hal ini dapat disebabkan karena pada saat IPO harga saham relatif lebih murah dibandingkan harga saham pada saat diperdagangkan di pasar sekunder sehingga para investor akan memperoleh keuntungan yang relatif besar. Penelitian yang dilakukan Hensler et al (1997), temuan mereka menunjukkan bahwa kegagalan IPO mempunyai hubungan yang positif dengan *initial return*.

H<sub>3</sub>: *Initial Return* memiliki pengaruh positif terhadap kegagalan IPO.

### **Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Kegagalan IPO**

Secara teoritis tidak ada penjelasan yang lengkap mengaparisiko di dalam prospektus berpotensi sebagai penjas variasi IPO, adanya kewajiban untuk secara terbuka mengungkapkan informasi tersebut menjadikannya menarik untuk dicermati, karena faktor tersebut secara eksplisit mencerminkan tingkat risiko perusahaan di masa mendatang. Pada penelitian yang dilakukan Hensler et al. (1997) menemukan hubungan negatif dan signifikan pada IPO di Amerika Serikat.

H<sub>4</sub>: Risiko bisnis memiliki pengaruh negatif terhadap kegagalan IPO.

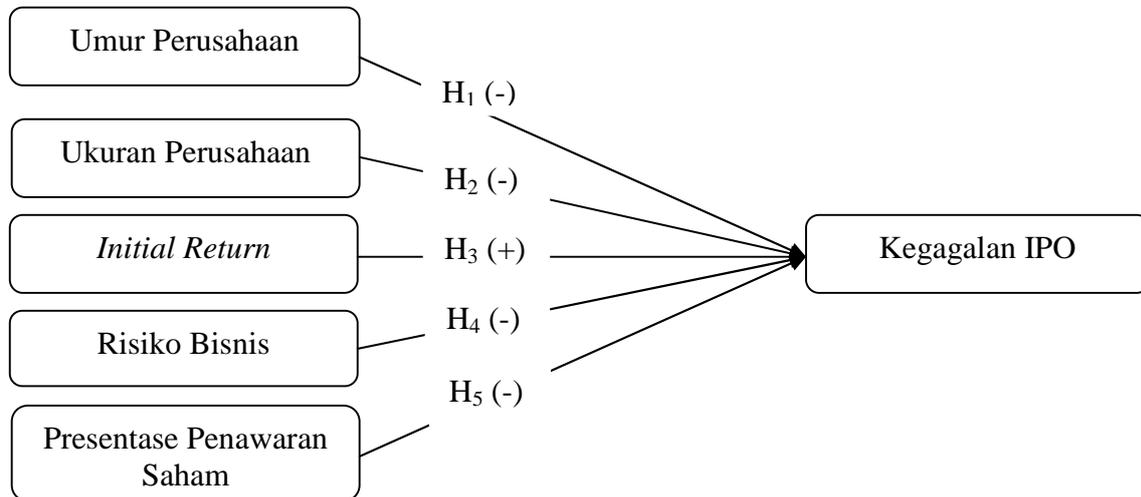
### **Pengaruh Presentase Penawaran Saham Kegagalan IPO**

Proposi saham yang ditawarkan dapat digunakan sebagai proksi terhadap faktor ketidakpastian yang akan diterima oleh investor. Hal tersebut telah dikemukakan oleh Nurhidayati dan Indriantono (1998). Proposi dari saham yang ditahan dari pemegang saham lama dapat menunjukkan aliran informasi dari sahamemiten ke calon investor. Semakin besar proporsi saham yang dipegang oleh pemegang saham lama semakin banyak informasi privat yang dimiliki oleh pemegang saham lama. Investor lama mengeluarkan biaya untuk mendapatkan informasi guna pengambilan keputusan apakah akan membeli saham atau tidak. Sehingga kompensasinya adalah pengeluaran biaya oleh investor sehingga investor mengharapkan mendapat tingkat *initial return* yang tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh

Sulistio (2005) yang menyatakan bahwa prosentase saham berpengaruh signifikan positif terhadap kegagalan IPO.

H<sub>5</sub>: Presentase saham memiliki pengaruh positif terhadap kegagalan IPO.

**Gambar 1**  
**Kerangka Pemikiran**



Sumber: Beatty (1998), Shumway dan Warther (1999), Hesntler et al (1997), Sulistio (2005).

## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari dua variabel yaitu variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kegagalan IPO. Variabel independen yang digunakan untuk memprediksi variabel dependen adalah umur perusahaan, ukuran perusahaan, *intial return*, risiko bisnis dan presentase penawaran saham. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan *listing* pada BEJ periode 2006-2009 dan batas penelitian pada tahun 2013.

### Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada Bursa Efek Jakarta. Penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu penentuan sampel dari populasi yang ada berdasarkan kriteria yang dikehendaki oleh peneliti. Hal ini dilakukan agar data yang diperoleh dengan tujuan penelitian dan relatif dapat dibandingkan dengan hasil penelitian sebelumnya.

Berdasarkan metode tersebut maka kriteria penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada Bursa Efek Jakarta periode tahun 2006–2009 dengan jumlah total perusahaan yang melakukan *listing* sebesar 59 perusahaan.

2. Perusahaan yang mengalami penurunan harga saham sebesar 50% dalam rentang waktu 5 tahun (60 bulan) dinyatakan bahwa perusahaan tersebut mengalami kegagalan.
3. Perusahaan yang tidak mengalami penurunan harga saham sebesar 50% dalam rentang waktu 5 tahun (60 bulan) dinyatakan bahwa perusahaan tersebut *survive* pada pasar saham.

**Metode Analisis**

Analisis data *survival* secara inferensial bisa menggunakan regresi. Apabila variabel respon yang dipakai berupa waktu *survival* maka analisis regresinya dapat menggunakan beberapa macam. Metode regresi untuk analisis *survival* antara lain untuk model nonparametrik yaitu regresi Cox.

Model regresi ini dikenal juga dengan istilah *Prortional Hazard Model* karena asumsi proposional pada fungsi hazardnya. Secara umum, model regresi Cox dihadapkan pada situasi dimana kemungkinan kegagalan IPO pada suatu waktu yang dipengaruhi oleh satu atau lebih variabel penjelas. (Collet, 1994). Analisis ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Analisis ini dilakukan menggunakan metode *Forward Stepwise* (LR). Dari analisis ini dihasilkan *hazard rate* yang mengindikasikan kemungkinan suatu perusahaan tidak dapat *survive*. Dalam penelitian ini perusahaan yang dimaksud tidak dapat *survive* adalah perusahaan yang tercatat *delisted* pada bursa efek. Terdapat rumus dari metode *Cox Regression* sebagai berikut:

$$h_i(t) = h_0(t).exp ( \_1X_1(t) + \dots + \_pX_p$$

dimana :

$h_i(t)$  : *Hazard rate* yang mengindikasikan kemungkinan perusahaan tidak dapat *survive* atau mengalami *delisting* pada waktu t.

$h_0(t)$  : konstanta ( *baseline* ) hazard

$\_1 - \_p$  : Nilai parameter yang akan diestimasi

$X_1 - X_p$  : Variabel bebas

**HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

**Survival Analysis (Cox Regression)**

**Variables in the Equation**

	B	SE	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95,0% CI	
							for Exp(B) Lower	for Exp(B) Upper
Umur	-,002	,002	1,020	1	,312	,998	,995	1,002
Ukuran	-,331	,170	3,782	1	,050	,718	,514	1,003
InitialReturn	-7,184	1,879	14,618	1	,000	,001	,000	,030
RisikoBisnis	-,003	,002	2,217	1	,186	,997	,992	1,001
PersentaseSaham	,312	1,352	,053	1	,818	1,366	,096	19,346

Dilihat dari hasil perhitungan pada 5aria diatas terlihat bahwa dari 5variable independen yang dimasukkan dalam model, yaitu:

1. Umur perusahaan ( $X_1$ )

Variabel umur perusahaan tidak signifikan pada 0,05 atau 5%. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansi umur perusahaan sebesar 0,312. Dengan nilai beta umur perusahaan sebesar -0,002. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel umur perusahaan berpengaruh terhadap kegagalan IPO suatu perusahaan walaupun tidak secara signifikan. Pada nilai  $\text{Exp}(B)$  sebesar 0,998 yang berarti  $\frac{1}{0,998} = 1,002$ . Dengan demikian semakin tinggi umur perusahaan melakukan IPO, maka kecenderungan perusahaan untuk gagal pada pasar saham sebesar 1,001 kali lipat.

2. Ukuran perusahaan ( $X_2$ )

Variabel ukuran perusahaan signifikan pada 0,05 atau 5%. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansi ukuran perusahaan sebesar 0,050. Dengan nilai beta umur perusahaan sebesar -0,331. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kegagalan IPO suatu perusahaan secara signifikan. Pada nilai  $\text{Exp}(B)$  sebesar 0,718 yang berarti  $\frac{1}{0,718} = 1,393$ . Dengan demikian semakin tinggi nilai ukuran perusahaan (total asset), maka kecenderungan perusahaan untuk gagal pada pasar saham sebesar 1,393 kali lipat.

3. *Initial return* ( $X_3$ )

Variabel *initial return* signifikan pada 0,05 atau 5%. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansi *initial return* sebesar 0,000. Dengan nilai beta *initial return* sebesar -7,184. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *initial return* berpengaruh terhadap kegagalan IPO suatu perusahaan secara signifikan. Pada nilai  $\text{Exp}(B)$  sebesar 0,001 yang berarti  $\frac{1}{0,001} = 1000$ . Dengan demikian semakin tinggi nilai *initial return*, maka kecenderungan perusahaan untuk gagal pada pasar saham sebesar 1000 kali lipat.

4. Risiko bisnis ( $X_4$ )

Variabel risiko bisnis tidak signifikan pada 0,05 atau 5%. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansi risiko bisnis sebesar 0,186. Dengan nilai beta risiko bisnis sebesar -0,003. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel risiko bisnis berpengaruh terhadap kegagalan IPO suatu perusahaan secara signifikan. Pada nilai  $\text{Exp}(B)$  sebesar 0,997 yang berarti  $\frac{1}{0,997} = 1,003$ . Dengan demikian semakin tinggi nilai risiko perusahaan, maka kecenderungan perusahaan untuk gagal pada pasar saham sebesar 0,957 kali lipat.

5. Presentase penawaran saham ( $X_5$ )

Variabel presentase penawaran saham tidak signifikan pada 0,05 atau 5%. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansi presentase penawaran saham sebesar 0,818. Dengan nilai beta presentase penawaran saham sebesar 0,312. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel presentase penawaran saham tidak berpengaruh terhadap kegagalan IPO suatu perusahaan secara tidak signifikan. Pada nilai  $\text{Exp}(B)$  sebesar 1,366 yang berarti  $\frac{1}{1,366} = 0,732$ . Dengan demikian

semakin tinggi nilai persentase penawaran saham, maka kecenderungan perusahaan untuk gagal pada pasar saham sebesar 0,732 kali lipat.

## KESIMPULAN

Berdasarkan analisis data dan pembahasan dari hipotesis yang telah dirumuskan dan telah diuji pada bagian sebelumnya, maka dapat disimpulkan pengaruh variabel-variabel independen terhadap kegagalan perusahaan melakukan IPO (*initial public*) sebagai berikut:

1. Hasil pengujian hipotesis pertama ( $H_1$ ) membuktikan bahwa variabel umur perusahaan memiliki pengaruh terhadap kegagalan IPO suatu perusahaan walaupun tidak secara signifikan. Dengan demikian, hipotesis satu ( $H_1$ ) ditolak.
2. Hasil pengujian hipotesis kedua ( $H_2$ ) membuktikan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap kegagalan IPO suatu Perusahaan secara signifikan. Dengan demikian, hipotesis dua ( $H_2$ ) diterima.
3. Hasil pengujian hipotesis ketiga ( $H_3$ ) membuktikan bahwa variabel *initial return* memiliki pengaruh terhadap kegagalan IPO suatu perusahaan secara signifikan. Dengan demikian, hipotesis tiga ( $H_3$ ) diterima. Hasil ini berhasil membuktikan hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa *initial return* berpengaruh negatif terhadap kegagalan IPO (*Initial Public Offering*) suatu perusahaan.
4. Hasil pengujian hipotesis keempat ( $H_4$ ) membuktikan bahwa variabel risiko bisnis memiliki pengaruh terhadap terhadap kegagalan IPO suatu perusahaan secara tidak signifikan. Hasil ini berhasil membuktikan hipotesis keempat yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap kegagalan IPO (*Initial Public Offering*) suatu perusahaan.
5. Hasil pengujian hipotesis kelima ( $H_5$ ) membuktikan bahwa variabel presentase saham tidak memiliki pengaruh terhadap kegagalan IPO suatu perusahaan walaupun tidak secara signifikan. Dengan demikian, hipotesis lima ( $H_5$ ) ditolak.

## Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa kelemahan dan keterbatasan antara lain, sebagai berikut:

1. Tingkat *delisting* atau kegagalan IPO (*Initial Public Offering*) yang rendah pada Bursa Efek Jakarta mengakibatkan kriteria *delisting* atau kegagalan IPO (*Initial Public Offering*) dirubah menjadi penurunan harga saham sebesar 50% dalam rentang waktu 5 tahun (60 bulan) yang menjadikan batas akhir penelitian untuk mengetahui seberapa banyak perusahaan yang dapat *survive* pada Bursa Efek Jakarta.
2. Hanya menggunakan lima mekanisme dari kegagalan IPO (*Initial Public Offering*) yaitu: umur perusahaan, ukuran perusahaan, *initial return*, risiko bisnis, dan presentase saham.
3. Beberapa perusahaan tidak menampilkan beberapa informasi mengenai variabel-variabel yang ada dalam penelitian secara lengkap sehingga mengurangi variabel yang digunakan pada penelitian.

## Saran

Setelah menganalisis hasil penelitian ini maka, saran yang dapat diberikan penulis adalah sebagai berikut:

1. Bagi perusahaan, perusahaan sebaiknya benar-benar mempertimbangkan dengan baik dan seksama apabila hendak melakukan *Initial Public Offering* (IPO) terutama dalam hal tingkat persiapan perusahaan untuk melakukan IPO serta memilih *underwriter* yang baik karena dapat berpengaruh terhadap *survive* perusahaan di bursa efek.
2. Bagi investor sebaiknya menelaah dengan teliti semua informasi yang terdapat dalam prospektus perusahaan terutama mengenai usia perusahaan dan *underwriter* yang dipilih perusahaan pada saat IPO sebelum berinvestasi agar investasi yang dilakukan tidak menjadi sebuah investasi yang sia-sia.
3. Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperbesar jumlah sampel dan memperpanjang tahun pengamatan.

## REFERENSI

- Collet, D., 1994, *Modelling Survival Data In Medical Research*, Chapman and Hall, London.
- Hensler, D., R. Rutherford and T. Springer (1997), “*The Survival of Initial Public Offerings in the Aftermarket*”, *Journal of Financial Research*, Vol. 20, pp. 93–110.
- Jain, B. and O. Kini, 1999. “*The Life Cycle of Initial Public Offerings*”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 26, pp. 1281–307.
- Kim, Moonchul dan Jay Ritter, 1999, “*Valuing IPOs*”, *Journal of Financial Economics*, 53: 409-437
- Nurhidayati, Siti dan Nur Indriantoro, 1998. “*Analisis Beberapa Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced Pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta*”, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 13, No. 1.
- Shumway, T. dan Warther, V. “*The Delisting Bias in CRSP's Nasdaq Data and its Implications for the Size Effect*”, *Journal of Finance*, December 1999.
- Sulistio, Helen, 2005. “*Pengaruh Informasi Akuntansi dan Non Akuntansi Terhadap Initial Return: Studi Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering di Bursa Efek Jakarta*” *Simposium Nasional Akuntansi VIII, IAI, September.*