

---

## STARTUP IPO, FINANCIAL DISTRESS DAN EXIT STRATEGY VENTURE CAPITAL: STUDI KASUS PADA ASIA TENGGARA

R. Audi Cahya Lucky Ramadhan  
STIE Mahardhika

Email Korespondensi : r.ramadhan@stiemahardhika.ac.id

### Abstrak

Startup di Asia Tenggara saat ini sedang mengalami perkembangan pesat yang mendekati fase *maturity*. Oleh karena itu, hal ini dipandang sebagai peluang oleh modal ventura sebagai langkah exit strategi melalui IPO startup. Di sisi lain, IPO startup seringkali dilakukan dengan tujuan mengambil keuntungan dari modal ventura tanpa mempertimbangkan faktor lain. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kinerja saham startup pasca IPO dan kondisi financial distress yang dialami startup dalam konteks perusahaan startup di Asia Tenggara. Data penelitian ini memilih startup unicorn asal Asia Tenggara yang telah melakukan IPO, yang diperoleh 10 startup. Analisis financial distress pada penelitian ini menggunakan Altman Z-score yang dimodifikasi, Zmijewski ZM-score dan rasio ekuitas. Hasil penelitian menunjukkan pasca IPO kinerja harga saham startup Asia Tenggara tidak memberikan keuntungan maksimal dalam jangka panjang. Namun variasi return tergantung negara asal dan pasar IPO. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa modal ventura akan tetap melepaskan kepemilikan perusahaan startup melalui IPO meskipun mengalami kesulitan keuangan sebagai exit strategi.

**Kata kunci:** startup, IPO, financial distress, exit strategy, asia tenggara

### Abstract

Startup in Southeast Asia nowadays experiencing rapid development which is approaching maturity phase. Thus, this is seen as an opportunity by venture capital as a step for an exit strategy through startup IPO. On the otherhand, the startup IPO often conducted in order to take profit by the venture capital without considering other factors. Thus, this research is aimed to analyze the performance of startup shares after the IPO and the ongoing financial distress conditions of startups in the context of startup companies in Southeast Asia. The data of this research selected the unicorn startup from Southeast Asia that has been IPO, which obtained 10 startups. The financial distress analysis of this research adopedt modified altman Z-score, Zmijewski ZM-score and equity ratio. The results shows that post-IPO the share price performance of Southeast Asian startups does not provide maximum profits in the long term. However, the variation of return depending on the country of origin and the IPO market. The results also shows that venture capital will continue to release ownership of startup companies through IPOs even though they are experiencing financial difficulties as an exit strategy.

**Keywords:** startup IPO, financial distress, exit strategy, southeast asia

### PENDAHULUAN

Perkembangan startup di Asia Tenggara yang didukung oleh venture capital telah mengalami pertumbuhan pesat dalam beberapa tahun terakhir dimana kawasan ini

menjadi salah satu ekosistem startup paling dinamis di dunia yang ditinjau dari meningkatnya investasi dan pendanaan serta pengaruh terhadap ekonomi dunia dinilai sebagai pasar potensial (Aleenajitpong & Leemakdej, 2021). Selain itu, elemen kunci bisnis seperti psikologi dan kebijakan *entrepreneur* yang didukung dengan lingkungan pasar yang konsumtif di Asia Tenggara menciptakan efektivitas pendirian usaha baru, khususnya perusahaan startup (Chu et al., 2022). Sehingga Asia Tenggara dianggap menjadi salah satu lokasi yang relevan untuk perkembangan ekosistem startup, khususnya dalam perspektif venture capitalist. Namun demikian, masih belum banyak penelitian yang menyebutkan Asia Tenggara dalam konteks startup di negara – negara berkembang. Hal ini menunjukkan bahwa penelitian terkait dengan startup pada region Asia Tenggara menjadi krusial.

Secara fundamental, venture capital memainkan peran penting dalam ekosistem startup dengan tujuan utama untuk mendukung pertumbuhan dan keberhasilan startup yang diinvestasikan dengan kepentingan mengamankan pengembalian investasi yang signifikan dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi dan asimetri informasi yang tinggi (Davila, Foster & Gupta, 2003). Dalam merealisasikan pengembalian investasinya, venture capital mengimplementasikan *exit strategy* yang seringkali bergantung pada akuisisi dan *initial public offering* (IPO), dimana IPO menjadi pilihan utama karena menawarkan likuiditas yang signifikan dan potensi pengembalian investasi yang besar (Cumming & Johan, 2008; Ball, Chiu & Smith, 2011). Melalui IPO, startup yang didanai venture capital beralih dari status perusahaan privat menjadi publik dengan menjual saham di pasar sekunder memungkinkan venture capital untuk merealisasikan keuntungan dengan menjual sebagian atau seluruh saham yang dimiliki. Namun yang menjadi masalah adalah hal ini menciptakan “lemons” pada peluang divestasi bagi usaha-usaha yang berkinerja buruk sehingga investor lebih memilih untuk menghindari (Andrieu & Groh, 2021). Disatu sisi, venture capital memiliki perilaku oportunistik sebagai bentuk kepentingan untuk memperoleh likuiditas namun terbatas pada eksposur bahwa venture capital hanya menghasilkan keuntungan yang sesuai jika suatu usaha “mencapai maturity” dan dapat diinvestasikan melalui IPO dan trade sale yang membuat adanya divestasi secara prematur (Black & Gilson, 1998; Cumming & MacIntosh, 2003; Cumming, Fleming & Schwiendbacher, 2008).

Dalam perspektif garis waktu investasi, IPO startup sebagai bentuk investasi venture capital didivestasikan pada 5 hingga 7 tahun untuk meraup likuiditas (Liao, Lu & Wang, 2014). Namun demikian, penelitian oleh Fuertes-Callén, Cuellar-Fernández & Serrano-Cinca, 2022 menunjukkan bahwa persentase kebangkrutan yang dikarenakan adanya financial distress dari startup meningkat dari tahun ke tahun dimana hanya tersisa kurang dari 60% startup yang dapat bertahan pada tahun ke 7. Hal ini menandakan bahwa ketika sebuah startup melakukan IPO, maka besar kemungkinan perusahaan tersebut akan IPO dalam kondisi financial distress. Sehingga kasus tersebut menunjukkan salah satu dampak dari lemons yang terjadi ketika adanya IPO saham startup adalah risiko financial distress. Bentuk financial distress dalam startup dikarenakan adanya *burn rate* tinggi dan secara kontinu yang dilakukan oleh manajemen hanya sebagai bentuk penundaan kegagalan bisnis dari krisis kas untuk operasional terlepas dari belum adanya pendapatan bersih (Mudambi & Treichel, 2005; Shepherd, Wiklund & Haynie, 2009). Sehingga dengan kata lain dalam kasus ini selain venture capital sengaja melakukan divestasi karena adanya kepentingan likuiditas, venture capital juga berusaha untuk mentransfer risiko kepada investor pasar sekunder dengan adanya lemons. Disatu sisi, penelitian oleh Megginson et al., 2019 mendukung bahwa venture capital berkontribusi terhadap stabilitas pasar keuangan dengan menghadirkan perusahaan publik yang menunjukkan risiko financial distress yang

lebih rendah selama periode pasca IPO. Hasil yang kontras ini membuat perlu adanya penelitian lebih lanjut terkait kinerja saham IPO sebagai bentuk divestasi venture capital khususnya di Asia Tenggara.

Berdasarkan adanya latar belakang masalah diatas, maka penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kinerja saham startup pasca IPO dan kondisi *financial distress* startup secara berkelanjutan dalam konteks perusahaan startup di Asia Tenggara. Kriteria startup yang digunakan pada penelitian ini adalah startup yang telah mencapai tingkat unicorn (valuasi diatas \$1Miliar) dan telah IPO di pasar modal negara manapun. Dalam pengukuran financial distress, penelitian ini mengadopsi model Altman Z''-Score (Altman, 1983) sebagai model utama dikarenakan model ini relevan untuk pasar berkembang seperti Asia Tenggara (Altman et al., 2016). Selain itu sebagai bentuk pengujian *robustness*, penelitian ini juga mengadopsi model pengukuran financial distress lainnya seperti ZM-Score Model (Zmijewski, 1984) dan Equity Ratio. Kajian ini diharapkan dapat berkontribusi sebagai pendukung keputusan kebijakan dari adanya dampak *adverse effect* dari IPO startup oleh venture capital kepada investor pasar sekunder, khususnya investor retail.

#### METODE PENELITIAN

Penelitian ini menganalisis laporan keuangan perusahaan Startup Asia Tenggara yang telah IPO. Berdasarkan pencarian data yang didapatkan, terdapat 10 perusahaan startup Asia Tenggara yang telah melakukan IPO. Sehingga dalam penelitian ini menggunakan metode sensus dengan mengambil seluruh sampel yang ada. Dalam konteks ini terdapat beberapa pengukuran financial distress untuk mengukur tingkat kesulitan keuangan dari sebuah startup saat pre maupun pasca IPO, yakni menggunakan pengukuran financial distress modifikasi dari Altman Z''-score (Altman et al., 2016) sebagai model pengukuran utama. Selain itu, ZM-score (Zmijewski, 1984) dan Equity Ratio (Andrade & Kaplan, 1998) juga diadopsi sebagai pengujian *robustness*. Untuk model Altman Z''-score dapat dihitung dari equation berikut ini:

$$Z'' - score = 3.25 + 6.56 \left( \frac{WC}{TA} \right) + 3.26 \left( \frac{RE}{TA} \right) + 6.72 \left( \frac{EBIT}{TA} \right) + 1.05 \left( \frac{BV}{TL} \right)$$

Dimana WC adalah working capital; TA total assets; RE retained earnings; EBIT earnings before interest and taxes; BV book value of equity dan TL total liabilities. Terkait dengan kondisi hasil Altman Z''-Score, terdapat kondisi dimana  $Z'' > 2.6$  adalah safe zone;  $1.1 < Z'' < 2.6$  adalah grey zone; and  $Z'' < 1.1$  adalah distress zone. Sehingga dapat dikatakan jika nilai Z''-score yang lebih tinggi menunjukkan risiko kesulitan keuangan yang lebih rendah. Selanjutnya adapun model Zmijewski yang diukur dengan ZM-score seperti equation pada berikut ini:

$$ZM - score = -4.336 - 4.513 \left( \frac{NI}{TA} \right) + 5.679 \left( \frac{TL}{TA} \right) + 0.004 \left( \frac{CA}{CL} \right)$$

Dimana NI adalah net income; CA current assets; dan CL current liabilities. Dalam model Zmijewski, Perusahaan yang mempunyai nilai ZM-score  $> 0$  atau positif diprediksi mengalami financial distress. Sebaliknya, perusahaan yang nilai ZM-score  $< 0$  atau negatif diprediksi tidak akan mengalami financial distress. Sehingga dapat dikatakan bahwa Nilai ZM-score yang lebih tinggi menunjukkan risiko kesulitan keuangan yang lebih tinggi. Model pengukuran financial distress yang terakhir adalah *equity ratio* yang dinotasikan pada equation berikut ini:

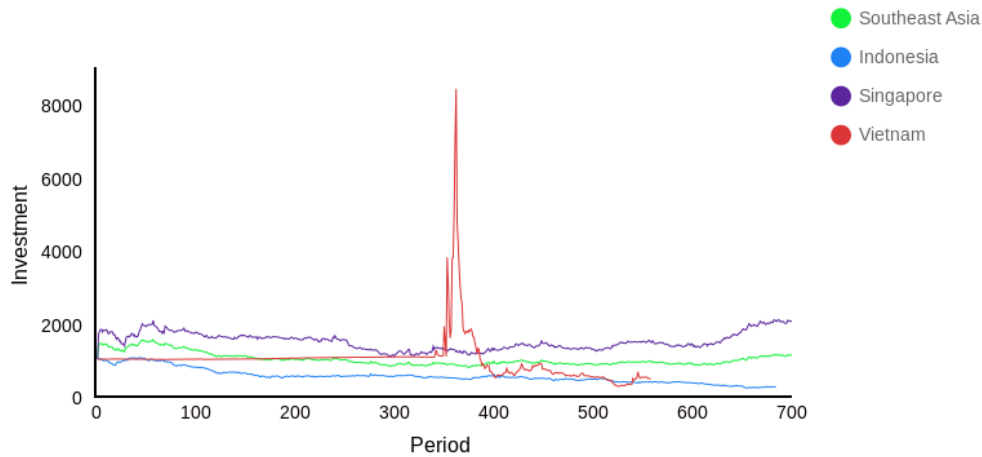
$$Equity Ratio = \frac{BV}{TA}$$

Model pengukuran diatas dapat disebut juga sebagai *leverage* tang diukur dengan book value of equity dibagi dengan total assets. Menurut Andrade & Kaplan, 1998, tingkat leverage yang tinggi adalah salah satu penyebab utama dari financial distress. Sehingga dapat dikatakan bahwa Semakin tinggi nilai equity ratio maka semakin rendah risiko financial distress.

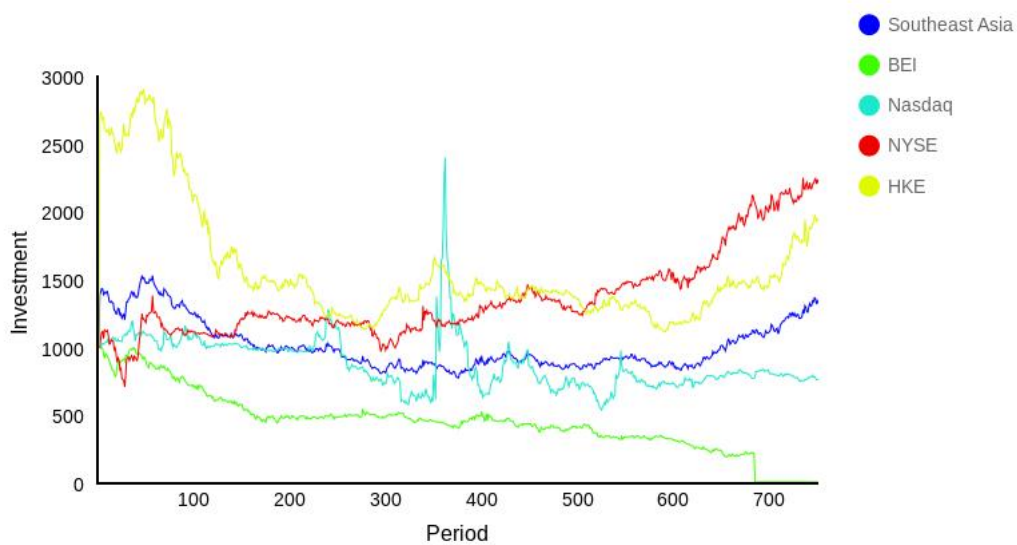
## HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini menyajikan hasil analisis yang didapatkan dari data historis saham – saham startup yang telah IPO di Asia tenggara dari berbagai sumber. Hasil pencarian menunjukkan terdapat 10 saham startup dari negara – negara Asia Tenggara yang telah IPO dari beragam bursa di dunia. Evidence kasus yang pertama adalah terkait dengan harga saham startup pasca IPO pada gambar 1 dan 2. Gambar tersebut mengasumsikan jika terdapat seorang investor yang bermodalkan \$1000 menginvestasikan pada saham – saham startup Asia Tenggara, akan menghasilkan kumulatif return tertentu dengan maksimal rentang waktu 3 tahun (asumsi 1 tahun = 250 hari aktif bursa). Sehingga dalam konteks ini saham yang belum mencapai garis akhir 750 dapat dikatakan jika saham tersebut IPO belum lebih dari 3 tahun. Terdapat eksperimen variasi kondisi dimana hal ini dianalisis berdasarkan asal negara dan market IPO startup. Pada gambar 1 menunjukkan analisis perkembangan hasil return kumulatif investasi investor berdasarkan negara dan pada gambar 2 menunjukkan analisis perkembangan hasil return kumulatif investasi investor berdasarkan marketnya. Pembagian ini dilakukan pada asal negara startup karena memberikan adanya perbedaan lingkungan pasar dan kebijakan usaha yang dapat mempengaruhi kinerja pertumbuhan bisnis (Chu et al., 2022) dan pada market dikarenakan volume perdagangan di pasar berkembang sering kali lebih rendah dibandingkan dengan pasar maju karena faktor-faktor seperti regulasi yang lebih longgar, infrastruktur pasar yang kurang berkembang, dan likuiditas yang lebih rendah kemudian pada akhirnya berpengaruh terhadap harga saham (Bekaert & Harvey, 2002).

Pada gambar 1 menunjukkan bahwa startup unicorn yang telah IPO dari Asia Tenggara berasal dari Singapura, Indonesia dan Vietnam. Hasil menunjukkan bahwa secara garis besar saham – saham startup di Asia Tenggara memberikan return yang tipis setelah 3 tahun berinvestasi secara kumulatif. Gambar tersebut juga menunjukkan bahwa saham startup yang berasal dari Indonesia dan Vietnam memberikan kerugian yang signifikan jika dibandingkan saham startup yang berasal dari Singapura yang memberikan return lebih dari 2x lipat pada tahun ke 3. Hal ini membuktikan bahwa saham startup Singapura secara kinerja lebih unggul daripada rata – rata saham startup di Asia Tenggara. Pada gambar 2 menunjukkan bahwa startup unicorn yang telah IPO dari Asia Tenggara listing pada beberapa market asing seperti Nasdaq, NYSE dan HKEX. Hanya BEI yang menjadi bursa lokal yang menjadi target listing startup di Asia Tenggara. Selain memberikan return yang lebih rendah dari pada rata – rata saham startup ada tingkat Asia Tenggara, pada gambar tersebut juga menunjukkan bahwa saham startup Asia Tenggara yang IPO pada BEI dan Nasdaq memberikan kerugian bersih terhadap investor. Sebaliknya, hal ini berbanding terbalik dengan saham – saham startup Asia Tenggara yang melakukan IPO pada NYSE dan HKEX. Saham yang IPO pada kedua market tersebut memberikan keuntungan bersih dimana NYSE memberikan keuntungan 2x lipat dan HKEX hampir 2x lipat dalam rentang waktu 3 tahun. Hal ini menandakan bahwa terdapat perbedaan kinerja harga saham dari variasi kondisi saham. Dengan demikian, dapat dikatakan jika fluktuasi dan perkembangan kinerja harga setiap saham startup Asia Tenggara beragam.



Gambar 1. Hasil Kumulatif Return berdasarkan Asal Negara Startup



Gambar 2. Hasil Kumulatif Return berdasarkan Market

Setelah mendapatkan gambaran besar kinerja harga saham startup Asia Tenggara pasca IPO, yang kedua adalah analisis financial distress startup sebelum maupun setelah IPO. Analisis financial distress diimplementasikan pada startup sebagai monitoring perubahan kinerja keuangan startup dari tahun ke tahun. Sebagai tambahan, hal ini juga menjadi pembuktian bahwa apakah venture capital sengaja melakukan divestasi meskipun terdapat *adverse effect* sebagai bentuk transfer risiko kepada investor pasar sekunder, selain dari tujuan exit strategy. Sehingga pengamatan dilakukan pada 1 tahun sebelum IPO dan saat IPO. Selain itu, pengamatan pasca IPO juga dilakukan dengan menganalisis financial distress selama 3 tahun pasca IPO. Hal ini dilakukan agar dapat memberikan gambaran bagaimana dampak IPO terhadap kinerja keuangan saham startup dan bagaimana manajemen dapat memenuhi ekspektasi investor pasar sekunder maupun venture capital. Terkait dengan rentang waktu financial distress, analisis disesuaikan dengan laporan keuangan yang ada sehingga dalam tabel 1 semakin banyak jumlah sampel maka dapat dikatakan semakin lama

startup telah diperdagangkan. Tabel 1 dibawah ini menunjukkan hasil analisis financial distress dengan menggunakan model Z''-score, ZM-score dan equity ratio yang dipaparkan pada berikut ini:

Tabel 1. Hasil Analisis Financial Distress

|  | $t_{-1}$<br>(n = 10) | $t_0$<br>(n = 10) | $t_{+1}$<br>(n = 8) | $t_{+2}$<br>(n = 6) | $t_{+3}$<br>(n = 3) | $t_{0-3}$ | $\Delta t_{-1-0}$ |       |
|--|----------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------|-------------------|-------|
| <b>Z''-score (Semakin kecil nilai mengindikasikan financial distress)</b>    |                      |                   |                     |                     |                     |           |                   |       |
| Southeast Asia   |                      |                   |                     |                     |                     |           |                   |       |
|  | -3,05                | -0,17             | 7,00                | 7,68                | 4,60                | 4,23      | 2,88              |       |
| Negara   | Indonesia            | -1,14             | 6,99                | 14,68               | 12,14               | -         | 11,27             | 8,13  |
|  | Singapore            | -3,77             | -5,07               | 5,14                | 5,45                | 4,60      | 2,53              | -1,3  |
|  | Vietnam              | -7,12             | -4,27               | -8,64               | -                   | -         | -6,46             | 2,85  |
| Market   | BEI                  | -2,57             | 9,03                | 14,68               | 12,14               | -         | 11,95             | 11,6  |
|  | HKEX                 | 4,05              | 5,66                | 8,29                | 7,66                | 6,90      | 7,13              | 1,61  |
|  | Nasdaq               | -5,22             | -2,98               | -1,78               | 2,38                | 2,88      | 0,12              | 2,24  |
|  | NYSE                 | -6,83             | -11,37              | 3,59                | 5,87                | 4,02      | 0,53              | -4,54 |
| <b>ZM-score (Semakin besar nilai mengindikasikan financial distress)</b>     |                      |                   |                     |                     |                     |           |                   |       |
| Southeast Asia   |                      |                   |                     |                     |                     |           |                   |       |
|  | 4,15                 | 2,59              | -0,42               | -0,69               | -1,24               | 0,54      | -1,56             |       |
| Negara   | Indonesia            | 1,04              | -1,90               | -2,52               | 0,66                | -         | -1,25             | -2,94 |
|  | Singapore            | 5,84              | 5,67                | -0,49               | -1,37               | -1,24     | 0,64              | -0,17 |
|  | Vietnam              | 8,17              | 5,16                | 6,17                | -                   | -         | 5,66              | -3,01 |
| Market   | BEI                  | -0,23             | -2,53               | -2,52               | 0,66                | -         | -1,46             | -2,3  |
|  | HKEX                 | 2,23              | -1,18               | -1,86               | -1,51               | -1,33     | -1,47             | -3,41 |
|  | Nasdaq               | 8,83              | 7,62                | 2,43                | -1,93               | -2,60     | 1,38              | -1,21 |
|  | NYSE                 | 6,70              | 6,85                | 0,61                | -1,01               | 0,19      | 1,66              | 0,15  |
| <b>Equity Ratio (Semakin kecil nilai mengindikasikan financial distress)</b> |                      |                   |                     |                     |                     |           |                   |       |
| Southeast Asia   |                      |                   |                     |                     |                     |           |                   |       |
|  | -0,18                | 0,18              | 0,51                | 0,67                | 0,51                | 0,42      | 0,36              |       |
| Negara   | Indonesia            | 0,25              | 0,72                | 0,82                | 0,81                | -         | 0,79              | 0,47  |
|  | Singapore            | -0,38             | -0,16               | 0,53                | 0,59                | 0,51      | 0,37              | 0,22  |
|  | Vietnam              | -0,90             | -0,32               | -0,50               | -                   | -         | -0,41             | 0,58  |
| Market   | BEI                  | 0,62              | 0,84                | 0,82                | 0,81                | -         | 0,83              | 0,22  |
|  | HKEX                 | -0,19             | 0,58                | 0,64                | 0,57                | 0,47      | 0,56              | 0,77  |
|  | Nasdaq               | -0,87             | -0,74               | 0,11                | 0,73                | 0,74      | 0,21              | 0,13  |
|  | NYSE                 | -0,50             | -0,14               | 0,37                | 0,54                | 0,33      | 0,27              | 0,36  |

Hasil pada tabel 1 menunjukkan bahwa sebelum IPO, seluruh saham start up di Asia Tenggara mengalami financial distress. Hal ini dibuktikan dengan tingginya nilai rata - rata ZM-score dan rendahnya nilai rata - rata Z''-score dan equity ratio di setiap saham startup pre-IPO ( $t_{-1}$ ) dibandingkan dengan saat IPO ( $t_0$ ). Selain itu,  $\Delta t$  menunjukkan bahwa terdapat perubahan yang signifikan dari setiap saham. Secara spesifik, pada model Z''-score pada tingkat negara menunjukkan bahwa dengan adanya IPO perusahaan startup di Indonesia dan Vietnam dapat terbantu, kecuali Singapura. Pada tingkat market, saham startup yang IPO pada BEI, HKEX dan Nasdaq mengalami perubahan yang signifikan, khususnya BEI. Selain itu pada pasca IPO, hasil menunjukkan bahwa seluruh saham kecuali yang dari Vietnam berusaha untuk melakukan stabilitas keuangan ditinjau dari adanya perubahan nilai Z-score yang signifikan dari tahun saat IPO hingga tahun ke 3 setelah IPO. Pada model ZM-score dan equity ratio juga memiliki hasil yang serupa dengan pre dan pasca IPO. Pada tingkat negara, nilai ZM-score mengalami penurunan dan equity ratio mengalami peningkatan secara keseluruhan. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan startup

dapat terbantu dengan adanya IPO. Selain itu pada tingkat market, model ZM-score menunjukkan hasil bahwa saham startup mengalami perubahan kinerja keuangan yang positif, kecuali saham startup yang melakukan IPO pada NYSE yang hanya berdampak negatif tetapi tidak signifikan. Selanjutnya pada pasca IPO, memberikan jawaban yang serupa dengan pengujian pada Z"-score. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa hampir semua startup IPO dimulai dengan financial distress, IPO memberikan perubahan yang signifikan terhadap kinerja keuangan startup dan startup berusaha untuk menjaga stabilitas kinerja keuangannya.

Berdasarkan adanya hasil diatas, maka secara garis besar venture capital berusaha untuk melakukan divestasi meskipun startup yang dimiliki masih berkinerja kurang baik secara keuangan. Hal ini kemudian dianggap venture capital yang berinvestasi pada perusahaan startup berusaha untuk mentransfer risiko kepada pihak ketiga (Guo, Lou & Pérez-Castrillo, 2015). Meskipun dalam implementasinya tidak semua startup memberikan kerugian dalam investasi jangka panjang, kepentingan venture capital ini dapat memberikan lemons kepada investor – investor selanjutnya. Venture capital memanfaatkan informasi insider dan mengesampingkan asimetri informasi sehingga kepentingan likuiditas dapat dengan cepat tercapai. Pada akhirnya, risiko yang ada ditanggung oleh investor selanjutnya seperti tidak maksimalnya keuntungan bahkan dapat menyebabkan timbulnya potensi kerugian. Pada dasarnya manajemen startup juga memiliki kepentingan untuk meningkatkan kinerja perusahaan menjadi lebih unggul terlebih dahulu agar dapat menciptakan reputasi bagi investor pasar sekunder. Sehingga, negosiasi dari timing exit strategy yang tepat kepada venture capital menjadi kunci keberhasilan dan keberlanjutan startup yang kemudian dapat memberikan win – win solution bagi manajemen startup – venture capital – investor pasar sekunder (Sethuram, Taussig & Gaur, 2021). Dengan demikian, dari sisi venture capital perlu melakukan diversifikasi portofolio untuk menjaga risiko dan likuiditas serta menghindari overinvestment agar tidak terlalu membebani manajemen startup pada saat pre maupun pasca IPO.

## **KESIMPULAN**

Kajian ini membahas terkait dengan bagaimana motivasi dan konsekuensi dari venture capital melakukan divestasi melalui IPO terhadap investasi startup di Asia Tenggara berdasarkan kepentingan yang ada seperti likuiditas, risiko dan maksimalisasi pengembalian. Pengukuran dilakukan dengan cara membandingkan perkembangan harga saham pasca IPO dan komparasi tingkat financial distress perusahaan startup dari pre maupun pasca IPO. Hasil analisis menunjukkan bahwa pasca IPO, kinerja harga saham startup Asia Tenggara bervariasi bergantung pada asal negara dan market IPO namun secara garis tidak memberikan keuntungan yang maksimal untuk jangka panjang, khususnya untuk investor pasar sekunder. Selain itu, hasil analisis pada financial distress menunjukkan bahwa venture capital akan tetap melepas kepemilikan perusahaan startup melalui IPO meskipun sedang dalam kondisi kesulitan keuangan. Namun pada akhirnya IPO dapat membantu startup untuk bertahan dari kesulitan keuangan dengan memberikan perubahan yang positif. Pada pasca IPO kinerja keuangan perusahaan startup cenderung stabil menurun, sehingga hal ini menjadi beban manajemen startup untuk melakukan inovasi dan pengembangan model bisnis yang menguntungkan guna mempertahankan bisnis. Dalam implementasinya, penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, kajian ini tidak membahas kondisi negara dan market yang mungkin dapat mempengaruhi hasil harga saham startup yang beredar, khususnya dalam konteks makroekonomi. Sehingga kajian selanjutnya diharapkan dapat mengintegrasikan faktor makroekonomi sebagai penjelasan variasi harga saham startup Asia Tenggara. Kedua, penelitian ini tidak

mempertimbangkan implementasi machine learning dalam memprediksi financial distress perusahaan startup di Asia Tenggara. Sehingga kajian selanjutnya diharapkan dapat mengisi gap metode dengan machine learning untuk meningkatkan akurasi hasil prediksi.

## REFERENSI

- Aleenajitpong, N., & Leemakdej, A. (2021). Venture Capital Networks in Southeast Asia: Network characteristics and cohesive subgroups. *International Review of Financial Analysis (Online)/International Review of Financial Analysis*, 76, 101752. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101752>
- Altman, E. I. (1983). *Corporate financial distress: a complete guide to predicting, avoiding, and dealing with bankruptcy*. <http://ci.nii.ac.jp/ncid/BA00567314>
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2005). *Corporate financial distress and bankruptcy*. <https://doi.org/10.1002/9781118267806>
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2016). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-Score model. *Journal of International Financial Management and Accounting/Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131–171. <https://doi.org/10.1111/jifm.12053>
- Andrade, G., & Kaplan, S. N. (1998). How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. *the Journal of Finance/the Journal of Finance*, 53(5), 1443–1493. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00062>
- Andrieu, G., & Groh, A. P. (2021). Strategic exits in secondary venture capital markets. *Journal of Business Venturing*, 36(2), 105999. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2019.105999>
- Ball, E., Chiu, H. H., & Smith, R. (2011). Can VCs time the market? An analysis of exit choice for venture-backed firms. *Review of Financial Studies/the Review of Financial Studies*, 24(9), 3105–3138. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr042>
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307–343. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(98\)00027-0](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(98)00027-0)
- Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2002). Research in emerging markets finance: looking to the future. *Emerging Markets Review*, 3(4), 429–448. [https://doi.org/10.1016/s1566-0141\(02\)00045-6](https://doi.org/10.1016/s1566-0141(02)00045-6)
- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243–277. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(97\)00045-7](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(97)00045-7)
- Chu, C., Zhou, Z., Wang, X., Wu, H., Tian, Y., & Cai, Z. (2022). The analysis of fuzzy Qualitative comparison method and multiple case Study of Entrepreneurial Environment and Entrepreneur Psychology for Startups—Evidence from Guangdong-Hong Kong-Macao Greater Bay Area and Southeast Asia. *Frontiers in Psychology*, 12. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2021.751309>
- Cowden, B. J., Bendickson, J. S., Bungcayao, J., & Womack, S. (2020). Unicorns and agency theory: Agreeable moral hazard? *Journal of Small Business Strategy*, 30(2), 17–25.
- Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (2006). Legality and venture capital exits. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 214–245. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2004.12.004>
- Cumming, D. J., & MacIntosh, J. G. (2003). A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance*, 27(3), 511–548. [https://doi.org/10.1016/s0378-4266\(02\)00389-8](https://doi.org/10.1016/s0378-4266(02)00389-8)



- Cumming, D., & Johan, S. a. B. (2008). Preplanned exit strategies in venture capital. *European Economic Review*, 52(7), 1209–1241. <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2008.01.001>
- Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 689–708. [https://doi.org/10.1016/s0883-9026\(02\)00127-1](https://doi.org/10.1016/s0883-9026(02)00127-1)
- Fuertes-Callén, Y., Cuellar-Fernández, B., & Serrano-Cinca, C. (2020). Predicting startup survival using first years financial statements. *Journal of Small Business Management*, 60(6), 1314–1350. <https://doi.org/10.1080/00472778.2020.1750302>
- Guo, B., Lou, Y., & Pérez-Castrillo, D. (2015). Investment, duration, and exit strategies for corporate and independent Venture Capital-Backed Start-Ups. *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(2), 415–455. <https://doi.org/10.1111/jems.12097>
- Liao, W. M., Lu, C., & Wang, H. (2014). Venture capital, corporate governance, and financial stability of IPO firms. *Emerging Markets Review*, 18, 19–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2013.11.002>
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2002). Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 17(3), 211–236. [https://doi.org/10.1016/s0883-9026\(00\)00060-4](https://doi.org/10.1016/s0883-9026(00)00060-4)
- Megginson, W. L., Meles, A., Sampagnaro, G., & Verdoliva, V. (2019). Financial distress risk in initial public offerings: How much do venture capitalists matter? *Journal of Corporate Finance*, 59, 10–30. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.09.007>
- Mudambi, R., & Treichel, M. Z. (2005). Cash crisis in newly public Internet-based firms: an empirical analysis. *Journal of Business Venturing*, 20(4), 543–571. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2004.03.003>
- Sethuram, S., Taussig, M., & Gaur, A. (2021). A multiple agency view of venture capital investment duration: The roles of institutions, foreignness, and alliances. *Global Strategy Journal*, 11(4), 578–619. <https://doi.org/10.1002/gsj.1402>
- Shepherd, D. A., Wiklund, J., & Haynie, J. M. (2009). Moving forward: Balancing the financial and emotional costs of business failure. *Journal of Business Venturing*, 24(2), 134–148. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2007.10.002>
- Zmijewski, M. E. (1984). Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research*, 22, 59. <https://doi.org/10.2307/2490859>