

Firm-Level Factors Sebagai Determinan Keputusan Go Private: Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Muniya Alteza, Naning Margasari, Musaroh

Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta

E-mail: m_alteza@uny.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan menguji variabel *firm-level factors* sebagai determinan keputusan *go private* perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pengujian dilakukan berdasarkan *market visibility hypothesis*. Jumlah sampel yang digunakan adalah 50 perusahaan (25 perusahaan yang melakukan *go private* dan 25 perusahaan yang tetap *go public*). Analisis data dilakukan dengan regresi logistik metode *backward stepwise*. Hasil uji prasyarat analisis menunjukkan bahwa regresi terbebas dari masalah multikolinearitas, dan uji kelayakan model memperlihatkan adanya *goodness of fit* dari model regresi logistik. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *Debt to Asset Ratio* (proksi *leverage*) berpengaruh positif terhadap keputusan *go private*. Variabel *Total Assets* (proksi ukuran perusahaan), *Return on Assets* (proksi profitabilitas) dan *Market to Book Ratio* (proksi kesempatan investasi) berpengaruh negatif terhadap keputusan *go private*.

Kata kunci: *firm-level factors*, keputusan *go private*, hipotesis *market visibility*

Firm-Level Factors As Determinant of Going Private Decision: An Empirical Study of Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange

Abstract

This study aims to examine the firm-level factors as determinants of the going private decision of companies listed on the Indonesia Stock Exchange. The study conducted based on market visibility hypothesis. The number of samples used were 50 companies (25 companies that go private and 25 public companies). Data analysis was performed with backward stepwise of logistic regression method. The results showed that the regression analysis was free from multicollinearity problems, and test the feasibility of the model shows the goodness of fit of the logistic regression model. The results of hypothesis testing pointed out that the Debt to Asset Ratio (proxy for leverage) positively affect the going private decisions. While Total Assets (proxy for size), Return on Assets (proxy for profitability) and Market to Book Ratio (proxy for investment opportunity) negatively affect the going private decision.

Keywords: firm-level factors, going private, market visibility hypothesis

Pendahuluan

Perusahaan yang sudah tercatat di Bursa Efek ada kalanya memutuskan untuk secara sukarela keluar dari bursa. Tindakan ini disebut dengan *go private*. Keputusan

go private mengakibatkan perubahan status perusahaan dari perusahaan terbuka menjadi perusahaan tertutup. Keputusan sebuah perusahaan untuk *go private* terkait dengan strategi pengembangan bisnis dan merupakan kepentingan bisnis masing-masing perusahaan. Hal yang perlu diperhatikan bahwa keputusan *go private* tidak boleh merugikan pihak pemegang saham selaku pemilik perusahaan. Oleh karena itulah dalam proses *go private* Bapepam-LK menekankan perlunya perlindungan kepentingan pemegang saham publik, untuk memastikan bahwa tidak terdapat informasi yang disembunyikan perusahaan.

Proses *go private* wajib memperhatikan tercapainya keseimbangan antara hak dan kewajiban emiten maupun investor. Pada saat emiten mencatatkan sahamnya di Bursa Efek ada beberapa hal yang dicari, antara lain: pembiayaan, reputasi, dan keuntungan. Setelah kebutuhan tersebut tercapai, emiten merasa tidak perlu lagi mencatatkan sahamnya dan ingin keluar dari bursa. Keputusan ini bagi investor bisa merugikan karena emiten memiliki prospek bagus dan mereka masih ingin mendapatkan keuntungan dari saham perusahaan bersangkutan. Investor dan emiten sulit mencapai persetujuan harga saham karena memiliki kepentingan yang berbeda. Bapepam mempersyaratkan adanya persetujuan pemegang saham independen dan dilakukannya penawaran tender atas saham yang dimiliki pemegang saham publik. Perlindungan yang didapat melalui ketentuan penawaran tender tersebut mencakup penentuan harga saham dan kesempatan yang sama bagi semua pemegang saham publik untuk menjual saham yang dimilikinya.

Beberapa alasan yang melatarbelakangi mengapa perusahaan melakukan aksi *go private* diantaranya adalah karena perusahaan sudah tidak membutuhkan dana dari pasar modal dan memperoleh dana dari sumber lain, tidak mampu tumbuh lagi,

mengikuti kebijakan dari perusahaan induk atau karena saham perusahaan yang bersangkutan tidak lagi dapat menarik minat investor. Alasan *go private* yang terakhir ini dirumuskan dalam *market visibility hypothesis* (Mehran dan Peristiani, 2008). Berdasarkan teori ini maka saham perusahaan yang go publik seharusnya dapat menarik minat investor untuk memiliki dan memperdagangkannya di bursa. Apabila kondisi tersebut tidak terpenuhi maka dikatakan bahwa saham tersebut *market visibility*-nya rendah dan hal ini menjadi salah satu pendorong utama perusahaan melakukan *go private*.

Kecenderungan perusahaan untuk melakukan *go private* dapat dipengaruhi oleh keberadaan faktor-faktor dan karakteristik spesifik yang terdapat pada tingkat perusahaan, yang disebut dengan *firm-level factors* (Wald, 1999). *Firm-level factors* ini dapat menunjukkan *market visibility* dari saham suatu perusahaan dan secara umum dilihat dari beberapa faktor, misalnya: bidang usaha, pasar, sumber daya, dan sebagainya. Damodaran (2001:605-606) mengungkapkan bahwa faktor-faktor unik dari sebuah perusahaan memiliki peranan penting dalam pengambilan keputusan strategik seperti misalnya perubahan status menjadi perusahaan publik dan sebaliknya. Beberapa peneliti telah melakukan penelitian mengenai variabel-variabel yang memengaruhi keputusan suatu perusahaan untuk melakukan *go private*. Penelitian yang dilakukan Weir et al. (2004) menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan tindakan *go private* mayoritas mempunyai ukuran perusahaan lebih kecil, jenis usaha yang lebih bervariasi dan mempunyai nilai pasar yang dilihat dari Tobin's Q yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang mempertahankan status sebagai perusahaan publik. Selain itu penelitian lainnya dilakukan oleh Witmer (2005) yang menyimpulkan perusahaan yang memiliki persentase perputaran saham

di bursa yang rendah lebih cenderung akan melakukan *voluntary delisting*. Sedangkan penelitian yang dilakukan Mehran dan Peristiani (2008) menemukan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah yang dicerminkan dari nilai *market to book ratio* yang kecil dan mempunyai perputaran saham (*stock turnover ratio*) yang rendah akan dipandang sebagai perusahaan yang tidak menarik oleh investor sehingga cenderung melakukan tindakan *go private*. Di Indonesia sendiri penelitian *go private* jumlahnya masih terbatas, antara lain dilakukan oleh Nurhidayati dan Harahap (2002) yang menemukan ternyata ada empat rasio keuangan yang secara statistik berbeda signifikan antara perusahaan yang bertahan *listing* dengan perusahaan yang mengalami *delisting* yaitu *Earning Per Share* (EPS), *Equity Per Share* (EqPS), *Debt Equity Ratio* (DER), *Net Profit Margin* (NPM), dan *Return On Equity* (ROE). Berdasarkan latarbelakang di atas maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel *firm-level factors* terhadap keputusan perusahaan dalam melakukan *go private*.

REVIEW LITERATUR DAN HIPOTESIS

1. *Go Private (Voluntary Delisting)*

Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2001: 70) *delisting* adalah penghapusan efek dari daftar efek yang tercatat di bursa. Penghapusan pencatatan saham perusahaan tercatat dari daftar efek yang terjadi di bursa dapat terjadi karena: 1) Permohonan penghapusan pencatatan saham yang diajukan oleh perusahaan tercatat yang bersangkutan atau disebut *voluntary delisting*; dan 2) Dihapus pencatatan sahamnya oleh bursa sesuai dengan peraturan bursa. Jika perusahaan terkena *delisting*, maka efek dari perusahaan yang bersangkutan tidak dapat lagi

diperjualbelikan di bursa. Beberapa alasan perusahaan *delisting* antara lain penggabungan perusahaan, penutupan perusahaan, dan gagalnya perusahaan memenuhi persyaratan pasar modal setempat untuk tetap *listing* (Koetin, 2002). *Delisting* dilakukan karena bermacam-macam alasan, misalnya: karena transaksi dalam efek tersebut sangat jarang terjadi meskipun perusahaan yang bersangkutan kinerjanya tetap baik. Kemungkinan juga jumlah pemegang sahamnya sangat kecil apalagi jika pemegang efek yang bersangkutan kebanyakan investor yang lebih suka menyimpan efek untuk waktu yang lama sehingga efek yang bersangkutan menjadi tidak likuid.

Voluntary delisting (go private) adalah perubahan status perusahaan dari perusahaan terbuka menjadi perusahaan tertutup, artinya perusahaan yang sahamnya semula dimiliki oleh publik (perusahaan terbuka), berubah kembali menjadi perusahaan tertutup yang dimiliki oleh sedikit pemegang saham saja. Istilah *go private* dapat pula berarti pemerintah menjual, sebagian atau semua, saham miliknya kepada investor swasta atau masyarakat. Pengertian *go private* terutama dimaksudkan sebagai keputusan *voluntary delisting* (bukan karena dipaksa oleh otoritas bursa) yang dilakukan oleh perusahaan terbuka.

2. Market Visibility Hypothesis dan Firm-Level Factors

Market visibility hypothesis merumuskan bahwa saham perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek seharusnya harus dapat menarik minat investor untuk memiliki dan memperjualbelikannya. Jika saham dipandang tidak menarik lagi sehingga daya jualnya rendah maka dikatakan saham tersebut *market visibility*-nya rendah. Hal ini menjadi salah satu pendorong perusahaan melakukan *go private*.

Market visibility dari suatu perusahaan dapat dilihat antara lain dari variabel level perusahaan yang disebut dengan *firm-level factors*. Menurut Wald (1999) *firm-level factors* adalah variabel-variabel yang menunjukkan karakteristik spesifik yang melekat pada suatu perusahaan. Karakteristik suatu perusahaan bisa dilihat dari beberapa faktor, antara lain: bidang usaha, pasar, sumber daya dan sebagainya. Dalam konteks laporan keuangan penentuan karakteristik perusahaan bisa ditetapkan dengan menggunakan tiga pendekatan kategori yang dilakukan oleh Lang dan Lundholm (1993) yaitu: karakteristik yang berhubungan dengan *structure, performance dan market*. Variabel struktur mencerminkan kondisi fundamental perusahaan. Macam variabel yang masuk dalam kategori ini antara lain adalah ukuran perusahaan, *leverage*, dan volatilitas pendapatan. Sedangkan variabel kinerja umumnya berupa rasio profitabilitas, yaitu rasio yang mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba. Beberapa rasio profitabilitas yang sering digunakan adalah *return on assets, return on equity, net profit margin, earning per share* dan lain sebagainya. Variabel pasar mencerminkan sejauh mana fundamental perusahaan dihargai oleh pasar. Pada umumnya variabel ini digunakan untuk mengukur minat atau preferensi investor terhadap saham bersangkutan, yang dilihat dari indikator di bursa saham. Salah satu cara untuk menentukan minat investor adalah dengan mengukur *relative stock trading turnover*. Apabila investor tertarik untuk berinvestasi pada suatu saham tertentu maka saham tersebut biasanya akan sering ditransaksikan sehingga memiliki *turnover ratio* yang tinggi. Saham yang dipilih investor tentunya juga tidak sembarangan melainkan saham yang berpotensi memberikan *return* yang optimal yang implisit juga berarti emiten penerbit saham memiliki fundamental yang bagus. Oleh karena itu perputaran saham (*stock*

turnover) adalah indikator yang berguna dalam menilai intensitas informasi dan minat investor.

3. Penelitian yang Relevan

Penelitian empiris mengenai *voluntary delisting* masih relatif jarang dijumpai dalam literatur manajemen keuangan di Indonesia. Penelitian *delisting* antara lain dilakukan oleh Nurhidayati dan Harahap (2002) Penelitian tersebut menggunakan sampel 36 perusahaan yang *delisting* dan 45 perusahaan yang *listing* dari periode 1995 sampai 2002. Hasil pengujiannya menemukan bahwa dari sembilan rasio keuangan yang dijadikan sebagai alat prediksi bagi perusahaan yang mengalami *delisting* di BEJ, ternyata ada empat rasio keuangan yang secara statistik berbeda signifikan antara perusahaan yang bertahan *listing* dengan perusahaan yang mengalami *delisting* yaitu *Earning Per Share* (EPS), *Equity Per Share* (EqPS), *Debt Equity Ratio* (DER), *Net Profit Margin* (NPM), dan *Return On Equity* (ROE).

Penelitian yang dilakukan Weir et al. (2004) menggunakan sampel perusahaan yang melakukan *go private* dari tahun 1990 sampai 2002 di Inggris. Penelitian ini menyimpulkan bahwa dibandingkan dengan perusahaan yang tetap mempertahankan status publik maka perusahaan yang melakukan tindakan *go private* cenderung mempunyai ukuran perusahaan lebih kecil, tingkat diversifikasi lebih tinggi dan memiliki rasio Tobin's Q yang lebih kecil. Pengujian yang dilakukan oleh Macey, O'Hara dan Pompilio (2004) mengaitkan kemungkinan perusahaan *go private* dengan biaya kebangkrutan yang mungkin harus ditanggung perusahaan. Menurut mereka, perusahaan dengan volatilitas pendapatan yang tinggi akan memiliki probabilitas mengalami kesulitan keuangan yang lebih tinggi pula, khususnya pada perusahaan yang menggunakan tingkat utang cukup besar.

Perusahaan semacam ini menanggung risiko gagal bayar relatif tinggi sehingga sahamnya kurang diminati investor. Hal inilah yang lalu mendorong perusahaan mengambil keputusan *go private*.

Selain itu penelitian yang lainnya dilakukan oleh Witmer (2005) menggunakan sampel perusahaan *delisting* di NYSE, AMEX, dan NASDAQ dari tahun 1990 sampai 2003. Penelitian ini menyimpulkan perusahaan dengan persentase perputaran sahamnya rendah lebih cenderung akan melakukan *voluntary delisting*. *Stock turnover ratio* adalah rasio volume perdagangan saham dengan *market capitalization*. Penelitian ini juga membandingkan dari beberapa negara, dan hasilnya menyebutkan perusahaan lebih cenderung akan melakukan *voluntary delisting* jika mereka dari negara dengan perlindungan hukum yang lemah terhadap investornya. Hasil ini sesuai dengan pengujian yang dilakukan oleh Jackowicz dan Kowalewski (2007) yang menyimpulkan bahwa probabilitas *go private* pada perusahaan meningkat dengan konsentrasi kepemilikan asing yang tinggi, kenaikan besaran *free cash flow*, dan penurunan likuiditas perdagangan saham.

Boot, Gopalan dan Thakor (2007) dalam pengujiannya menemukan bahwa keputusan perusahaan publik berubah menjadi perusahaan privat dipengaruhi oleh partisipasi investor, yang tercermin dalam level dan volatilitas harga saham. Studi empiris lainnya dilakukan oleh Mehran dan Peristiani (2008) menggunakan sampel perusahaan yang *go public* dan menjadi *go private* dari tahun 1990 sampai 2004 dan mengambil kelompok kontrol perusahaan yang tetap *go public* pada NYSE. Penelitian ini menggunakan variabel *analyst growth*, *change institutional ownership*, *stock turnover ratio*, *stock volatility*, *debt ratio*, *market to book ratio* dan *stock return*. Hasilnya menyebutkan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan kecil yang diukur

melalui *market to book ratio* dan mempunyai perputaran saham yang rendah (*stock turnover ratio*) lebih cenderung akan melakukan tindakan *go private*.

4. Perumusan Hipotesis

Pada dasarnya salah satu alasan perusahaan mengubah statusnya menjadi perusahaan publik adalah tujuan memperoleh dana segar dari investor. Guna mencapai tujuan ini maka saham perusahaan bersangkutan haruslah dapat menarik minat pasar (investor) untuk memiliki dan memperdagangkan saham. Dalam hal ini dikatakan bahwa saham tersebut haruslah memiliki *market visibility* yang cukup tinggi (Mehran dan Peristiani, 2008). Akan tetapi ada kalanya saham yang sudah go publik ternyata tidak memiliki *market visibility* yang tinggi, artinya gagal menarik minat investor untuk mentransaksikan saham tersebut, sehingga akhirnya perusahaan memutuskan untuk melakukan *voluntary delisting (go private)*. *Go private* ini merupakan tindakan dimana perusahaan secara sukarela memutuskan untuk tidak mencatatkan maupun memperdagangkan lagi sahamnya di bursa. Kecenderungan perusahaan untuk melakukan *go private* antara lain dapat dilihat dari *firm-level factors* yaitu faktor-faktor dan karakteristik spesifik yang terdapat pada tingkat perusahaan. *Firm-level factors* ini dapat menunjukkan *market visibility* dari saham suatu perusahaan, sehingga akhirnya dapat menentukan apakah tetap terdaftar atau keluar dari bursa. Dalam penelitian ini digunakan variabel *firm-level factors* yang terdiri dari variabel struktur meliputi *leverage*, ukuran perusahaan dan volatilitas pendapatan, variabel kinerja yang mencakup profitabilitas, dan variabel pasar yang terdiri dari likuiditas saham dan kesempatan investasi. Secara keseluruhan semakin baik kondisi perusahaan yang diukur melalui beberapa indikator tersebut (struktur,

kinerja dan pasar) kemungkinan perusahaan untuk melakukan *go private* semakin kecil.

Rasio *leverage* diproksikan oleh *debt to total assets ratio* dan *debt to equity ratio*. Semakin besar *debt to total assets ratio* dan *debt to equity ratio* maka semakin tidak pasti kelangsungan hidup perusahaan karena kekayaan atau modal sendiri yang dimiliki belum tentu mencukupi untuk membayar seluruh kewajibannya. Perusahaan dengan rasio *leverage* yang terlalu tinggi juga mengindikasikan probabilitas munculnya kesulitan keuangan yang tinggi sehingga sahamnya relatif kurang dapat menarik minat investor. Oleh karena sahamnya tidak diminati oleh investor maka perusahaan publik memutuskan untuk tidak memperdagangkan lagi sahamnya di bursa (*go private*). Hipotesis yang diajukan adalah:

H1a : *Debt to Assets Ratio* berpengaruh positif terhadap keputusan *go private*

H1b : *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif terhadap keputusan *go private*

Ukuran perusahaan dapat diproksikan oleh *total asset* dan *total sales*. Semakin besar ukuran suatu perusahaan maka perusahaan lebih mudah dalam memasuki pasar modal, semakin besar modal yang ditanamkannya pada berbagai jenis usaha, sehingga memperoleh penilaian kredit yang tinggi dari pasar. Dengan demikian kecenderungan perusahaan besar untuk mempertahankan statusnya sebagai perusahaan publik lebih besar dibandingkan perusahaan kecil. Hipotesis yang diajukan adalah:

H2a : *Total Assets* berpengaruh negatif terhadap keputusan *go private*.

H2b : *Total Sales* berpengaruh negatif terhadap keputusan *go private*.

Variabel lainnya adalah volatilitas pendapatan, yang dapat dilihat dari standar deviasi *basic earning power*. Perusahaan dengan volatilitas pendapatan yang tinggi

akan memiliki risiko yang lebih tinggi pula dan cenderung tidak menarik minat investor untuk memiliki sahamnya sehingga kemungkinan untuk keluar sukarela dari bursa saham semakin besar pula. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3 : volatilitas pendapatan berpengaruh positif terhadap keputusan *go private*.

Profitabilitas menunjukkan kemampuan sebuah perusahaan untuk menghasilkan laba. Dua rasio keuangan yang sering digunakan sebagai indikator profitabilitas, yaitu *return on assets* (ROA) dan *return on equity* (ROE). Semakin baik profitabilitas perusahaan maka perusahaan diharapkan memiliki prospek yang bagus di masa depan dan dipandang semakin menarik oleh investor. Hal ini mendorong saham perusahaan tersebut semakin diminati sehingga cenderung untuk bertahan sebagai perusahaan publik. Sesuai dengan teori ini maka hipotesis yang diajukan adalah

H4a : *Return on Assets* berpengaruh negatif terhadap keputusan *go private*.

H4b : *Return on Equity* berpengaruh negatif terhadap keputusan *go private*.

Tingkat likuiditas saham yang dilihat dari perputaran saham (*stock turnover*) adalah indikator yang berguna dalam menilai intensitas informasi dan minat investor terhadap saham tersebut. Semakin tinggi tingkat perputaran saham menunjukkan investor lebih tertarik untuk memperjualbelikan saham tersebut lewat transaksi yang dilakukannya. Hal ini berarti bahwa saham tersebut dapat memiliki *market visibility* yang tinggi dan perusahaan akan lebih suka bertahan sebagai perusahaan publik karena sahamnya diminati investor. Hipotesis yang disusun adalah:

H5 : Likuiditas saham berpengaruh negatif terhadap keputusan *go private*.

Kesempatan investasi yang tinggi mencerminkan kondisi perusahaan yang masih bertumbuh. Apabila kesempatan investasi yang tersedia cukup banyak dan *feasible*, tercermin dari nilai *market to book ratio* yang semakin besar maka perusahaan dipandang semakin menarik oleh investor sehingga sahamnya relatif dicari. Oleh karena itu kemungkinan perusahaan bersangkutan untuk *go private* akan semakin kecil. Berdasarkan hal ini disusun hipotesis sebagai berikut:

H6 : Kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap keputusan *go private*

METODE PENELITIAN

a. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah saham-saham perusahaan yang melakukan *corporate action* yaitu tindakan *go private* dan perusahaan yang tetap mempertahankan status *go public* di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel yang dipakai dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan kriteria tertentu. Adapun kriteria yang digunakan untuk menentukan sampel adalah: 1) Perusahaan yang pernah terdaftar di Bursa Efek Indonesia menjadi perusahaan *go public*; 2) Perusahaan *go public* yang melakukan *go private* pada periode 2000-2007 dan telah disetujui oleh Bapepam; dan 3) Memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan dalam penelitian. Sedangkan sampel untuk *comparison firm* yaitu perusahaan yang mempertahankan status go publik diambil secara *purposive* dengan kriteria sebagai berikut: 1) Perusahaan yang tetap *go public* dan masih mempertahankan status perusahaan tersebut pada periode penelitian; 2) Berasal dari jenis industri yang sama dengan perusahaan *go private*; dan 3) Memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan dalam penelitian.

b. Definisi Operasional Variabel

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah keputusan perusahaan untuk melakukan *go private (voluntary delisting)* yang bersifat kategorikal sehingga variabel ini berupa *dummy*. Nilainya 1 untuk perusahaan yang melakukan tindakan *go private* dan 0 untuk perusahaan yang tetap *go public*. Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini adalah:

- 1) *Leverage*, diproksikan dengan *debt to total assets ratio (DAR)* dan *debt to equity ratio (DER)*.

$$DAR = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Assets}}$$

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}}$$

- 2) Ukuran perusahaan, diproksikan dengan *Total Asset (TA)* dan *Total Sales (TS)* sebagai ukuran perusahaan.
- 3) Volatilitas pendapatan, dihitung dari standar deviasi *basic earning power* selama tiga tahun sebelum perusahaan *go private*. Dirumuskan:

$$VOLAT = \sigma \left(\frac{EBIT}{\text{Total Assets}} \right)$$

- 4) Profitabilitas diproksikan dengan *Return On Assets (ROA)* dan *Return On Equity (ROE)*.

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Modal Sendiri}}$$

- 5) Likuiditas saham diproksikan *Stock Turnover Ratio* (STR). Variabel ini diukur dari sebagai berikut:

$$STR = \frac{StockTradingVolume}{MarketCapitalization}$$

- 6) Kesempatan investasi diproksikan *market to book ratio* (MBR). Variabel ini dihitung sebagai berikut:

$$MBR = \frac{Market\ Value\ of\ Equity}{Book\ Value\ of\ Equity}$$

c. Model Penelitian

Untuk melihat pengaruh *firm-level factors* terhadap keputusan *go private* digunakan regresi logistik, yaitu model regresi di mana variabel dependennya adalah probabilitas mendapatkan dua hasil berdasarkan fungsi non linear dari kombinasi linear sejumlah variabel independen (Kuncoro, 2001). Adapun persamaan regresinya adalah:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 (DAR) + \beta_2 (DER) + \beta_3 (\ln_TA) + \beta_4 (\ln_TS) + \beta_5 (VOLAT) + \beta_6 (ROA) + \beta_7 (ROE) + \beta_8 (STR) + \beta_9 (MBR) + \varepsilon$$

Y : Variabel *dummy* dari keputusan *go private* atau tetap *go public*.

DAR : *Debt to total assets ratio*

DER : *Debt to equity ratio*

Ln_TA : *Logaritma natural* total aset

Ln_TS : *Logaritma natural* total penjualan

VOLAT : volatilitas pendapatan

ROA : *Return on assets*

ROE : *Return on equity*

STR : *stock turnover ratio*

MBR : *market to book ratio*

ε : *error*

Uji signifikansi terhadap koefisien regresi logistik dilakukan menggunakan *Wald statistic* (Hair et al., 1998) yang ditunjukkan oleh nilai *p-value*. Cara menafsir regresi logistik dengan pendekatan probabilitas. Di sini tidak ada probabilitas negatif atau lebih dari satu sehingga:

- Koefisien negatif dianggap probabilitas 0 yang berarti perusahaan cenderung tidak melakukan *go private*
- Koefisien positif lebih dari 1, dianggap probabilitas 1 yang berarti perusahaan cenderung melakukan *go private*.
- Koefisien positif antara 0 sampai 1 maka probabilitas perusahaan melakukan *go private* sesuai dengan besarnya nilai koefisien.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Jumlah perusahaan di Bursa Efek Indonesia yang melakukan *go private* pada periode 2000-2007 adalah 47 perusahaan. Sampel diambil menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh 25 perusahaan yang memenuhi kriteria. Selain itu dalam penelitian ini juga dibutuhkan perusahaan pembanding (*comparison firm*), dalam hal ini perusahaan yang tetap mempertahankan *go public* pada periode penelitian dan memenuhi kriteria penelitian sejumlah 25 perusahaan. Statistik deskriptif dari data penelitian disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 1
Statistik Deskriptif Data
Sampel *Go Private*

--

	N	Minimum	Maksimum	Mean	Standar Deviasi
<i>Debt to Asset Ratio</i>	25	0,013822	5,142713	0,91926491	1,032362233
<i>Debt to Equity Ratio</i>	25	0,006640	58,841812	4,96353756	1,180486724E1
<i>Ln (Total Asset)</i>	25	5,046573	7,108607	5,68377361	0,572466188
<i>Ln(Total Sales)</i>	25	3,671265	6,585846	5,46308375	0,678782383
Volatilitas Pendapatan	25	0,015800	0,407715	0,14046576	0,116066574
<i>Return on Asset</i>	25	0,002049	1,014791	0,13330879	0,200261909
<i>Return on Equity</i>	25	0,004015	13,145406	0,82967629	2,590661399
<i>Stock Turnover Ratio</i>	25	0,000033	0,711964	0,09327197	0,192586222
<i>Market to Book Ratio</i>	25	0,000000	4,390000	1,27040800	1,215219251
Sampel Listing (Comparison Firms)					
	N	Minimum	Maksimum	Mean	Standar Deviasi
<i>Debt to Asset Ratio</i>	25	0,071885	1,819669	0,78387840	0,467234101
<i>Debt to Equity Ratio</i>	25	0,077453	23,018579	4,18373200	5,269922973
<i>Ln (Total Asset)</i>	25	4,593840	6,500631	6,02178259	0,466986294
<i>Ln(Total Sales)</i>	25	4,549653	6,380680	5,61654307	0,475811964
Volatilitas Pendapatan	25	0,009618	0,626339	0,10313361	0,125320711
<i>Return on Asset</i>	25	0,001802	0,971949	0,12849954	0,210657857
<i>Return on Equity</i>	25	0,005566	2,956310	0,38146870	0,638921904
<i>Stock Turnover Ratio</i>	25	0,000000	1,749019	0,14399914	0,358810866
<i>Market to Book Ratio</i>	25	0,060000	10,600000	1,57400000	2,364765668

Sumber: data diolah

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa nilai rata-rata *leverage (Debt to Asset dan Debt to Equity Ratio)* serta volatilitas pendapatan kelompok perusahaan *go private* lebih tinggi daripada rata-rata kelompok perusahaan yang mempertahankan status *listing*. Data ini menjadi indikasi awal bahwa semakin tinggi nilai kedua variabel tersebut maka kecenderungan *go private* akan semakin besar. Sedangkan dari data ukuran perusahaan yang diproksikan dengan *total sales* dan *total asset* maupun kesempatan investasi lewat proksi *Market to Book Ratio* terlihat bahwa nilai rata-rata dari kelompok sampel perusahaan *go private* lebih kecil dibandingkan rata-rata kelompok perusahaan *listing*. Hal ini mengindikasikan bila perusahaan yang memiliki ukuran dan kesempatan investasi lebih besar cenderung mempertahankan statusnya sebagai perusahaan publik. Rata-rata *stock turnover*

kelompok sampel *listing* lebih tinggi dibandingkan kelompok sampel *go private* sehingga ini menjadi pendukung bahwasanya semakin tinggi *stock turnover* yang bermakna semakin tinggi pula likuiditas saham maka kecenderungan perusahaan melakukan *go private* semakin kecil.

a. Pengujian Asumsi Klasik

Regresi logistik adalah regresi dengan asumsi yang berbeda dengan regresi linier OLS yaitu: 1) *Error term* variabel dependen berupa variabel diskrit yang mengikuti distribusi tidak normal sehingga semua pengujian statistik berdasar asumsi normalitas tidak lagi valid; 2) Dalam regresi ini varian *error term* adalah heteroskedastik karena tergantung pada harapan bersyarat dari Y yang tentu saja tergantung pada nilai yang diambil X. Akhirnya varian *error term* tergantung pada X dan tidak homoskedastik. Hal ini tetap terjadi pada kondisi tidak ada autokorelasi. Oleh karena itulah maka dalam regresi logistik ini hanya diperlukan uji asumsi klasik berupa uji multikolinearitas.

Tabel 2
Hasil Uji Multikolinearitas

No	Variabel	Collinearity Statistic		Kesimpulan
		Tolerance	VIF	
1.	<i>Debt to Asset Ratio</i>	0,609	1,643	Non Multikolinearitas
2.	<i>Debt to Equity Ratio</i>	0,665	1,504	Non Multikolinearitas
3.	<i>Ln (Total Assets)</i>	0,570	1,754	Non Multikolinearitas
4.	<i>Ln (Total Sales)</i>	0,609	1,643	Non Multikolinearitas
5.	Volatilitas Pendapatan	0,611	1,637	Non Multikolinearitas
6.	<i>Return on Asset</i>	0,884	1,131	Non Multikolinearitas
7.	<i>Return on Equity</i>	0,715	1,399	Non Multikolinearitas
8.	<i>Stock Turnover Ratio</i>	0,750	1,333	Non Multikolinearitas
9.	<i>Market to Book Ratio</i>	0,738	1,356	Non Multikolinearitas

Sumber: data diolah

Pengujian multikolinearitas dilihat melalui angka VIF dan *Tolerance*. Dari sembilan variabel terlihat bahwa tidak ada satu pun variabel yang memiliki VIF di atas 10 dan

Tolerance kurang dari 0,10. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel bebas dalam model regresi logistik.

b. Uji Kelayakan Model Regresi

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis maka dalam penelitian ini dilakukan pengujian prasyarat analisis berupa uji kelayakan model regresi. Regresi logistik (*binary logistic regression*) yang dipakai menggunakan metode *backward stepwise (conditional)*. Penggunaan metode ini dimaksudkan untuk menyaring satu per satu variabel independen sampai mendapatkan model yang paling baik menurut metode ini. Berdasarkan metode ini terjadi empat kali tahap regresi dan model yang terbaik menurut *backward stepwise* adalah model yang terakhir. Rangkuman hasil pengujian kelayakan model regresi logistik model terbaik menurut *backward stepwise* terlihat dalam tabel berikut:

Tabel 3
Hasil Uji Kelayakan Model Regresi Logistik

Tabel Klasifikasi			
Observasi	Prediksi		
	Keputusan		Persentase Benar
	Tidak <i>stock split</i>	<i>Stock split</i>	
0 (Tidak <i>stock split</i>)	21	4	84
1 (<i>Stock split</i>)	3	22	88
<i>Overall Percentage</i>			86
<i>N=68</i> <i>-2 Log Likelihood: Block 0 = 69,315</i> <i>: Block 1 = 28,522</i> <i>Cox & Snell R Square = 0,558</i> <i>Nagelkerke R Square = 0,744</i> <i>Chi-square of Hosmer and Lemeshow Test = 4,482 (sig=0,811)</i>			

Sumber: data diolah

Tabel 3 menunjukkan berbagai indikator untuk menilai kelayakan model regresi. Nilai *overall percentage* untuk tabel klasifikasi cukup tinggi yaitu sebesar 86%,

artinya sampel mayoritas dapat diklasifikasi dengan benar oleh model regresi. Indikator lain adalah nilai *-2 Log Likelihood* yang mengalami penurunan dari 69,315 (Block 0) menjadi 28,522 (Block 1). Penurunan nilai ini menunjukkan model yang lebih baik. Adapun variasi variabel dependen yang bisa dijelaskan dengan baik oleh model adalah 55,80% berdasar *Cox & Snell R Square* dan 74,40% berdasarkan *Nagelkerke R Square*. Angka ini menunjukkan bahwa model regresi logistik cukup baik dalam memprediksi keputusan perusahaan melakukan *go private* karena *explanatory power*-nya lebih dari 50%. Untuk indikator terakhir adalah *Chi-square of Hosmer and Lemeshow Test* sebesar 4,482 dengan *p-value* 0,647 dan tidak signifikan pada taraf signifikansi 5%. Berarti model regresi layak untuk analisis karena tidak ada perbedaan yang nyata antara klasifikasi yang diprediksi dengan klasifikasi yang diamati. Berdasarkan indikator *goodness of fit* maka disimpulkan bahwa model regresi ini layak untuk memprediksi keputusan perusahaan (*go private* atau tetap *listing*).

c. Pengujian Hipotesis

Metode *backward stepwise*. ini pada awalnya akan menguji semua variabel penelitian kemudian mengeluarkan satu per satu variabel yang tidak signifikan dari model, sehingga model yang terakhir muncul adalah model yang terbaik untuk digunakan. Dalam model pertama dimasukkan sembilan variabel independen dan diperoleh hasil variabel volatilitas pendapatan memiliki nilai yang paling tidak signifikan. Oleh karena itu variabel ini dikeluarkan dari regresi berikutnya sehingga regresi tahap kedua hanya memasukkan delapan variabel saja. Hal ini menunjukkan bahwa volatilitas pendapatan bukan merupakan prediktor yang baik bagi keputusan *go private*, sehingga H3 ditolak. Temuan ini bertentangan dengan bukti empiris

pengujian Macey, O'Hara dan Pompilio (2004) bahwa tingginya volatilitas pendapatan mengakibatkan perusahaan menghadapi risiko yang lebih tinggi pula, terlebih pada perusahaan yang menggunakan utang. Dalam regresi model ketiga dikeluarkan lagi satu variabel yaitu *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai proksi *leverage*. Hal ini berarti bahwa *DER* bukan merupakan prediktor yang baik dalam model penelitian ini. Oleh karena itu maka H1b yang menyatakan bahwa *DER* berpengaruh positif terhadap keputusan *go private* ditolak. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Nurhidayati dan Harahap (2002) yang menyatakan bahwa *DER* adalah rasio yang membedakan perusahaan yang bertahan *listing* dan perusahaan yang mengalami *delisting*.

Model yang terakhir diperoleh dari pengujian regresi logistik adalah model keempat, dimana variabel proksi ukuran yaitu *total sales* dikeluarkan dari model. Hal ini menunjukkan bahwa *total sales* bukan merupakan prediktor yang baik bagi keputusan *go private* dan H2b ditolak, Hasil ini bertentangan dengan bukti dari pengujian Witmer (2005) dan Mehran dan Peristiani (2008) bahwa semakin besar *total sales* maka probabilitas perusahaan *go private* semakin kecil. Variabel yang tersisa untuk diuji kembali sebanyak enam variabel. Model keempat ini adalah model yang terbaik menurut regresi logistik dengan metode *backward stepwise*. Hasil pengujian model keempat terangkum dalam tabel berikut

Tabel 4
Hasil Pengujian Hipotesis (Model Terakhir Menurut *Backward Stepwise*)

Variabel	Proksi	Koefisien Beta	Wald	Signifikansi	Keterangan
Konstanta		14,363	4,881	0,027	Signifikan
<i>Leverage</i>	<i>Debt to Asset Ratio (DAR)</i>	1,759	3,895	0,048	Signifikan
Ukuran perusahaan	<i>Total Assets (Ln_TA)</i>	-2,239	4,294	0,038	Signifikan

Profitabilitas	<i>Return on Asset (ROA)</i>	-7,756	5,854	0,016	Signifikan
	<i>Return on Equity (ROE)</i>	1,969	2,330	0,127	Tidak Signifikan
Likuiditas saham	<i>Stock Turnover Ratio (STR)</i>	-6,025	4,789	0,029	Signifikan
Kesempatan investasi	<i>Market to Book Ratio (MBR)</i>	-0,590	4,528	0,033	Signifikan

Sumber: data diolah

Koefisien variabel *leverage* yang diproksikan oleh *Debt to Asset Ratio* sebesar 1,759 yang signifikan pada level 5% sehingga H1a diterima. Semakin tinggi *Debt to Assets Ratio* berarti semakin tinggi rasio utang perusahaan dibandingkan dengan assetsnya dan semakin besar probabilitas perusahaan mengalami kesulitan membayar hutangnya kembali sehingga memperbesar kemungkinan kebangkrutan. Saham semacam ini memiliki *market visibility* rendah artinya tidak dapat menarik minat investor untuk memiliki dan memperdagangkan saham tersebut. Hal ini mendorong semakin besarnya probabilitas perusahaan mengambil keputusan *go private*. Temuan empiris ini sesuai dengan penelitian Weir et al. (2004), Jackowicz dan Kowalewski (2007) dan Mehran serta Peristiani (2008) yang menemukan bahwa rasio utang terhadap assets berpengaruh positif terhadap keputusan *go private* yang diambil suatu perusahaan.

Koefisien ukuran perusahaan dengan proksi *Total Assets* sebesar -2,239 yang signifikan pada level 5% sehingga H2a diterima. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap keputusan *go private* dimana semakin besar ukuran maka semakin besar probabilitas perusahaan melakukan *go private*. Ukuran yang semakin besar memberikan kemudahan bagi perusahaan untuk mengakses pasar modal guna memperoleh tambahan dana sehingga semakin besar pula modal yang dapat

ditanamkan pada berbagai jenis usaha. Selain itu perusahaan besar jenis usahanya relatif lebih terdiversifikasi sehingga mengurangi risiko. Faktor ini mengakibatkan saham perusahaan besar akan menarik minat investor (*market visibility* tinggi) sehingga cenderung mempertahankan status *listing* di bursa dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hasil ini mendukung penelitian Weir et al. (2004) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap keputusan *go private*.

Variabel selanjutnya adalah proksi profitabilitas yaitu ROA memiliki koefisien -7,756 yang signifikan pada level 5% sehingga H4a diterima. ROA berpengaruh negatif terhadap keputusan *go private* artinya semakin besar ROA maka probabilitas perusahaan melakukan *go private* semakin kecil. Hasil ini sesuai dengan penelitian Jackowicz dan Kowalewski (2007), Mehran dan Peristiani (2008). Perusahaan dengan ROA tinggi berarti kemampuannya menghasilkan laba dengan aset yang dimiliki cukup tinggi sehingga dapat menarik minat investor. Tingginya minat investor terhadap saham ini akan mendorong perusahaan untuk mempertahankan statusnya sebagai perusahaan publik. Proksi profitabilitas lainnya yaitu ROE memiliki koefisien 1,969 yang tidak signifikan pada level 5% sehingga H4b ditolak. Hasil yang tidak signifikan ini dapat dijelaskan melalui statistik deskriptif, di mana nilai standar deviasi ROE yang lebih besar dibandingkan nilai rata-rata, baik untuk kelompok sampel perusahaan *go private* maupun tetap *listing*. Ini berarti bahwa terdapat banyak variasi data atau kesenjangan data antara nilai maksimum dan minimum terlalu besar. Bukti empiris ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Nurhidayati dan Harahap (2002) yang menemukan perbedaan ROE yang signifikan antara perusahaan *listing* dan *delisting*. Selain itu temuan ini juga tidak

mendukung bukti empiris Witmer (2005) yang juga memproksikan profitabilitas dengan ROE berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan *go private*.

Proksi likuiditas saham yaitu *Stock Turnover Ratio* memiliki koefisien -6,025 dan signifikan pada level 5% sehingga H5 diterima. Likuiditas saham berpengaruh negatif terhadap keputusan *go private*. Semakin tinggi *stock turnover ratio* maka saham semakin likuid sehingga tentunya mempunyai *market visibility* yang tinggi, karena investor lebih menyukai memegang saham yang aktif diperdagangkan. Saham yang *market visibility*-nya tinggi memiliki kemungkinan *go private* semakin kecil. Hasil ini konsisten dengan penelitian Mehran dan Peristiani (2008).

Sedangkan variabel terakhir yaitu *Market to Book Ratio* sebagai proksi dari kesempatan investasi memiliki koefisien -0,590 yang signifikan pada level 5% sehingga H6 diterima. MBR berpengaruh negatif terhadap keputusan *go private* artinya semakin besar MBR yang bermakna semakin banyak kesempatan investasi yang tersedia maka probabilitas perusahaan mengambil keputusan *go private* semakin kecil pula. Hasil ini mendukung penelitian Witmer (2005), Jackowicz dan Kowalewski (2007), Mehran dan Peristiani (2008). Menurut *market visibility hypothesis*, perusahaan yang memiliki kesempatan investasi tinggi akan lebih mudah menarik investor untuk memiliki saham tersebut karena peluang mendapat *return* dari kesempatan investasi yang memiliki *net present value* positif. Situasi ini pada akhirnya akan mendorong perusahaan untuk mempertahankan statusnya sebagai perusahaan yang terdaftar di bursa.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh firm-level factors sebagai determinan keputusan *go private*. Hasil pengujian berhasil membuktikan bahwa *leverage*, ukuran perusahaan, volatilitas pendapatan, profitabilitas dan kesempatan investasi berpengaruh terhadap keputusan *go private*. Penelitian ini membawa implikasi bahwa sebaiknya investor dalam berinvestasi saham memperhatikan faktor *market visibility* dari perusahaan yang dilihat dari beberapa rasio keuangan di antaranya *Debt to Assets Ratio*, *Return on Assets*, *Stock Turnover Ratio* dan *Market to Book Ratio*. Semua rasio tersebut dapat dilihat untuk melihat kecenderungan saham perusahaan bersangkutan untuk tetap terdaftar di bursa atau tidak.

Beberapa keterbatasan dari penelitian ini diantaranya adalah penelitian hanya memasukkan indikator keputusan *go private* yang bersumber dari rasio keuangan dan jumlah sampel yang relatif terbatas, yaitu hanya 25 perusahaan yang melakukan *go private* dan 25 perusahaan yang mempertahankan status sebagai perusahaan go publik. Oleh karena itu bagi penelitian selanjutnya dapat memperpanjang periode penelitian sehingga dapat diperoleh sampel yang lebih banyak. Selain itu penelitian juga dapat memasukkan indikator lain dalam keputusan *go private* seperti perusahaan cenderung untuk *go private* bila berasal dari negara dengan perlindungan investor lemah (*bonding hypothesis*) atau memiliki kepemilikan institusional tinggi (*monitoring hypothesis*).

DAFTAR PUSTAKA

Boot, Arnoud W. A, Radhakrishnan Gopalan and Anjan V. Thakor. 2007. "Market Liquidity, Investor Participation and Managerial Autonomy: Why do Firms Go Private?". *Social Science Research Network Journal*, www.ssrn.com

- Damodaran, Aswath. 2001. *Corporate Finance: Theory and Practice*. Second Edition. New York: John Wiley and Sons, Inc
- Darmadji dan Fakhruddin. 2001. *Pasar Modal Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat
- Hair et al. 1998. *Multivariate Analysis*. Fifth Edition. Singapore: Prentice Hall International, Inc
- Jackowicz Krzysztof and Oskar Kowalewski 2007 “Why Companies Go Private in Emerging Markets? Evidence from Poland”. *Social Science Research Network Journal*, www.ssrn.com
- Macey, Jonathan, O’Hara Maureen, Pompilio, David. 2004. “Down and Out in the Stock Market: The Law and Finance of the Delisting Process”. *Social Science Research Network Journal*, www.ssrn.com
- Koetin, E.A. (2002). *Analisis Pasar Modal*. Jakarta: Pustaka Sinar Harapan
- Kuncoro, Mudrajat. 2001. *Metode Kuantitatif Teori dan Aplikasi untuk Bisnis dan Ekonomi*. Edisi pertama. Yogyakarta: AMP YKPN
- Lang, M., and R. Landholm. (1993) “Cross Sectional Determinant of Analyst Ratings of Corporate Disclosure”. *Journal Of Accounting Research*. p 246-271
- Mehran, Hamid and Stavros Peristiani. (2006). “Financial Visibility and the Decision to Go Private”. *Social Science Research Network Journal*, www.ssrn.com
- Nurhidayati dan Sofyan Harahap. 2002. “Rasio Keuangan Sebagai Alat Prediktor Delisting Perusahaan”. *Jurnal Media Riset Bisnis dan Manajemen*, 10, 1-34
- Wald, John K. 1999. “How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison”. *Journal of Financial Research*. Vol.XXII. No.2. p161-187
- Weir, Charlie et al. 2004. “Financial Distress Costs, Incentive Realignment, Private Equity and the Decision to Go Private: Public to Private Activity in the UK”. *Social Science Research Network Journal*, www.ssrn.com
- Witmer, L, Jonathan. 2005. “Why do Firms Cross-(de)list? An Examination of the Determinants and Effects of Cross-delisting”. *Social Science Research Network Journal*, www.ssrn.com