

Delisting Sukarela : Analisis Kuantitatif Atas Kinerja Saham dan Arus Kas Sebelum Keluar dari Pasar

Annisah Febriana^{1*}, Gusti Dian Prayogi².

¹⁻² Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Yapan, Indonesia.

Alamat: Gunung Anyar Indah Blok E., No 197-198 Surabaya

Korespondensi penulis: annisah@stieyapan.ac.id^{1*}

Abstract. *Voluntary delisting is a process in which a company listed on the stock exchange voluntarily decides to remove its shares from the exchange. According to data from the Indonesia Stock Exchange (BEI), between 2013 and 2023, 65 companies have delisted, with approximately 40% of them opting for voluntary delisting. This increase indicates that voluntary delisting is becoming a more common phenomenon and a strategic consideration for companies. The urgency of this study is closely related to investor protection, market stability, and improving corporate governance. This research is also aligned with the Sustainable Development Goals (SDGs) Goal 8, which emphasizes decent work and economic growth, particularly the importance of expanding access to financial services and strengthening national financial institutions, including the capital market. This study uses a quantitative approach with secondary data, covering the observation period from 2013 to 2023. The analytical technique used is Structural Equation Modeling based on Partial Least Squares (PLS-SEM). The findings show that stock performance and cash flow from operational activities significantly influence the likelihood of a company opting for voluntary delisting, both partially and simultaneously. The study's findings emphasize that voluntary delisting is not solely driven by regulatory factors, but is a combination of the company's internal conditions, such as healthy cash flow, market signals reflected in stock prices, and ownership strategy. Therefore, companies may choose voluntary delisting as part of a strategy to achieve specific goals, such as improving efficiency, restructuring the business, or reducing the costs associated with maintaining a public listing. This study provides valuable insights into the factors influencing a company's decision to pursue voluntary delisting.*

Keywords: Cash flow, Corporate strategy, Market signals, Stock performance, Voluntary delisting.

Abstrak. Delisting sukarela adalah proses di mana perusahaan yang terdaftar di bursa saham memutuskan untuk menghapus sahamnya dari bursa secara sukarela. Berdasarkan data dari Bursa Efek Indonesia (BEI), antara tahun 2013 hingga 2023 tercatat 65 perusahaan yang melakukan delisting, dengan sekitar 40% di antaranya merupakan delisting sukarela. Peningkatan jumlah ini menunjukkan bahwa delisting sukarela semakin menjadi fenomena yang sering terjadi dan merupakan salah satu strategi yang diperhitungkan oleh perusahaan. Urgensi penelitian ini sangat relevan dengan perlindungan investor, stabilitas pasar, dan peningkatan kualitas tata kelola perusahaan. Penelitian ini juga sejalan dengan Tujuan Pembangunan Berkelanjutan (SDGs) poin ke-8, yang menekankan pentingnya pekerjaan layak dan pertumbuhan ekonomi, serta memperluas akses terhadap layanan keuangan dan memperkuat lembaga keuangan nasional, termasuk pasar modal. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder, yang mencakup periode observasi dari tahun 2013 hingga 2023. Teknik analisis yang digunakan adalah Structural Equation Modeling berbasis Partial Least Squares (PLS-SEM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja saham dan arus kas dari aktivitas operasi berpengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan melakukan delisting sukarela, baik secara parsial maupun simultan. Temuan penelitian ini menegaskan bahwa delisting sukarela tidak hanya dipengaruhi oleh faktor regulasi, tetapi juga merupakan kombinasi dari kondisi internal perusahaan, seperti arus kas yang sehat, sinyal pasar yang tercermin dari harga saham, dan strategi kepemilikan yang diambil perusahaan. Dengan demikian, perusahaan melakukan delisting sukarela sebagai bagian dari strategi untuk mencapai tujuan tertentu, seperti meningkatkan efisiensi, merestrukturisasi bisnis, atau mengurangi biaya terkait dengan status publik perusahaan. Penelitian ini memberikan wawasan penting mengenai faktor-faktor yang memengaruhi keputusan perusahaan dalam melakukan delisting sukarela.

Kata kunci: Arus kas, Strategi korporasi, Sinyal pasar, Kinerja saham, Delisting sukarela.

1. LATAR BELAKANG

Pasar modal memainkan peran krusial dalam menopang pertumbuhan ekonomi, khususnya dalam menyediakan akses pembiayaan jangka panjang bagi dunia usaha dan memperluas partisipasi masyarakat dalam investasi. Melalui mekanisme pencatatan saham di bursa, perusahaan memperoleh sejumlah keuntungan seperti peningkatan reputasi, transparansi, kemudahan mendapatkan modal, dan akses terhadap likuiditas. Namun, tidak semua perusahaan mampu atau memilih untuk mempertahankan statusnya sebagai perusahaan publik. Fenomena *delisting* sukarela, yakni keluarnya perusahaan dari pasar modal secara sukarela, semakin sering terjadi dalam beberapa tahun terakhir. Berdasarkan data dari Bursa Efek Indonesia (BEI), sepanjang tahun 2013 hingga 2023 tercatat 65 perusahaan melakukan delisting, di mana sekitar 40% di antaranya merupakan delisting sukarela (IDX, 2023). Peningkatan jumlah ini menunjukkan bahwa delisting sukarela bukan lagi fenomena yang jarang terjadi, melainkan mulai menjadi strategi korporasi yang diperhitungkan.

Kasus-kasus seperti PT Merck Tbk (2021), PT Jakarta International Hotels and Development Tbk (2022), hingga PT Multi Bintang Indonesia Tbk (2020) menjadi sorotan karena ketiganya keluar dari bursa meskipun dalam kondisi keuangan yang relatif sehat. Hal ini menimbulkan pertanyaan mendasar mengenai motif sebenarnya di balik keputusan delisting, serta bagaimana kondisi keuangan dan reaksi pasar saham sebelum keputusan tersebut diambil. Beberapa penelitian menemukan bahwa kondisi keuangan tertentu dapat menjadi indikator awal delisting sukarela. Pradana dan Sari (2021) menyebutkan bahwa arus kas dari aktivitas operasi yang negatif secara signifikan berpengaruh terhadap keputusan delisting. Temuan serupa juga dikemukakan oleh Wibowo dan Putra (2022), yang menemukan adanya abnormal return negatif dalam kurun waktu 12 bulan sebelum pengumuman delisting. Sementara itu, Amaliah dan Nurhayati (2023) mengidentifikasi pola pembelian kembali saham oleh pemegang saham mayoritas (buyback) sebagai bagian dari strategi privatisasi sebelum proses delisting dilakukan.



Gambar 1. Tren jumlah perusahaan yang melakukan delisting sukarela di BEI (2013–2023)

Irawan dan Yusuf (2020) menekankan bahwa penurunan profitabilitas dan rasio likuiditas menjadi sinyal awal potensi delisting. Liang dan Lu (2021) dalam konteks pasar modal China mengidentifikasi faktor-faktor seperti *low trading volume*, *high leverage*, dan *deteriorating cash flow* sebagai penyebab utama delisting sukarela. Studi oleh Kusuma dan Rachmawati (2023) menambahkan bahwa praktik *creeping acquisition* kerap terjadi sebelum *delisting*, yang menyebabkan investor publik mengalami kerugian. Saputra dan Handayani (2022) menunjukkan bahwa persepsi pasar terhadap perusahaan yang akan *delisting* cenderung negatif, yang tercermin dalam fluktuasi harga saham dan penurunan volume perdagangan.

Penelitian lain oleh Nasution dan Lestari (2021) menegaskan bahwa indikator keuangan seperti *return on asset* (ROA), *debt to equity ratio* (DER), dan *price to book value* (PBV) memiliki hubungan signifikan dengan keputusan *delisting*. Nirmala dan Anjani (2022) menambahkan variabel makroekonomi seperti indeks sektoral dan tingkat suku bunga juga turut memengaruhi persepsi investor. Di sisi internasional, Zhao et al. (2020) menemukan bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi lebih rentan terhadap *delisting* sukarela, terutama ketika nilai pasar saham *undervalued*. Begitu pula Wang et al. (2021) menyatakan bahwa risiko reputasi perusahaan sering kali menjadi pertimbangan utama *delisting*, untuk menghindari perhatian publik terhadap potensi konflik kepentingan atau masalah tata kelola.

Studi dari Singapura oleh Tan dan Goh (2022) mengemukakan bahwa perusahaan yang secara bertahap mengurangi jumlah saham beredar (*free float*) dalam beberapa kuartal, menunjukkan sinyal kuat untuk keluar dari bursa. Di Korea Selatan, Kim et al. (2020) menunjukkan bahwa delisting sukarela sering kali merupakan hasil dari akumulasi tekanan keuangan bertahun-tahun yang tidak terdeteksi oleh investor awam. Penelitian oleh Lim dan Lee (2023) bahkan mengembangkan model prediktif berbasis *machine learning* untuk mengidentifikasi perusahaan berisiko tinggi *delisting* berdasarkan data arus kas, rasio pasar, dan sentimen berita keuangan. Hal ini menunjukkan pentingnya pendekatan kuantitatif dalam memahami fenomena ini secara mendalam.

Kendati banyak penelitian telah dilakukan, sebagian besar hanya mengkaji satu aspek dari fenomena *delisting*, seperti arus kas atau kinerja saham secara terpisah. Padahal, keputusan manajemen untuk melakukan *delisting* sering kali merupakan hasil dari kombinasi faktor keuangan, pasar, dan kepemilikan. Hingga saat ini masih sangat terbatas penelitian di Indonesia yang mengkaji keterkaitan langsung dan simultan antara kinerja saham dan arus kas menjelang delisting sukarela. Padahal pemahaman yang komprehensif atas dua indikator ini sangat penting sebagai dasar pembentukan sistem peringatan dini yang dapat melindungi investor dari potensi kerugian.

Urgensi penelitian ini juga berkaitan erat dengan perlindungan investor, stabilitas pasar, dan peningkatan kualitas tata kelola perusahaan. Dalam konteks pembangunan berkelanjutan, penelitian ini sejalan dengan Tujuan Pembangunan Berkelanjutan (SDGs) poin ke-8, yakni Pekerjaan Layak dan Pertumbuhan Ekonomi, terutama yang menekankan pentingnya memperluas akses terhadap layanan keuangan dan memperkuat lembaga keuangan nasional termasuk pasar modal. Dengan menyajikan pemahaman lebih dalam terhadap indikator awal terjadinya delisting sukarela, penelitian ini diharapkan dapat mendukung keberlangsungan sistem keuangan yang inklusif dan transparan.

Oleh karena itu, rumusan masalah yang akan dijawab dalam penelitian ini adalah bagaimana pola kinerja saham dan arus kas perusahaan sebelum melakukan *delisting* sukarela di Bursa Efek Indonesia, apakah terdapat hubungan signifikan antara penurunan indikator-indikator tersebut dengan keputusan delisting, serta indikator mana yang paling dominan dalam memberikan sinyal terjadinya *delisting*. Dengan menyatukan dua perspektif utama, yakni internal keuangan dan eksternal pasar, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi akademik dan praktis yang berarti bagi dunia akademisi, pelaku pasar, serta regulator.

2. KAJIAN TEORITIS

Fenomena delisting sukarela yang meningkat dalam beberapa tahun terakhir memerlukan pemahaman mendalam dari sisi teoritis agar dapat dijelaskan secara sistematis. *Delisting* sukarela merupakan tindakan strategis manajemen untuk menarik saham perusahaan dari perdagangan di bursa secara sukarela, dan tidak disebabkan oleh pelanggaran peraturan atau kegagalan kinerja (Zhao et al., 2020). Tindakan ini erat kaitannya dengan berbagai teori dalam literatur keuangan dan tata kelola perusahaan, seperti Teori Keagenan (*Agency Theory*), Teori Sinyal (*Signaling Theory*), dan Teori Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*), serta konsep-konsep keuangan perusahaan seperti kinerja saham dan arus kas.

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan, yang diperkenalkan oleh Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa terdapat konflik kepentingan antara manajemen (agen) dan pemegang saham (prinsipal). Dalam konteks perusahaan publik, manajemen tidak selalu bertindak demi kepentingan investor minoritas. Dalam beberapa kasus, manajer atau pemegang saham pengendali lebih memilih menguasai kembali penuh kendali perusahaan dengan melakukan delisting, agar tidak lagi tunduk pada kewajiban keterbukaan informasi dan pengawasan pasar modal (Kim et al., 2021). Penelitian oleh Kusuma dan Rachmawati (2023) menunjukkan bahwa sebelum melakukan delisting, perusahaan sering kali mengakumulasi saham publik melalui

mekanisme buyback atau tender offer, sehingga struktur kepemilikan menjadi terkonsentrasi. Hal ini sejalan dengan temuan Chen et al. (2022), bahwa keputusan delisting sukarela seringkali tidak lepas dari motif untuk menghindari kontrol eksternal atau mempersiapkan restrukturisasi perusahaan secara privat.

Teori Sinyal (Signaling Theory)

Spence (1973) menjelaskan bahwa dalam kondisi informasi yang tidak simetris, pihak yang memiliki informasi lebih (manajemen) akan mengirimkan sinyal ke pasar melalui tindakan tertentu. Dalam konteks pasar modal, penurunan kinerja saham atau volume perdagangan yang rendah sering kali dianggap sebagai sinyal pasar bahwa prospek perusahaan sedang memburuk (Ross, 1977). Sebaliknya, manajemen juga dapat mengirimkan sinyal kepada investor melalui aksi korporasi, termasuk keputusan delisting. Studi oleh Wibowo dan Putra (2022) menunjukkan bahwa menjelang delisting, saham-saham cenderung mengalami abnormal return negatif, yang mengindikasikan bahwa pasar sudah merespons sinyal negatif dari manajemen. Zhao et al. (2020) menambahkan bahwa undervaluation saham sering menjadi alasan utama delisting, karena manajemen menilai bahwa harga pasar tidak mencerminkan nilai intrinsik perusahaan.

Teori Pasar Efisien (Efficient Market Hypothesis)

Menurut Fama (1970), dalam pasar yang efisien, semua informasi publik tercermin dalam harga saham. Namun, studi empiris menunjukkan bahwa pasar di negara berkembang seperti Indonesia bersifat semi-efisien. Hal ini memungkinkan adanya lag dalam respon pasar terhadap informasi tertentu, termasuk terkait delisting. Penelitian oleh Tan dan Goh (2022) menunjukkan bahwa pasar cenderung lambat dalam merespons sinyal delisting sukarela, terutama ketika perusahaan belum menyampaikan informasi secara eksplisit. Reaksi pasar yang tertunda ini menimbulkan kerugian bagi investor minoritas, terutama ketika delisting terjadi secara tiba-tiba tanpa adanya proses transisi yang jelas.

Konsep Delisting Sukarela

Menurut Bursa Efek Indonesia (2023), delisting sukarela adalah penghapusan pencatatan saham berdasarkan permintaan perusahaan tercatat yang bersangkutan. Perusahaan yang akan melakukan delisting wajib melakukan tender offer kepada pemegang saham publik sesuai dengan POJK No. 3/POJK.04/2021. Delisting dapat dilakukan karena berbagai alasan, antara lain efisiensi biaya, restrukturisasi internal, konsolidasi kepemilikan, atau rencana merger dan akuisisi (Nasution & Lestari, 2021). Penelitian oleh Pradana dan Sari (2021)

menyebutkan bahwa perusahaan dengan tekanan likuiditas cenderung memilih delisting sebagai strategi bertahan. Sementara Kusuma dan Rachmawati (2023) menyoroti kecenderungan delisting sebagai langkah awal menuju privatisasi atau akuisisi diam-diam.

Kinerja Saham sebagai Indikator Keputusan Delisting

Kinerja saham merupakan indikator pasar terhadap persepsi nilai perusahaan. Menurut Brigham dan Daves (2021), kinerja saham dapat diukur dari return, volatilitas, dan volume perdagangan. Wibowo dan Putra (2022) membuktikan bahwa harga saham perusahaan yang akan delisting cenderung menurun dalam 6–12 bulan sebelum pengumuman resmi. Sementara itu, Liang dan Lu (2021) menemukan bahwa rendahnya frekuensi perdagangan dan fluktuasi harga yang tinggi merupakan indikator penting dari ketidakpastian pasar terhadap kelangsungan perusahaan. Kim et al. (2020) juga menyatakan bahwa saham yang undervalued dengan rasio P/B yang sangat rendah berpotensi besar untuk ditarik dari bursa karena dianggap tidak efisien.

Arus Kas sebagai Indikator Tekanan Keuangan

Arus kas menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan. Menurut White et al. (2020), arus kas operasi yang konsisten negatif menunjukkan adanya masalah efisiensi operasional yang serius. Penelitian oleh Pradana dan Sari (2021) serta Irawan dan Yusuf (2020) menunjukkan bahwa penurunan arus kas operasi menjadi salah satu alasan utama perusahaan melakukan delisting. Selain itu, arus kas investasi dan pendanaan juga memberikan gambaran strategi manajerial dalam mengelola risiko dan pembiayaan menjelang restrukturisasi. Tan dan Goh (2022) bahkan menemukan bahwa perusahaan yang mengurangi belanja modal secara drastis dalam dua kuartal sebelum delisting cenderung memiliki niat untuk keluar dari pasar publik.

Hubungan Kinerja Saham dan Arus Kas terhadap Delisting

Delisting sukarela umumnya merupakan hasil kombinasi dari tekanan internal dan eksternal. Penelitian oleh Amaliah dan Nurhayati (2023) menunjukkan bahwa penurunan kinerja keuangan secara simultan (arus kas operasi dan return saham) memberikan sinyal kuat terhadap niat manajemen melakukan delisting. Lim dan Lee (2023) bahkan membangun model machine learning prediktif yang mampu mendeteksi kecenderungan delisting berdasarkan kombinasi data arus kas, likuiditas saham, dan sentimen berita keuangan. Dengan demikian, pendekatan analisis gabungan antara indikator keuangan dan pasar menjadi penting untuk meningkatkan kemampuan prediksi dan perlindungan investor.

Hipotesis Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja saham dan arus kas terhadap kemungkinan perusahaan melakukan delisting sukarela di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan tinjauan pustaka dan temuan-temuan sebelumnya, maka hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. **H₁:** Kinerja saham berpengaruh negatif signifikan terhadap kemungkinan delisting sukarela.
(Semakin buruk kinerja saham, semakin besar kemungkinan perusahaan melakukan delisting sukarela)
2. **H₂:** Arus kas dari aktivitas operasi berpengaruh negatif signifikan terhadap kemungkinan delisting sukarela.
(Semakin rendah arus kas dari operasi, semakin besar kecenderungan perusahaan untuk melakukan delisting sukarela)
3. **H₃:** Kombinasi antara penurunan kinerja saham dan arus kas operasi secara simultan meningkatkan kemungkinan terjadinya delisting sukarela.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode eksplanatori yang bertujuan untuk menguji hubungan kausal antara kinerja saham, arus kas dari aktivitas operasi, dan kemungkinan terjadinya delisting sukarela. Pendekatan ini sesuai dengan karakteristik permasalahan yang bersifat objektif, terukur, dan dapat diuji secara statistik (Creswell, 2014). Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Structural Equation Modeling* berbasis *Partial Least Squares* (PLS-SEM), yang dinilai tepat karena mampu menangani model dengan indikator formatif-reflektif, ukuran sampel terbatas, serta data non-normal (Hair et al., 2021). PLS-SEM juga memberikan fleksibilitas tinggi dalam pengujian model struktural yang kompleks, khususnya dalam riset eksploratif dan prediktif (Sarstedt et al., 2022).

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan tahunan perusahaan, laporan arus kas, harga saham historis, dan volume perdagangan yang diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI), RTI Business, dan Yahoo Finance. Periode observasi mencakup tahun 2013 hingga 2023, yang dipilih untuk menangkap tren delisting sukarela pasca berbagai kebijakan pasar modal. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode tersebut.

Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling, dengan kriteria utama: perusahaan melakukan delisting sukarela, memiliki laporan keuangan dan data pasar yang lengkap dalam dua tahun sebelum delisting, serta bukan karena merger, akuisisi, atau pailit. Sebagai kelompok pembanding, dipilih perusahaan yang tidak melakukan delisting namun berasal dari sektor industri yang sama (Pradana & Sari, 2021; Goh et al., 2021).

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel independen kinerja saham (X1) yang diukur melalui return tahunan, harga rata-rata saham, dan volume perdagangan; variabel independen kedua berupa arus kas dari aktivitas operasi (X2) yang diukur dari rasio arus kas operasi terhadap aset dan liabilitas; serta variabel dependen delisting sukarela (Y) yang dikodekan secara dummy (1 = delisting sukarela, 0 = tidak). Selain itu, ditambahkan pula variabel interaksi ($X_1 \times X_2$) untuk menguji pengaruh simultan dari penurunan kinerja saham dan arus kas terhadap kemungkinan delisting, sejalan dengan pendekatan moderasi dalam PLS (Hair et al., 2019). Indikator-indikator ini sebelumnya juga digunakan dalam penelitian serupa oleh Tan & Goh (2022) dan Wibowo & Putra (2022).

Analisis dilakukan dengan bantuan perangkat lunak SmartPLS versi 4. Proses analisis terdiri dari dua tahap utama. Pertama, evaluasi model pengukuran (outer model) dilakukan untuk menilai validitas dan reliabilitas konstruk melalui uji Average Variance Extracted (AVE), Cronbach's Alpha, dan Composite Reliability (Sarstedt et al., 2022). Kedua, evaluasi model struktural (inner model) dilakukan dengan menguji hubungan antar konstruk melalui path coefficient, t-statistic, dan p-value dari hasil bootstrapping (5.000 subsample). Kualitas model diuji menggunakan R-square, Q-square, serta nilai f^2 untuk melihat kekuatan kontribusi masing-masing konstruk terhadap model. Semua pengujian mengikuti prosedur standar dalam penelitian berbasis PLS sebagaimana dijelaskan oleh Hair et al. (2021).

Penelitian ini dilakukan pada rentang waktu Juli hingga Oktober 2025, dengan proses pengumpulan dan pengolahan data dilakukan secara daring. Melalui pemodelan struktural ini, diharapkan hasil penelitian dapat memberikan kontribusi akademik dalam literatur mengenai sinyal pasar dan keputusan manajerial terkait struktur modal dan eksistensi di pasar modal. Selain itu, secara praktis, penelitian ini mendukung pencapaian Sustainable Development Goals (SDGs) poin 8.10 tentang peningkatan akses pada sistem keuangan yang inklusif dan efisien, dengan menyediakan informasi yang dapat membantu investor memahami indikator potensi delisting dan menjaga stabilitas pasar modal nasional (UNDP, 2020).

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Penelitian ini menggunakan 54 observasi perusahaan (27 delisting sukarela dan 27 perusahaan pembanding) dengan teknik analisis PLS-SEM menggunakan perangkat lunak SmartPLS versi 4. Pengujian dilakukan melalui dua tahap utama: evaluasi model pengukuran (outer model) dan evaluasi model struktural (inner model). (Febriana, A., 2021).

Tabel 1. Evaluasi Outer Model

Konstruk	Indikator	Loading	AVE	CR	Cronbach's Alpha
Kinerja Saham (X1)	Return Saham	0,812	0,672	0,861	0,765
	Volume Perdagangan	0,798			
	Harga Saham Rata-rata	0,836			
Arus Kas Operasi (X2)	CFO / Total Asset	0,823	0,695	0,873	0,781
	CFO / Kewajiban Lancar	0,849			
	CFO / Penjualan	0,840			
Delisting Sukarela (Y)	Dummy 1 = Ya, 0 = Tidak	-	-	-	-

Sumber : Data diolah 2025

Catatan: Konstruk dependen (delisting) merupakan variabel dummy sehingga tidak dievaluasi melalui outer model.

Pada tahap evaluasi outer model, semua indikator memiliki loading factor di atas 0,70. Nilai AVE untuk setiap konstruk > 0,50, dan nilai Composite Reliability serta Cronbach's Alpha > 0,70. Hal ini menunjukkan bahwa konstruk penelitian memiliki validitas konvergen dan reliabilitas internal yang baik.

Tabel 2. Evaluasi Inner Model R², Q²

Konstruk Endogen	R ²	Q ²	Keterangan
Delisting Sukarela (Y)	0,573	0,396	Kategori: Moderate to Strong Fit

Tabel 3. Evaluasi Inner Model VIF

Konstruk	VIF Kinerja Saham	VIF Arus Kas	VIF Interaksi
Delisting Sukarela	1,892	1,734	2,113

Sumber : Data diolah 2025

Selanjutnya, pengujian model struktural menghasilkan nilai R^2 sebesar 0,573, yang berarti bahwa variabel kinerja saham, arus kas operasi, dan interaksinya menjelaskan 57,3% variasi pada keputusan delisting sukarela. Nilai Q^2 sebesar 0,396 menunjukkan relevansi prediktif model yang kuat. Hasil pengujian hipotesis melalui teknik bootstrapping ditunjukkan pada berikut:

Tabel 4. Hasil pengujian Hipotesis

No	Hipotesis	Jalur Pengaruh	Koefisien (β)	t-Statistik	p-Value
H1	Kinerja saham → Delisting sukarela	-0,324	2,842	0,005	Diterima
H2	Arus kas operasi → Delisting sukarela	-0,289	2,455	0,014	Diterima
H3	Interaksi ($X_1 \times X_2$) → Delisting sukarela	0,276	2,091	0,037	Diterima

Sumber : Data diolah 2025

Berdasarkan hasil di atas, seluruh hipotesis utama diterima karena masing-masing memiliki nilai t-statistik $> 1,96$ dan p-value $< 0,05$. Koefisien negatif pada H1 dan H2 menunjukkan bahwa semakin buruk kinerja saham dan semakin rendah arus kas operasi, semakin besar kemungkinan perusahaan untuk melakukan delisting sukarela. Sementara itu, hasil H3 mengindikasikan bahwa kombinasi antara buruknya kinerja saham dan lemahnya arus kas operasi secara bersama-sama meningkatkan risiko delisting sukarela.

Temuan ini mendukung teori sinyal (Spence, 1973) dan teori agensi (Jensen & Meckling, 1976), serta diperkuat oleh penelitian terkini seperti Tan & Goh (2022), Kusuma & Rachmawati (2023), dan Amaliah & Nurhayati (2023), yang menemukan bahwa kondisi keuangan dan pasar memainkan peran signifikan dalam keputusan delisting sukarela.

Pembahasan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja saham dan arus kas dari aktivitas operasi berpengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan melakukan delisting sukarela, baik secara parsial maupun simultan. Pembahasan ini mengacu pada hasil uji PLS yang memperlihatkan bahwa seluruh hipotesis utama (H1, H2, H3) diterima.

Pertama, kinerja saham memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kemungkinan delisting sukarela. Temuan ini konsisten dengan Teori Sinyal (Spence, 1973), yang menyatakan bahwa informasi yang diberikan perusahaan kepada pasar — dalam hal ini melalui

harga dan return saham digunakan oleh investor sebagai sinyal kualitas perusahaan. Ketika sinyal yang diterima pasar berupa kinerja saham yang menurun atau undervalued, perusahaan cenderung melakukan delisting untuk menghindari tekanan pasar yang lebih besar. Hal ini sejalan dengan temuan dari Tan dan Goh (2022) serta Amaliah dan Nurhayati (2023) yang menyatakan bahwa penurunan harga saham yang konsisten memotivasi manajemen dan pemegang saham mayoritas untuk menarik saham dari publik.

Kedua, arus kas dari aktivitas operasi juga berpengaruh negatif signifikan terhadap kemungkinan delisting sukarela. Hasil ini mendukung Teori Keagenan (Jensen & Meckling, 1976), di mana keterbatasan arus kas dapat memperbesar konflik keagenan karena menurunkan fleksibilitas manajerial dan mengurangi kemampuan perusahaan dalam membiayai kewajiban atau ekspansi. Ketika arus kas perusahaan melemah, tekanan internal meningkat dan manajemen cenderung memilih untuk keluar dari pasar modal demi mengurangi pengawasan dan beban keterbukaan informasi. Temuan ini konsisten dengan penelitian dari Pradana & Sari (2021) serta Chen et al. (2022) yang menyatakan bahwa masalah keuangan internal adalah prediktor kuat terhadap keputusan delisting sukarela.

Ketiga, interaksi antara kinerja saham dan arus kas operasi terbukti memperkuat kemungkinan delisting. Artinya, ketika kedua indikator keuangan perusahaan menurun secara bersamaan, dorongan untuk keluar dari pasar menjadi lebih besar. Hal ini mendukung Teori Struktur Modal (Ross, 1977) dan Teori Informasi Asimetris, di mana perusahaan yang menghadapi tekanan eksternal dari pasar (melalui sinyal harga saham) dan tekanan internal (likuiditas yang buruk) akan cenderung mengambil tindakan strategis seperti delisting untuk mempertahankan kendali manajerial. Ini juga didukung oleh praktik creeping acquisition yang banyak ditemukan sebelum delisting, seperti dibahas oleh Kusuma dan Rachmawati (2023).

Temuan penelitian ini menegaskan bahwa delisting sukarela bukan semata-mata akibat regulasi, melainkan merupakan kombinasi dari kondisi internal (arus kas), sinyal pasar (harga saham), dan strategi kepemilikan. Hal ini mengimplikasikan bahwa investor, analis pasar, dan regulator perlu memperhatikan tren keuangan perusahaan secara menyeluruh sebagai indikator awal terhadap potensi delisting.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kinerja saham, arus kas dari aktivitas operasi, serta interaksi keduanya terhadap kemungkinan perusahaan melakukan delisting sukarela dari Bursa Efek Indonesia. Dengan menggunakan pendekatan Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM), penelitian ini menemukan bahwa seluruh hipotesis utama terbukti signifikan secara statistik.

Pertama, kinerja saham berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan delisting sukarela. Semakin buruk kinerja saham, semakin tinggi kemungkinan perusahaan menarik diri dari pasar. Kedua, arus kas dari aktivitas operasi juga berpengaruh negatif, menunjukkan bahwa perusahaan dengan kemampuan likuiditas rendah lebih berisiko melakukan delisting. Ketiga, interaksi antara penurunan kinerja saham dan arus kas operasi secara simultan memperkuat kecenderungan terjadinya delisting.

Hasil ini memperkuat kerangka teori yang digunakan, yaitu Teori Sinyal, Teori Keagenan, dan Teori Struktur Modal, serta sejalan dengan penelitian terdahulu seperti Chen et al. (2022), Amaliah & Nurhayati (2023), dan Kusuma & Rachmawati (2023). Secara empiris, hasil penelitian ini juga mendukung temuan bahwa sinyal pasar dan tekanan internal perusahaan merupakan indikator kuat dari strategi keluar (exit strategy) dari pasar modal.

Penelitian ini memberikan kontribusi pada pengembangan literatur mengenai mekanisme delisting sukarela di pasar negara berkembang, khususnya Indonesia. Penggunaan pendekatan kuantitatif berbasis PLS-SEM memberikan alternatif metodologis yang robust dalam mengevaluasi hubungan laten antar variabel keuangan dan keputusan manajerial strategis.

DAFTAR REFERENSI

- Amaliah, R., & Nurhayati, E. (2023). Strategi kepemilikan saham sebelum delisting di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Pasar Modal*, 6(1), 55-67.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2021). *Intermediate Financial Management* (14th ed.). Cengage Learning.
- Bursa Efek Indonesia. (2023). Data emiten delisting sukarela 2013-2023. Diakses dari <https://www.idx.co.id>
- Chen, Y., Zhang, L., & Wei, T. (2022). Agency costs and voluntary delisting decisions. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102180.
- Creswell, J. W. (2014). *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches* (4th ed.). Sage Publications.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Febriana, A., & Slamet. (2021). The role of creative accounting, corporate governance, and impression management against internal control systems and accounting fraud in financial reporting (Case studies on public entities in Indonesia). *IAR Journal of Business Management*, 2, 187-194.
- Goh, T. W., Tan, J., & Lee, C. Y. (2021). Market exit decisions in ASEAN: Evidence from delisting companies. *Asian Journal of Business Research*, 11(2), 44-59.

- Hair, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2021). *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)* (3rd ed.). Sage Publications. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-80519-7>
- Irawan, R., & Yusuf, H. (2020). Kinerja keuangan terhadap delisting sukarela di BEI. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 9(1), 1-14.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kim, Y., Park, H., & Lee, J. (2020). Financial distress and delisting in emerging markets. *Korean Economic Review*, 36(3), 87-105.
- Kusuma, H., & Rachmawati, I. (2023). Creeping acquisition dan dampaknya terhadap delisting sukarela di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Pasar Modal*, 8(1), 70-81.
- Liang, Z., & Lu, W. (2021). Determinants of voluntary delisting in China: Market and firm-level factors. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(12), 3476-3490.
- Lim, B., & Lee, M. (2023). Predicting corporate delisting using machine learning. *Journal of Empirical Finance*, 70, 102129.
- Nasution, M., & Lestari, R. (2021). ROA, DER dan PBV terhadap keputusan delisting sukarela di BEI. *Jurnal Ilmu Manajemen dan Bisnis*, 12(1), 22-31.
- Pradana, A., & Sari, M. (2021). Financial signals and delisting decision: An empirical study in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 25(1), 45-58.
- Pradana, A., & Sari, N. A. (2021). Pengaruh arus kas terhadap delisting sukarela di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen dan Bisnis*, 12(1), 22-31.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Sarstedt, M., Ringle, C. M., & Hair, J. F. (2022). PLS-SEM: Indeed a silver bullet. *Journal of Marketing Theory and Practice*, 30(2), 181-204.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Tan, J., & Goh, C. (2022). Stock illiquidity and voluntary delisting: Evidence from Singapore. *International Journal of Accounting Research*, 10(2), 55-70.
- UNDP. (2020). *SDG Goal 8: Decent Work and Economic Growth*. <https://www.undp.org/sustainable-development-goals>
- White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (2020). *The Analysis and Use of Financial Statements* (3rd ed.). Wiley.
- Wibowo, A., & Putra, F. R. (2022). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi delisting sukarela di BEI. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 13(2), 100-112.

Wibowo, R., & Putra, H. S. (2022). Market reaction before and after voluntary delisting announcement in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Applied Financial Research*, 5(2), 98-108.

Zhao, X., Li, Y., & Chen, M. (2020). Ownership structure and the likelihood of delisting: Evidence from Asia-Pacific markets. *Asian Economic Papers*, 19(1), 35-57.