



**PENGGUNAAN ANALISIS *RETURN ON INVESTMENT* (ROI) DAN
ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) UNTUK MENILAI KINERJA
KEUANGAN PT HANDJAJA MANDALA SAMPOERNA Tbk
SURABAYA SEBELUM DAN SESUDAH DIVESTASI**

SKRIPSI	Hadiah Pemberian	Klass
Terima tgl :	14 JAN 2007	657:48
No. induk :		RIN
Pengkatalog :		P
Oleh :		

HANY VITO RINI
NIM 030910202118

Dosen Pembimbing

Drs. Rahmat Murjana S, MM
NIP. 130 523 059

Dra. Hj. Sulistyaningsih
NIP. 130 802 221

**PROGRAM STUDI ILMU ADMINISTRASI NIAGA
JURUSAN ILMU ADMINISTRASI
FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK
UNIVERSITAS JEMBER**

2007



**PENGGUNAAN ANALISIS *RETURN ON INVESTMENT* (ROI) DAN
ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) UNTUK MENILAI KINERJA
KEUANGAN PT HANDAJA MANDALA SAMPOERNA Tbk
SURABAYA SEBELUM DAN SESUDAH DIVESTASI**

SKRIPSI

diajukan guna melengkapi tugas akhir dan memenuhi syarat-syarat
untuk menyelesaikan Program Studi Ilmu Administrasi Niaga (S1)
dan mencapai gelar Sarjana Sosial

Oleh :

**HANY VITO RINI
NIM 030910202118**

Dosen Pembimbing

**Drs. Rahmat Murjana S, MM
NIP. 130 523 059**

**Dra. Hj. Sulistyaningsih
NIP. 130 802 221**

**PROGRAM STUDI ILMU ADMINISTRASI NIAGA
JURUSAN ILMU ADMINISTRASI
FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK
UNIVERSITAS JEMBER
2007**

Skripsi ini saya persembahkan untuk :

1. Allah S.W.T atas anugrah terindah yang dapat memberi bangga kepada orang-orang yang aku cintai dan sayangi.
2. Ibunda "Widayanik" dan Ayahanda "Krisdiono" tercinta yang selalu kusayangi dan kuhormati, yang dengan ketulusannya tiada pernah berhenti akan do'a dan motivasi untuk kebahagiaan dan keberhasilanku.
3. Kakek dan Nenekku yang kusayangi seperti kedua orang tuaku, yang selalu mendorongku dengan bantuan moril maupun spirituil untuk keberhasilanku.
4. Qowwam-ku "Endi Tri P" yang selalu memberiku kasih sayang dan dorongan untuk keberhasilanku.
5. Agama, Nusa Bangsa serta Almamaterku tercinta.

MOTTO

Orang-orang yang menfkahkan hartanya di malam dan di siang hari secara tersembunyi dan terang-terangan, maka mereka mendapat pahala di sisi Tuhannya. Tidak ada kekhawatiran terhadap mereka dan tidak (pula) mereka bersedih hati.

*(Terjemahan Surat Al-Baqarah Ayat 274)*¹



¹Departemen Agama Republik Indonesia. 2001. *Al Qur'an dan Terjemahannya*. Semarang : CV Asy-Syifa'.

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : HANY VITO RINI

NIM : 030910202118

menyatakan dengan sesungguhnya bahwa karya tulis ilmiah yang berjudul "Penggunaan Analisis *Return On Investment* (ROI) dan *Economic Value Added* (EVA) untuk Menilai Kinerja Keuangan PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk Surabaya Sebelum dan Sesudah Divestasi" adalah benar-benar hasil karya sendiri, kecuali jika disebutkan sumbernya dan belum pernah diajukan pada institusi manapun, serta bukan karya jiplakan. Saya bertanggung jawab atas keabsahan dan kebenaran isinya sesuai dengan sikap ilmiah yang harus dijunjung tinggi.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya, tanpa adanya tekanan dan paksaan dari pihak manapun serta bersedia mendapat sanksi akademik jika ternyata di kemudian hari pernyataan ini tidak benar.

Jember, 24 Februari 2007

Yang menyatakan,



HANY VITO RINI

030910202118

PENGESAHAN

Skripsi ini diterima oleh Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Jember

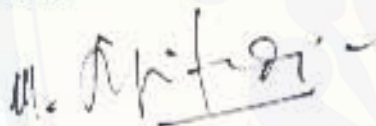
pada hari : Senin

tanggal : 5 Maret 2007

tempat : Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik
Universitas Jember

Tim penguji :

Ketua,



Drs. H. Mud'har Syarifuddin, M. Si
NIP 131 577 295

Sekretaris,



Dra. Hj. Sulistyaningsih
NIP 130 802 221

Anggota,



Drs. Suhartono, MS
NIP 131 276 665

Mengesahkan

Dekan Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik



DR. H. Uung Nasdia, BS. W, MS
NIP 130 674 836

KATA PENGANTAR

Dengan nama Allah Yang Maha Pengasih dan Penyayang. Dengan diiringi ucapan syukur alhamdulillah penulis panjatkan kehadirat Ilahi Robbi, yang telah melimpahkan rahmat dan hidayahnya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul: “Penggunaan Analisis *Return On Investment* (ROI) dan *Economic Value Added* (EVA) untuk Menilai Kinerja Keuangan PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk Surabaya Sebelum dan Sesudah Divestasi”. Adapun maksud dan tujuan dari penulisan skripsi ini adalah dalam rangka memenuhi salah satu syarat dalam menyelesaikan pendidikan strata satu (S1) pada Program Studi Ilmu Administrasi Niaga, Jurusan Ilmu Administrasi, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Jember.

Proses penulisan skripsi ini tidak lepas dari bantuan bimbingan serta do'a dari berbagai pihak. Atas kebaikan dan jasa yang diberikan dengan penuh tulus dan ikhlas maka penulis pada kesempatan ini menyampaikan rasa terima kasih yang tak terhingga kepada :

1. Bapak Dr. H. Uung Nasdia BSW, MS, selaku dekan Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Jember.
2. Bapak Drs. Sutrisno, M. Si, selaku Ketua Jurusan Ilmu Administrasi Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Jember.
3. Bapak Drs. Suhartono, MS, selaku Ketua Program Studi Ilmu Administrasi Niaga Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Jember.
4. Bapak Drs. Rahmat Murjana S, MM, selaku Dosen Pembimbing I yang telah meluangkan segenap waktu, tenaga dan bimbingannya demi kelancaran skripsi ini.
5. Ibu Dra. Hj. Sulistyaningsih, selaku Dosen Pembimbing II atas bimbingannya demi kesempurnaan penyusunan skripsi ini.
6. Bapak Edy Wahyudi, S. Sos, MM, selaku Dosen Wali .
7. Semua Dosen dan Karyawati Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik.

8. Ibu Niken Rachmad, selaku *Corporate Communication* PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk.
9. Bapak Rahman, selaku karyawan perpustakaan Bursa Efek Surabaya atas data yang diinformasikan.
10. Sahabatku “Defi” dan “Deviana” serta teman-teman ADNI’03 yang selalu membuat aku mengerti tentang indahnya kebersamaan.
11. Seluruh pihak yang tidak dapat penulis sebutkan, yang telah memberi bantuan sehingga dapat terselesaikannya skripsi ini dengan lancar.

Harapan penulis semoga mereka semua mendapat balasan dari Allah SWT sesuai dengan jasa yang telah diberikan. Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih belum sempurna, untuk ini dengan kerendahan hati penulis berharap kepada semua pihak untuk mau memberikan kritik dan saran agar skripsi ini menjadi lebih sempurna. Akhirnya penulis berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat dan menambah wawasan kita mengenai penilaian kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan analisis *Return On Investment (ROI)* dan *Economic Value Added (EVA)*.

Jember, Februari 2007

Penulis

RINGKASAN

Penggunaan Analisis *Return On Investment* (ROI) dan *Economic Value Added* (EVA) untuk Menilai Kinerja Keuangan PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk Surabaya Sebelum dan Sesudah Divestasi, Hany Vito Rini, 030910202118, 2007, 97 hlm.

Proses divestasi suatu perusahaan akan mempengaruhi reaksi para pelaku pasar modal baik sebelum maupun sesudah divestasi dilakukan. Reaksi tersebut akan berpengaruh kinerja keuangan perusahaan. Penilaian kinerja keuangan dengan membandingkan antara sebelum dan sesudah divestasi akan dapat diketahui perkembangan *financial* perusahaan yang ditandai dengan besarnya nilai tambah perusahaan. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah divestasi memberi nilai tambah ekonomi bagi perusahaan serta untuk mengetahui kinerja keuangan perusahaan setelah melakukan divestasi dengan membandingkan antara sebelum dan sesudah divestasi.

Penelitian penilaian kinerja keuangan ini dilakukan di PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk Surabaya pada bulan Januari 2007 dan dengan menggunakan data sekunder yang berupa laporan keuangan, Indeks Harga Saham Individual, Indeks Harga Saham Gabungan, dan tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia. Penilaian kinerja keuangan PT HM Sampoerna Tbk menggunakan analisis *Return On Investment* (ROI) dan *Economic Value Added* (EVA) dengan membandingkan data pertahun pada saat sebelum dan sesudah divestasi.

Hasil yang diperoleh dari penelitian ini adalah adanya perkembangan *financial* PT HM Sampoerna Tbk setelah divestasi dan telah terjadi penambahan nilai tambah ekonomi PT HM Sampoerna Tbk. Hasil perhitungan ROI menunjukkan peningkatan sebesar 2,94% dari tahun 2004, yaitu dari 17,03% di tahun 2004 menjadi 19,97% di tahun 2005. Sedangkan hasil perhitungan dengan menggunakan analisis EVA menyebutkan telah terjadi penambahan nilai tambah ekonomi pada PT HM

Sampoerna Tbk sebesar Rp552.508 dari tahun sebelum divestasi (2004). Jumlah nilai EVA ini meningkat dari Rp1.907.689 pada tahun 2004 menjadi Rp2.460.197 di tahun 2005. Dari hasil perhitungan ROI dan EVA pada PT HM Sampoerna Tbk, pada saat setelah divestasi merupakan hasil tertinggi yang dicapai perusahaan selama periode penelitian.

Kesimpulan yang didapat dari hasil analisis data dan pembahasan adalah terjadi perbedaan hasil kinerja keuangan yang semakin baik pada saat setelah divestasi (tahun 2005), yang diukur dengan menggunakan analisis ROI dan EVA. Hal tersebut menunjukkan bahwa telah terjadi nilai tambah ekonomi yang berarti harapan dari para investor terpenuhi dan perusahaan dapat mencapai tujuan dengan maksimal.

Administrasi Niaga, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Jember.

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSEMBAHAN	ii
HALAMAN MOTTO	iii
HALAMAN PERNYATAAN.....	iv
HALAMAN PENGESAHAN.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
RINGKASAN	viii
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
BAB 1. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah.....	8
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	9
1.3.1 Tujuan Penelitian	9
1.3.2 Manfaat Penelitian	9
BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA.....	10
2.1 Akuntansi.....	10
2.1.1 Pengertian Akuntansi	10
2.1.2 Tujuan Akuntansi.....	12
2.2 Laporan Keuangan	13
2.2.1 Pengertian Laporan Keuangan.....	13
2.2.2 Jenis Laporan Keuangan	14
2.2.3 Tujuan Laporan Keuangan.....	18
2.3 Analisis	19

2.4 Kinerja Keuangan.....	20
2.4.1 Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan	22
2.5 <i>Return On Investment (ROI)</i>	24
2.6 <i>Economic Value Added (EVA)</i>	26
2.6.1 Struktur Modal	29
2.7 Biaya Modal.....	31
2.8 Pengambilan Keputusan.....	34
2.9 Divestasi	36
2.10 Tinjauan Peneliti Terdahulu	37
BAB 3. METODE PENELITIAN	39
3.1 Jenis Penelitian	39
3.2 Jenis dan Sumber Data.....	39
3.3 Teknik Pengumpulan Data	40
3.3.1 Wawancara.....	40
3.3.2 Dokumentasi	40
3.4 Definisi Operasional Variabel.....	41
3.4.1 <i>Return On Investment (ROI)</i>	41
3.4.2 Biaya Hutang (<i>cost of debt</i>).....	41
3.4.3 Biaya Modal (<i>cost of equity</i>).....	41
3.4.4 Struktur Modal Perusahaan	42
3.4.5 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC).....	42
3.4.6 <i>Economic Value Added (EVA)</i>	42
3.5 Analisis Data.....	43
3.5.1 Menghitung ROI dengan Dupont System	43
3.5.2 Menghitung Biaya Modal Hutang (<i>cost of debt</i>).....	43
3.5.3 Menghitung Biaya Modal Saham (<i>cost of equity</i>).....	43
3.5.4 Menghitung Struktur Modal Perusahaan	45
3.5.5 Menghitung Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC).....	45
3.5.6 Menghitung EVA	45

3.6 Penarikan Kesimpulan	46
BAB 4. HASIL DAN ANALISIS DATA.....	47
4.1 Hasil Penelitian.....	47
4.1.1 Gambaran Umum Bursa Efek Surabaya	47
4.1.2 Gambaran Umum PT HM Sampoerna Tbk	52
4.2 Analisis Data.....	65
4.2.1 <i>Return On Investment (ROI)</i>	65
4.2.2 Biaya Hutang (<i>cost of debt</i>).....	67
4.2.3 Biaya Modal (<i>cost of equity</i>).....	70
4.2.4 Struktur Modal Perusahaan	75
4.2.5 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)	76
4.2.6 <i>Economic Value Added (EVA)</i>	77
BAB 5. PEMBAHASAN	79
5.1 <i>Return On Investment (ROI)</i>	79
5.2 Biaya Hutang (<i>cost of debt</i>).....	82
5.3 Biaya Modal (<i>cost of equity</i>)	86
5.4 Struktur Modal Perusahaan	93
5.5 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)	95
5.6 <i>Economic Value Added (EVA)</i>	96
5.7 Perbandingan ROI dan EVA	98
BAB 6. KESIMPULAN DAN SARAN.....	100
6.1 Kesimpulan	100
6.2 Saran	100
DAFTAR PUSTAKA.....	102
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

	Halaman
4.1 Daftar Perusahaan Afiliasi	60
4.2 Hasil Perhitungan Analisis ROI	66
4.3 Hasil Perhitungan Tingkat Bunga	68
4.4 Hasil Perhitungan Tarif Pajak Efektif	69
4.5 Hasil Perhitungan Biaya Hutang	70
4.6 Hasil Perhitungan Tingkat Bunga Bebas Resiko	71
4.7 Hasil Perhitungan Tingkat Pengembalian yang Diharapkan Saham....	72
4.8 Hasil Perhitungan Tingkat Keuntungan Suatu Saham	73
4.9 Hasil Analisis Ukuran Resiko Saham Perusahaan	74
4.10 Hasil Perhitungan Biaya Modal Perusahaan	75
4.11 Hasil Perhitungan Komposisi Struktur Modal	75
4.12 Hasil Perhitungan Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)	76
4.13 Hasil Perhitungan <i>Economic Value Added</i> (EVA)	77

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
2.1 Skema Analisis Dupont.....	25
2.2 Hubungan Berbagai Faktor yang Mempengaruhi Besarnya ROI.....	25
4.1 Struktur Organisasi Bursa Efek Surabaya.....	51
4.2 Logo PT HM Sampoerna Tbk.....	55
4.3 Baglan Organisasi PT HM Sampoerna Tbk.....	56
5.1 ROI dan Suku Bunga SBI.....	80
5.2 Tingkat Bunga PT HM Sampoerna Tbk.....	82
5.3 Tingkat Pajak PT HM Sampoerna Tbk.....	84
5.4 Hasil Analisis Biaya Hutang PT HM Sampoerna Tbk.....	85
5.5 Tingkat Bunga Bebas Resiko.....	87
5.6 Tingkat Keuntungan Portofolio Pasar.....	89
5.7 Tingkat Keuntungan Saham.....	90
5.8 Ukuran Resiko Saham PT HM Sampoerna Tbk.....	91
5.9 Biaya Modal.....	92
5.10 Komposisi Struktur Modal Perusahaan.....	94
5.11 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC).....	95
5.12 <i>Economic Value Added</i> (EVA).....	97

DAFTAR LAMPIRAN

1. Neraca PT HM Sampoerna Tbk tahun 2002-2003
2. Laporan Rugi Laba PT HM Sampoerna Tbk tahun 2002-2003
3. Neraca PT HM Sampoerna Tbk tahun 2004-2005
4. Laporan Rugi Laba PT HM Sampoerna Tbk tahun 2004-2005
5. Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia tahun 2002-2005
6. Indeks Harga Saham Gabungan tahun 2001-2005
7. Indeks Harga Saham Individual tahun 2001-2005
8. Tingkat Bunga Bebas Resiko
9. Tingkat Pengembalian yang Diharapkan Saham
10. Tingkat Keuntungan Suatu Saham
11. Ukuran Resiko Saham Perusahaan
12. *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT)
13. *Capital*
14. Alasan PT HM Sampoerna Mendivestasikan Sahamnya
15. Daftar Perusahaan-perusahaan Emiten di Bursa Efek Surabaya



BAB I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Perkembangan dunia bisnis dan ekonomi di era globalisasi berkembang dengan pesat. Globalisasi membawa dampak terhadap semua bidang kehidupan ilmu pengetahuan dan teknologi. Di kawasan Asia Tenggara, globalisasi dimulai sejak 1 Januari 2003 yang dikenal dengan AFTA (*ASEAN Free Trade Area*). Seiring dengan berjalannya perdagangan bebas, keadaan dunia bisnis menjadi semakin kompleks. Tingkat persaingan antar dunia bisnis menjadi meningkat tanpa mengenal batas sekat wilayah kenegaraan, sehingga hal ini membawa pengaruh yang cukup besar bagi perusahaan.

Perusahaan dalam meningkatkan kinerjanya dipengaruhi oleh lingkungan eksternal, diantaranya pesaing dan pemerintah. Persaingan di dunia bisnis yang ketat membuat perusahaan berlomba-lomba untuk meningkatkan efisiensi perusahaan, agar perusahaan menjadi sukses dan bertahan sehingga perusahaan mampu mengatasi pesaing yang datang dari dalam negeri maupun luar negeri. Bukan hanya persaingan antar dunia bisnis yang harus dihadapi perusahaan, namun campur tangan pemerintah dalam mengelola kebijakan ekonomi juga berpengaruh terhadap kinerja suatu perusahaan. Untuk menghadapi hambatan-hambatan tersebut diperlukan strategi yang baik agar perusahaan dapat mencapai hasil yang maksimal. Perusahaan yang berhasil dan mampu mempertahankannya akan mampu menarik banyak investor untuk menanamkan modalnya.

Divestasi merupakan salah satu strategi manajemen yang memperhatikan pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan. Makna divestasi ialah pelepasan suatu unit usaha atau asset perusahaan untuk pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan merupakan hal penting untuk mencapai kesuksesan dan ketahanan perusahaan. Tanpa adanya pertumbuhan, perusahaan akan mengalami kesulitan untuk meningkatkan dedikasi terhadap tujuan perusahaan serta menarik manajer yang berkualitas. Motif utama suatu perusahaan melakukan divestasi yaitu dilakukannya

perbaikan-perbaikan pada manajemen yang dianggap berkinerja buruk sebagai upaya untuk mencapai keunggulan kompetitif jangka panjang. Kinerja merupakan hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus-menerus oleh manajemen. Harapan perusahaan yang melakukan divestasi atas asset yang dimilikinya tidak lain ialah kinerja perusahaan akan menjadi lebih baik dibandingkan dengan sebelum divestasi, yaitu adanya peningkatan kinerja perusahaan yang ditandai dengan prestasi perusahaan yang semakin meningkat. Namun, harapan tersebut dapat menjadi tidak sesuai dengan kenyataannya jika kinerja perusahaan semakin menurun setelah melakukan divestasi. Jika hal tersebut terjadi maka perusahaan dapat melakukan merger atau kerjasama dengan perusahaan sejenis.

Divestasi yang dilakukan oleh suatu perusahaan akan mempengaruhi kinerja karyawan perusahaan, sebab dengan adanya proses divestasi maka akan dilakukan perbaikan-perbaikan pada manajemen yang berkinerja buruk. Sehingga kinerja perusahaan dapat menjadi lebih efektif dan efisien yang ditandai dengan perubahan prestasi perusahaan. Dengan adanya kinerja perusahaan yang semakin bagus maka hal tersebut akan mempengaruhi reaksi dari para pelaku pasar modal, yaitu investor akan berlomba-lomba untuk mendapatkan saham atas perusahaan yang bersangkutan. Reaksi tersebut akan berlangsung pada waktu sebelum dan sesudah divestasi dilakukan. Dengan demikian, divestasi akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan, sebab struktur modal menjadi berubah-ubah sesuai dengan reaksi para pelaku pasar modal atau investor.

Penilaian kinerja perusahaan setelah divestasi akan mempengaruhi penyusunan rencana perusahaan dalam pengambilan keputusan. Pengambilan keputusan akan mempengaruhi masa depan perusahaan. Oleh karena itu, dengan melakukan penilaian terhadap kinerja keuangan perusahaan setelah divestasi akan membantu perkembangan finansialnya. Kinerja keuangan yang baik menunjukkan nilai tambah ekonomi perusahaan, yaitu terpenuhinya harapan para penyandang dana yang baik (mendapatkan pengembalian investasi yang sama atau lebih dari yang diinvestasikan) dan kreditur mendapat bunga.

Alat analisis yang banyak digunakan oleh para analis untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan adalah rasio finansial. Rasio finansial merupakan dasar untuk menilai dan menganalisis prestasi operasi perusahaan (Sartono, 2000:61). Rasio finansial terdiri dari rasio likuiditas, rasio leverage, rasio aktifitas dan rasio profitabilitas. Kelebihan menggunakan analisis rasio finansial ini adalah dapat dilakukan perbandingan kinerja dari waktu ke waktu serta manajer dapat mengevaluasi kinerja dan kondisi keuangan dengan cepat. Menurut Hanafi dan Halim (2003:129) rasio keuangan yang menunjukkan perbandingan antar rasio finansial suatu perusahaan dari periode ke periode lain untuk perusahaan yang sama disebut *Time Series Analysis*. Kelemahan pada analisis ini belum dapat memuaskan keinginan pihak manajemen, khususnya bagi para penyandang dana (kreditur dan pemegang saham). Bagi pihak manajemen, belum cukup untuk mengetahui apakah telah terjadi nilai tambah bagi perusahaan sedangkan bagi para penyandang dana (kreditur dan pemegang saham) belum cukup mempunyai keyakinan apakah modal yang telah ditanamkan di masa datang akan memberikan tingkat hasil yang diharapkan.

Pada penelitian ini rasio finansial yang digunakan ialah *Return On Investment* (ROI) yang merupakan bagian dari rasio profitabilitas. Menurut Munawir (2001:89) teknik analisa yang lazim digunakan oleh pimpinan perusahaan untuk mengukur efektivitas dari keseluruhan operasi perusahaan ialah *Return On Investment* (ROI). ROI adalah rasio setelah pajak dengan total aktiva (Sartono, 2000:65). ROI dapat mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan untuk perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Dengan demikian rasio ini menghubungkan keuntungan yang diperoleh dari operasi perusahaan (*net operating income*) dengan jumlah investasi atau aktiva yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan operasi tersebut (*net operating assets*). ROI yang baik bagi perusahaan ialah nilainya lebih tinggi dibandingkan dengan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), ROI perusahaan sejenis, dan ROI perusahaan yang bersangkutan pada tahun-tahun sebelumnya. Namun demikian, ROI merupakan bagian dari analisis rasio finansial sehingga pada analisis ini masih terdapat beberapa

kelemahan. Kelemahan tersebut antara lain : kesukarannya dalam membandingkan *rate of return* suatu perusahaan dengan perusahaan lain yang sejenis, factor fluktuasi nilai dari uang (daya belinya), dan dengan menggunakan ROI saja tidak akan dapat digunakan untuk mengadakan perbandingan antara dua perusahaan atau lebih dengan mendapatkan kesimpulan yang memuaskan. Untuk mengatasi kendala pada analisis ROI maka banyak perusahaan yang menggunakan ukuran kinerja yang lebih menekankan pada *value (Value Based Management/VBM)*. Menurut Pradhono (2004) konsep VBM mendorong manajemen lebih termotivasi dan fokus pada penciptaan arus kas di masa mendatang bagi pemegang saham. VBM yang diterapkan secara kontinyu pada kondisi pasar yang efisien akan merefleksikan kinerja dan prospek bagus pada harga saham. VBM memiliki dua elemen kunci. Pertama, penciptaan nilai bagi pemegang saham (*shareholder value*) sebagai tujuan utama perusahaan. Kedua, sebagai ukuran kinerja internal perusahaan yang mampu memotivasi manajemen mengejar tujuan memaksimalkan tujuan utama perusahaan.

Stewart (dalam Pradhono, 2004) mengemukakan bahwa *Economic Value Added (EVA)* yang dipopulerkan dan dipatenkan oleh *Stewart and Company*, sebuah konsultan manajemen terkemuka, adalah salah satu varian *Value Based Management*. EVA merupakan perhitungan nilai tambah ekonomi yang didapat dari pendapatan sisa (*residual income*) yang mengurangi biaya modal terhadap laba operasi. EVA menghitung *economic profit* dan bukan *accounting profit*. Pada dasarnya, EVA mengukur nilai tambah dalam suatu periode tertentu. Nilai tambah ini tercipta apabila perusahaan memperoleh keuntungan (*profit*) di atas *cost of capital* perusahaan. Secara matematis, EVA dihitung dari laba setelah pajak dikurangi dengan *cost of capital* yang dikalikan dengan *capital*. Jika EVA positif, menunjukkan perusahaan telah menciptakan kekayaan. Sedangkan, jika EVA negatif hal itu berarti bahwa tidak terjadi nilai tambah ekonomi dan perusahaan tidak menciptakan kekayaan. Dan EVA sama dengan nol (0) menunjukkan bahwa perusahaan berada pada titik impas atau sama dengan tahun sebelumnya. EVA memiliki beberapa kelebihan dibandingkan dengan alat analisa keuangan yang lain, yaitu : (1). EVA tidak dibatasi oleh prinsip

akuntansi yang berlaku umum, pengguna EVA bisa menyesuaikan dengan kondisi spesifik, (2). EVA dapat mendukung setiap keputusan dalam sebuah perusahaan, mulai dari investasi modal, kompensasi karyawan dan kinerja unit bisnis, (3). Struktur EVA yang relatif sederhana membuatnya bisa digunakan oleh bagian *engineering*, *environmental* dan personil lain sebagai alat yang umum untuk mengkomunikasikan aspek yang berbeda dari kinerja keuangan, dan (4). EVA mampu berdiri sendiri untuk menilai kinerja keuangan perusahaan tanpa memerlukan data pembanding lain seperti standar industri yang lazim dipakai dalam analisis rasio finansial. Dengan demikian penggunaan EVA lebih mudah dan fleksibel dalam melihat kinerja suatu perusahaan. Perhitungan EVA yang akurat tergantung pada transparansi internal perusahaan. Namun EVA tetap berguna untuk dijadikan acuan, mengingat EVA memberikan pertimbangan dalam hal biaya modal sebagai kompensasi atas dana yang digunakan untuk membiayai investasi para pemegang saham dan kreditur.

Dengan demikian, jenis analisis kinerja keuangan yang digunakan pada penelitian ini ialah ROI dan EVA. Suatu perusahaan dapat dikatakan memiliki ROI yang baik jika nilainya lebih tinggi dibandingkan dengan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), ROI perusahaan sejenis dan ROI perusahaan yang bersangkutan pada tahun-tahun sebelumnya. Begitu pula dengan EVA, suatu perusahaan dapat dikatakan baik kinerja keuangannya jika nilai $EVA > 1$, yang menunjukkan perusahaan telah menciptakan kekayaan. Kedua analisis tersebut diharapkan dapat membantu perkembangan finansial perusahaan di masa datang dengan menunjukkan kedudukan finansial perusahaan pada periode tertentu. Dengan adanya peningkatan kinerja keuangan perusahaan maka harapan dan tujuan dari perusahaan serta investor sama-sama terpenuhi. Namun jika nilai EVA dan ROI menurun setelah divestasi maka hal tersebut berarti bahwa kinerja perusahaan semakin menurun dan harapan para investor tidak terpenuhi, sehingga hal yang perlu dilakukan oleh perusahaan ialah meningkatkan efektivitas dan efisiensi perusahaan.

PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk *call name* HM Sampoerna yang berpusat di jalan Rungkut Industri raya 18 Surabaya, merupakan salah satu perusahaan rokok emiten di Bursa Efek Surabaya yang mendivesatsikan hampir seluruh asset perusahaannya pada tahun 2005. HM Sampoerna menjual asset perusahaannya kepada PT Philip Morris Indonesia, sebuah perusahaan afiliasi dari Philip Morris International Inc., yaitu perusahaan tembakau internasional yang merupakan bagian dari Altria Group Inc. Divestasi yang dilakukan oleh HM Sampoerna kepada PT Philip Morris Indonesia sebesar 98% pada bulan Mei 2005. Sebelum divestasi dilakukan, kepemilikan saham HM Sampoerna berada di tangan Dubuis Holding (33,28%), Norbax Inc. AS (4,72%), PT Lancar Sampoerna Bestari (5,34%), Boedi Sampoerna (2%), Sothjahjono Winarko (0,02%) dan public (54,64%). Sedangkan setelah divestasi dilakukan kepemilikan saham HM Sampoerna menjadi 98% dimiliki oleh PT Philip Morris Indonesia dan 2% oleh publik melalui bursa efek. Oleh karena itu, proses divestasi tersebut sangat menarik untuk diteliti mengingat bahwa HM Sampoerna merupakan perusahaan rokok terbesar kedua di Indonesia yang mempunyai kinerja perusahaan yang *excellent*.

Divestasi HM Sampoerna dilakukan atas dasar motif untuk mengembangkan pasar rokok agar menjadi *go global*. Selain motif utama tersebut, ada beberapa alasan yang berkaitan dengan regulasi pemerintah. Menurut Putra Sampoerna dalam *Kontan online* (21 Maret 2005) mengatakan bahwa beban industri rokok dianggap sudah cukup berat. Regulasi soal HJE (Harga Jual Eceran) dan cukai beberapa tahun terakhir masih bisa terkendali namun ke depan akan semakin tidak terkendali. Regulasi pemerintah tersebut membuat bisnis rokok di Indonesia semakin terjepit, mengingat bahwa bisnis rokok kretek di Indonesia mencapai sekitar 92% dari total konsumsi rokok. Sesuai dengan pendapat Sudarsanam (1999:281) bahwa faktor yang mendorong HM Sampoerna melakukan divestasi ialah perusahaan tersebut tidak mempunyai posisi yang cukup bagus dalam industrinya untuk dapat memberikan keunggulan kompetitif jangka panjang. Setelah mendivesatsikan asset perusahaannya pada PT Philip Morris Indonesia, kinerja HM Sampoerna semakin baik. Data *Annual*

Report HM Sampoerna menunjukkan laba bersih tahun 2005 sebesar Rp 2.383.066.000.000.000 dengan laba bersih per saham Rp 544. Telah terjadi kenaikan laba bersih sebesar 19,64% dan laba bersih per saham sebesar 19,82% dari total laba bersih dan laba bersih per saham tahun 2004 dengan nominal Rp1.991.852.000.000.000 dan Rp 454. Walaupun terjadi kenaikan laba bersih dan laba bersih per lembar saham setelah divestasi (tahun 2005), belum tentu penciptaan nilai bagi pemegang saham dan efektifitas dari keseluruhan operasi perusahaan terpenuhi, sebab hal ini tergantung pada struktur modal, biaya modal dan tingkat perputaran aktiva yang digunakan untuk operasi. Oleh karena itu, untuk mengetahui kinerja finansial HM Sampoerna yang berpusat di Surabaya sebelum dan sesudah divestasi dengan memperhatikan kesejahteraan pemegang saham dan keefektifan perusahaan dalam kegiatan operasi, maka dalam penelitian ini menggunakan alat analisis EVA dan ROI untuk mengevaluasi.

Beberapa penelitian tentang penilaian kinerja keuangan dengan menggunakan alat analisis EVA dan ROI telah banyak dilakukan, antara lain Teguh Imam Arifianto (2002) yang meneliti mengenai "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pengumuman Divestasi Bank Central Asia (Event Study di Bursa Efek Jakarta)". Hasilnya menunjukkan bahwa perilaku harga saham maupun aktifitas perdagangan cenderung mengalami kenaikan pada beberapa hari sebelum peristiwa, tidak ada perbedaan yang signifikan pada rata-rata *Abnormal Return* sebelum dan sesudah peristiwa, serta tidak ada perbedaan yang signifikan pada rata-rata aktifitas perdagangan saham sebelum dan sesudah peristiwa. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Nur Atika Oktafia (2002) tentang "Nilai Tambah Ekonomi perusahaan setelah akuisisi pada kelompok industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta" hasil dari penelitian tersebut adalah telah terjadi kenaikan yang ditandai nilai EVA yang rata-rata positif. Hal tersebut disebabkan adanya kenaikan NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) yang persentasenya lebih besar daripada kenaikan *capital charges*. Selain itu, penelitian Irvany Ikhsan (2006) mengenai "Divestasi dan *Debt Factoring* BPPN, Kaitannya dengan *Good Corporate Governance*". Hasil dari

penelitian tersebut menyatakan bahwa tidak ada pergerakan harga saham yang signifikan pada saat BPPN mengumumkan divestasi dan *debt factoring*. Penelitian Nur Atika Oktafia (2002) diatas juga memotivasi untuk melakukan penelitian ini, karena permasalahan yang diangkat sama yaitu penilaian kinerja keuangan perusahaan setelah reorganisasi. Bedanya dalam penelitian yang dilakukan Nur Atika Oktafia adalah jenis analisis keuangan yang digunakan hanya analisis *Economic Value Added* (EVA) dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Jakarta dan telah melakukan akuisisi. Sedangkan pada penelitian ini membahas tentang penggunaan analisis *Return On Investment* (ROI) dan *Economic Value Added* (EVA) untuk menilai kinerja finansial HM Sampoerna pada saat sebelum dan sesudah divestasi. Penilaian kinerja keuangan tersebut dimaksudkan untuk mengetahui apakah kinerja keuangan HM Sampoerna setelah divestasi menjadi lebih baik dibandingkan sebelum divestasi, sebab jika hasil dari analisis kinerja keuangan tersebut adalah meningkat maka hal itu berarti perusahaan menjadi lebih mudah memperoleh modal dari para investor, mengingat bahwa HM Sampoerna merupakan perusahaan rokok terbesar kedua di Indonesia yang terdaftar sebagai emiten di Bursa Efek Surabaya, dan merupakan satu-satunya perusahaan rokok yang melakukan divestasi atas hampir seluruh asset perusahaannya yaitu sebesar 98%.

1.2 Rumusan Masalah

Proses divestasi HM Sampoerna mempengaruhi reaksi para pelaku pasar modal baik sebelum maupun sesudah divestasi dilakukan. Reaksi tersebut mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Oleh karena itu, permasalahan yang diangkat pada penelitian ini ialah :

“Bagaimanakah kinerja finansial PT HM Sampoerna Tbk pada saat sebelum dan sesudah divestasi diukur melalui analisis ROI dan EVA, serta apakah divestasi tersebut dapat memberikan nilai tambah bagi perusahaan”.

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

- a. Menghitung dan membandingkan kinerja finansial PT HM Sampoerna Tbk pada saat sebelum dan sesudah divestasi diukur dari ROI dan EVA.
- b. Mengetahui apakah divestasi akan memberi nilai tambah ekonomi bagi perusahaan.

1.3.2 Manfaat penelitian

a. Bagi peneliti

Penelitian ini merupakan suatu pengalaman yang sangat bermanfaat untuk mengembangkan dan menerapkan ilmu pengetahuan yang didapat dengan membandingkan kenyataan yang ada di lingkungan.

b. Bagi perusahaan

Hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan untuk merencanakan dan meningkatkan kinerja finansial PT HM Sampoerna Tbk sesudah divestasi diukur dengan ROI dan EVA.

c. Bagi pihak lain

Hasil penelitian ini dapat digunakan oleh investor untuk mengetahui kinerja finansial perusahaan sebelum menanamkan modal serta untuk mengetahui *return* atas modal yang telah ditanamkan.

d. Bagi akademisi

Hasil penelitian ini dapat memberikan informasi atau masukan bagi peneliti selanjutnya.



BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA

Tinjauan pustaka suatu penelitian pada dasarnya digunakan sebagai pedoman dalam penulisan karya tulis ilmiah. Tinjauan pustaka juga diperlukan sebagai bahan pertimbangan agar yang ditulis peneliti sesuai dengan permasalahan yang ada. Pandangan terhadap konsep variabel-variabel yang diteliti diharapkan dapat membantu dalam memperjelas pokok bahasan penelitian.

Makna tinjauan pustaka menurut Pedoman Penulisan Karya Tulis Ilmiah (2005:17) ialah :

Tinjauan terhadap hasil-hasil penelitian terdahulu berkaitan dengan masalah yang dibahas, kajian teori berkaitan dengan masalah, kerangka pemikiran yang merupakan sintesis dari kajian teori yang dikaitkan dengan permasalahan yang dihadapi, dan perumusan hipotesis (jika diperlukan) sebagai hasil akhir dari kajian teori.

Dari definisi diatas dapat disimpulkan bahwa tinjauan pustaka mempunyai peran yang penting dalam penulisan karya tulis ilmiah yang berkaitan dengan masalah-masalah yang dibahas. Oleh karena itu dalam penulisan karya tulis ilmiah ini peneliti menggunakan tinjauan pustaka atau kajian teori sebagai berikut :

2.1 Akuntansi

2.1.1 Pengertian Akuntansi

Akuntansi sering disebut sebagai “bahasa bisnis” atau bisa disebut sebagai bahasa pengambilan keputusan yang berhubungan dengan aspek keuangan. Pengertian akuntansi menurut Evanston (dalam Belkaoui, 2000:32) ialah *“the process of identifying, measuring, and communicating economic information to permit informed judgement and decision by users of the information”*. Dari pendapat menurut Evanston diatas dapat disimpulkan bahwa akuntansi merupakan proses mengidentifikasi, mengukur dan menyampaikan informasi ekonomi sebagai



bahan informasi dalam hal pertimbangan dalam mengambil kesimpulan oleh para pemakainya.

Horngren (1997:3) berpendapat bahwa “akuntansi sebagai suatu sistem yang mengukur aktivitas-aktivitas bisnis, memproses informasi tersebut ke dalam bentuk laporan-laporan, dan mengkomunikasikannya kepada para pengambil keputusan”.

Sedangkan definisi akuntansi menurut komite istilah Institute of Certified Public Accountant (AICPA) (dalam Belkaoui, 2000:31) *Accounting is the art of recording, classifying, and summarizing in a significant manner and in terms of money, transactions and events which are, in part at least, of a financial character, and interpreting the result there of.* Pendapat menurut AICPA tersebut dapat dijelaskan bahwa akuntansi adalah seni pencatatan, penggolongan dan pengikhtisaran dengan cara tertentu dan dalam ukuran moneter, transaksi dan kejadian-kejadian yang umumnya bersifat keuangan dan termasuk menafsirkan hasil-hasilnya.

Konsep mengenai akuntansi diatas dapat dijabarkan sesuai dengan makna dan fungsinya. Harahap (1993:2) mendefinisikan akuntansi dengan menjelaskan kepanjangan kata akuntansi sebagai berikut :

A = Angka
K = Keputusan
U = Uang
N = Nilai
T = Transaksi / Tjataan
A = Analisis
N = Netral
S = Seni
I = Informasi

Kata-kata ini dapat menjelaskan sendiri apa arti akuntansi itu ditinjau dari berbagai sudut. Akuntansi itu memberikan informasi kuantitatif (angka), ia memberikan informasi untuk dipakai dalam proses pengambilan keputusan (keputusan), ia hanya mencatat yang berdampak moneter dan dinilai (nilai) dengan nilai uang (uang), ia hanya mencatat transaksi (transaksi) yang terjadi dalam perusahaan, akuntansi juga merupakan bahan untuk dianalisis (analisis), ia netral

(netral) tidak memihak kepada pemakai laporan siapa-siapa, ia seni karena memerlukan berbagai pertimbangan dan keahlian khusus yang bersifat subjektif (seni), dan dia merupakan sistem informasi (informasi).

Berbeda dengan konsep akuntansi diatas, Jusup (1999:4-5) mendefinisikan akuntansi dari 2 sudut pandang, yaitu :

1. Definisi dari sudut pemakai
Akuntansi dapat didefinisikan sebagai suatu disiplin yang menyediakan informasi yang diperlukan untuk melaksanakan kegiatan secara efisien dan mengevaluasi kegiatan-kegiatan suatu organisasi.
2. Definisi dari sudut proses kegiatan
Akuntansi dapat didefinisikan sebagai proses pencatatan, penggolongan, peringkasan, pelaporan dan penganalisisan data keuangan suatu organisasi.

Berdasarkan beberapa definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa akuntansi merupakan suatu sistem yang mengelola data-data keuangan sehingga dapat dijadikan acuan dalam pengambilan keputusan suatu organisasi. Oleh karena itu, semakin penting keputusan yang dibuat maka semakin besar kebutuhan informasi akuntansi yang relevan.

2.1.2 Tujuan Akuntansi

Akuntansi digunakan oleh suatu organisasi untuk pengambilan keputusan. Menurut Horngren (1997:28) akuntansi diperlukan untuk “mengukur aktivitas-aktivitas usaha, mengelola informasi menjadi laporan keuangan dan mengkomunikasikan hasilnya pada pengambil keputusan”.

Lebih terinci Jusup (1999:4-5) berpendapat akuntansi diperlukan untuk :

1. Membuat perencanaan yang efektif, pengawasan dan pengambilan keputusan oleh manajemen.
2. Pertanggungjawaban organisasi kepada para investor, kreditur, badan pemerintah, dan sebagainya.
3. Mengidentifikasi data mana yang berkaitan atau relevan dengan keputusan yang akan diambil.
4. Memproses atau menganalisis data yang relevan.
5. Mengubah data menjadi informasi yang dapat digunakan untuk pengambilan keputusan.

Sedangkan tujuan akuntansi menurut Soemarso (1999:5) adalah “menyajikan informasi ekonomi (*economic information*) dari suatu kesatuan ekonomi (*economic entry*) kepada pihak-pihak yang berkepentingan, yang dimaksud kesatuan ekonomi adalah badan usaha (*Bussiness Enterprise*)”. Sependapat dengan Soemarso, Niswonger (1999:9) merumuskan “tujuan akuntansi adalah mencatat, mengikhtisarkan, melaporkan dan menginterpretasikan data ekonomi untuk digunakan oleh banyak kelompok di dalam sistem ekonomi dan sosial kita”.

Dengan demikian, tujuan dari akuntansi ialah sebagai alat yang mampu mengubah data-data ekonomi untuk dijadikan pengambilan keputusan suatu perusahaan dengan memperhatikan kelompok-kelompok atau pihak-pihak yang berkepentingan.

2.2 Laporan Keuangan

2.2.1 Pengertian Laporan Keuangan

Untuk mengetahui perkembangan suatu perusahaan, maka sangatlah perlu bagi kita untuk mengetahui kondisi keuangan perusahaan, dan kondisi keuangan perusahaan dapat diketahui dari laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan. Posisi keuangan suatu perusahaan serta hasil-hasil yang telah dicapai oleh perusahaan tersebut perlu adanya laporan keuangan dari perusahaan yang bersangkutan. Myer (dalam Munawir, 2001:5) mengatakan bahwa yang dimaksud dengan laporan keuangan adalah :

“Dua daftar yang disusun oleh akuntan pada akhir periode untuk suatu perusahaan. Kedua daftar itu adalah daftar neraca atau daftar posisi keuangan dan daftar pendapatan atau daftar rugi laba. Pada waktu akhir-akhir ini sudah menjadi kebiasaan bagi perseroan-perseroan untuk menambahkan daftar ketiga yaitu daftar surplus atau daftar laba yang tak dibagikan (laba yang ditahan)”.

Sedangkan menurut Baridwan (2004:17) laporan keuangan ialah :

“ Laporan keuangan merupakan ringkasan dari suatu proses pencatatan, merupakan suatu ringkasan dari transaksi-transaksi keuangan yang terjadi selama tahun buku yang bersangkutan. Laporan keuangan ini dibuat oleh manajemen dengan tujuan untuk mempertanggungjawabkan tugas-tugas yang dibebankan kepadanya oleh para pemilik perusahaan. Di samping itu laporan keuangan dapat juga digunakan untuk memenuhi tujuan-tujuan lain yaitu sebagai laporan kepada pihak-pihak di luar perusahaan”.

Weiss (Tanpa Tahun:17) mendefinisikan mengenai laporan keuangan yang lebih spesifik, yaitu :

“Laporan keuangan menyatakan ; apa saja yang dimiliki perusahaan dan apa saja utang perusahaan, bagaimana perusahaan mendapatkan dalam bentuk apa uang dimiliki dan bagaimana itu berubah menjadi pinjaman, perubahan apa yang terjadi pada kepemilikan dan pinjamannya dan bagaimana perusahaan merencanakan perubahan posisi kepemilikan dan pinjamannya”.

Dari definisi Myer, Baridwan, dan Weiss dapat diketahui bahwa laporan keuangan merupakan hasil atau *out put* proses akuntansi yang berupa laporan formal tentang informasi keuangan perusahaan pada periode tertentu.

Laporan keuangan yang dibuat berdasarkan prinsip akuntansi yang lazim, mencerminkan efek keputusan yang dibuat manajemen pada masa lalu maupun sekarang. Namun hal itu mengandung kemenduaan (*ambiguity*) yang besar. Laporan keuangan didasarkan pada prinsip akuntansi keuangan yang berusaha mencatat secara konsisten dan wajar setiap transaksi bisnis yang menggunakan prinsip biaya historis pada waktu transaksi terjadi dan prinsip penandingan pendapatan dengan biaya melalui akrual dan alokasi. Prinsip-prinsip ini karena sifat dasarnya membuat laporan keuangan terbuka untuk beberapa interpretasi, khususnya dari segi dampak ekonomi

2.2.2 Jenis Laporan Keuangan

Menurut Horngren (1997:22) laporan keuangan yang utama ialah :

- 1). Neraca,
- 2). Laporan Laba Rugi,
- 3). Laporan Ekuitas Pemilik, dan
- 4). Laporan Arus Kas.

PSAK (Pernyataan Standart Akuntansi Keuangan) No. 1 (Revisi 1998) tentang penyajian laporan keuangan (dalam Baridwan, 2004:18) menyatakan bahwa laporan keuangan lengkap terdiri dari komponen-komponen sebagai berikut :

- a) Neraca
- b) Laporan Laba Rugi
- c) Laporan Perubahan Ekuitas
- d) Laporan Arus Kas
- e) Catatan atas Laporan Keuangan

Berdasarkan pernyataan Horngren dan Baridwan diatas maka jenis laporan keuangan terdiri dari : a). Neraca, b). Laporan Laba Rugi, c). Laporan Perubahan Modal, dan d). Laporan Arus Kas.

a. Neraca

Jenis laporan keuangan yang berupa neraca menunjukkan potret posisi keuangan suatu perusahaan pada suatu saat tertentu. Dengan mengadakan analisis terhadap pos-pos neraca akan dapat diketahui atau akan diperoleh gambaran tentang posisi keuangan suatu perusahaan. Definisi neraca menurut Helfert (1991:10) bahwa "neraca pada tanggal tertentu menggambarkan kategori dan jumlah aktiva yang digunakan oleh perusahaan (yakni, dana yang digunakan) dan pemenuhan kewajiban kepada pemberi pinjaman dan pemilik (yakni, dana yang diperoleh)".

Sedangkan Munawir (2001:13) berpendapat bahwa "neraca adalah laporan yang sistematis tentang aktiva, hutang serta modal dari suatu perusahaan pada suatu saat tertentu".

Baridwan (2004:18) mendefinisikan neraca lebih lengkap, yaitu sebagai berikut:

"Neraca adalah laporan yang menunjukkan keadaan keuangan suatu unit usaha pada tanggal tertentu. Keadaan keuangan ini ditunjukkan dengan jumlah harta yang dimiliki yang disebut aktiva dan jumlah kewajiban perusahaan yang disebut pasiva, atau dengan kata lain, aktiva adalah investasi di dalam perusahaan dan pasiva merupakan sumber-sumber yang digunakan untuk investasi tersebut".

Sedangkan menurut Hanafi dan Halim (2003:50) “neraca adalah suatu laporan keuangan yang meringkas posisi keuangan suatu perusahaan pada tanggal tertentu. Neraca menampilkan sumber daya ekonomis (*asset*), kewajiban ekonomi (hutang), modal saham dan hubungan antar intern tersebut”.

Dari beberapa definisi neraca di atas dapat diambil kesimpulan bahwa neraca merupakan laporan yang menunjukkan posisi keuangan dalam suatu daftar yang menggambarkan aktiva (harta dan kekayaan), kewajiban dan modal yang dimiliki oleh suatu perusahaan pada periode tertentu.

b. Laporan Laba Rugi

Tujuan utama perusahaan adalah mendapatkan laba. Laporan laba rugi disusun dengan maksud untuk menggambarkan hasil operasi perusahaan dalam suatu periode waktu tertentu. Dengan kata lain, laporan laba rugi menggambarkan keberhasilan atau kegagalan operasi perusahaan dalam upaya mencapai tujuannya.

Munawir (2001:29) mendefinisikan “laporan laba rugi ialah suatu laporan yang sistematis tentang penghasilan, biaya, rugi-laba yang diperoleh oleh suatu perusahaan selama periode tertentu”.

Baridwan (2004:26) lebih jauh dalam menjelaskan konsep laporan laba rugi, sebagai berikut :

“Laporan laba rugi adalah suatu laporan yang menunjukkan pendapatan-pendapatan dan biaya-biaya dari suatu unit usaha untuk suatu periode tertentu. Selisih antara pendapatan-pendapatan dan biaya merupakan laba yang diperoleh atau rugi yang diderita oleh perusahaan. Laporan laba rugi yang kadang-kadang disebut laporan penghasilan atau pendapatan dan biaya merupakan laporan yang menunjukkan kemajuan keuangan perusahaan”.

Berdasarkan pendapat Munawir dan Baridwan dapat dijelaskan bahwa laporan laba rugi menunjukkan bagaimana perusahaan mendapatkan semua yang ditunjukkan dalam neraca. Laporan ini menunjukkan pendapatan dari penjualan dan sumber-sumber yang lain serta biaya yang timbul untuk menghasilkan pendapatan

tersebut. Hasil akhir dari laporan laba rugi biasa kita sebut dengan laba (*gain*) atau rugi (*lose*).

c. Laporan Perubahan Modal

Hasil operasi perusahaan yang berupa laba atau rugi akan berpengaruh terhadap modal pemilik. Apabila perusahaan memperoleh laba, maka laba tersebut akan menambah modal pemilik. Sebaliknya jika perusahaan menderita rugi, maka modal pemilik menjadi berkurang. Modal pemilik dapat juga berubah karena adanya tambahan investasi yang dilakukan oleh si pemilik, atau karena pemilik mengambil harta perusahaan untuk keperluan pribadi.

PSAK No. 1 (Revisi 1998) tentang penyajian laporan keuangan (dalam Baridwan, 2004:18) mendefinisikan laporan perubahan modal merupakan "laporan yang menunjukkan sebab-sebab perubahan ekuitas dari jumlah pada awal periode menjadi jumlah ekuitas pada akhir periode".

Sedangkan Horngren (1997:22) mendefinisikan laporan perubahan modal sebagai "laporan yang menyajikan iktisar perubahan yang terjadi dalam ekuitas pemilik pada suatu ekuitas untuk suatu jangka waktu tertentu, misalnya satu bulan atau satu tahun".

Dari definisi menurut Horngren dan PSAK No. 1 tersebut dapat disimpulkan bahwa laporan perubahan modal ini menunjukkan perubahan yang terjadi atas posisi keuangan suatu perusahaan selama periode tertentu. Dari laporan ini dapat dinilai kebijakan yang telah dijalankan manajemen dalam bidang keuangan. Menurut Tunggal (2000:110) :

"Laporan perubahan posisi keuangan memberikan iktisar tentang hasil aktivitas keuangan suatu perusahaan selama suatu tahun dan mengemukakan sebab-sebab terjadinya perubahan dalam posisi keuangan. Laporan ini memberikan gambaran tentang kebijakan keuangan perusahaan. Laporan itu berguna bagi pimpinan perusahaan sebagai alat yang penting dalam mengendalikan modal kerja dan dalam menggunakannya di kemudian hari".

d. Laporan Arus Kas

Baridwan (2004:40) menjelaskan bahwa :

“Standar Akuntansi Keuangan (SAK) mewajibkan perusahaan untuk menyusun laporan arus kas dan menjadikan laporan tersebut sebagai bagian yang tak terpisahkan (*integral*) dari laporan keuangan untuk setiap periode penyajian laporan keuangan. Arus kas adalah arus masuk dan arus keluar kas dan setara kas. Kas meliputi uang tunai (*cash on hand*) dan rekening giro, sedang setara kas (*cash equivalent*) adalah investasi yang sifatnya sangat likuid, berjangka pendek dan yang dengan cepat dapat dijadikan kas dalam jumlah tertentu tanpa menghadapi resiko perubahan nilai yang signifikan”.

Sedangkan Weiss (Tanpa Tahun:97) mendefinisikan arus kas sebagai “suatu laporan arus kas masuk dan arus kas keluar yang meliputi kegiatan keuangan dan investasi lain. Laporan arus kas dapat digunakan sebagai barometer kekuatan keuangan perusahaan”.

Jadi laporan arus kas merupakan laporan yang menggambarkan jumlah kas masuk (penerimaan kas) dan jumlah kas keluar (pembayaran atau pengeluaran kas) dalam suatu periode tertentu.

Hanafi dan Halim (2003:59) menyatakan bahwa terdapat dua tujuan laporan aliran kas, yaitu sebagai berikut :

“Tujuan pokok laporan aliran kas adalah untuk memberikan informasi mengenai penerimaan dan pembayaran kas perusahaan selama periode tertentu. Tujuan kedua laporan aliran kas adalah untuk memberikan informasi mengenai efek kas dari kegiatan investasi, pendanaan dan operasi perusahaan selama periode tertentu”.

2.2.3 Tujuan Laporan Keuangan

Menurut Prinsip Akuntansi Indonesia tahun 1984 (dalam Harahap, 1994:17) menyatakan bahwa tujuan laporan keuangan ialah sebagai berikut :

1. Untuk memberikan informasi keuangan yang dapat dipercaya mengenai aktiva dan kewajiban serta modal suatu perusahaan.
2. Untuk memberikan informasi yang dapat dipercaya mengenai perubahan dalam aktiva neto (aktiva dikurangi kewajiban) suatu perusahaan yang timbul dari kegiatan usaha dalam rangka memperoleh laba.

3. Untuk memberikan informasi keuangan yang membantu para pemakai laporan didalam menaksir potensi perusahaan dalam menghasilkan laba.
4. Untuk memberikan informasi penting lainnya mengenai perubahan dalam aktiva dan kewajiban suatu perusahaan, seperti informasi mengenai aktivitas pembiayaan dan investasi.
5. Untuk mengungkapkan sejauh mungkin informasi lain yang berhubungan dengan laporan keuangan yang relevan untuk kebutuhan pemakai laporan, seperti informasi mengenai kebijakan akuntansi yang dianut perusahaan.

APB (Accounting Principle Board) statement No. 4 (AICPA) (dalam Harahap, 1994:17) menggambarkan tujuan laporan keuangan dengan membagi dua, yakni :

- a. Tujuan umum
Menyajikan laporan posisi keuangan, hasil usaha dan perubahan posisi keuangan secara wajar sesuai prinsip akuntansi yang diterima.
- b. Tujuan khusus
Memberikan informasi tentang kekayaan, kewajiban, kekayaan bersih, proyeksi laba, perubahan kekayaan dan kewajiban, serta informasi lainnya yang relevan.

Dengan demikian, tujuan dari laporan keuangan adalah untuk memberikan informasi secara lebih rinci atas hasil interpretasi mengenai kinerja yang dicapai serta situasi dan keadaan keuangan perusahaan selama periode tertentu.

2.3 Analisis

Hasil performa kinerja perusahaan pada periode tertentu dapat dinilai dengan menggunakan teknik analisis. Selain itu analisis juga dipergunakan untuk membuat suatu keputusan mengenai rencana-rencana perusahaan, investasi, pencarian sumber-sumber dana operasi perusahaan, dan lain-lain.

Ada berbagai macam teknik analisis yang digunakan perusahaan berdasarkan bidang fungsional pada perusahaan tersebut. Namun dari berbagai jenis teknik analisa tersebut mempunyai tujuan yang sama yaitu untuk membuat suatu keputusan yang berkaitan dengan perusahaan dan untuk menilai performa perusahaan.

Tunggal (2000:22) menyatakan bahwa "analisis merupakan suatu proses untuk membuat dan memecahkan dan sekaligus menjawab masalah-masalah yang timbul dalam suatu organisasi perusahaan maupun organisasi yang tidak bertujuan untuk memperoleh laba"

Sedangkan menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia (1996:37) "analisis ialah penyelidikan terhadap suatu peristiwa (karangan, perbuatan, dsb) untuk mengetahui keadaan yang sebenarnya (sebab musabab, duduk perkaranya, dsb)".

Dari pernyataan menurut Tunggal dan Kamus Besar Bahasa Indonesia diatas, dapat disimpulkan bahwa analisis merupakan suatu proses penyelidikan terhadap suatu peristiwa yang bertujuan untuk mengetahui keadaan yang sesungguhnya dan membantu memecahkan serta menjawab masalah-masalah yang timbul dalam suatu organisasi atau perusahaan.

2.4 Kinerja Keuangan

Penilaian merupakan suatu hal yang penting dalam proses perencanaan, pengendalian dan transaksional seperti merger, akuisisi dan emisi saham (Mirza,1997). Demikian halnya dengan divestasi, proses divestasi yang dilakukan suatu perusahaan akan membawa penilaian baru tentang perusahaan tersebut. Penilaian tersebut dapat berupa penilaian kinerja keuangan perusahaan. Sementara itu Helfert (1997:67) mendefinisikan "kinerja keuangan sebagai hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen". Sehingga dengan adanya proses divestasi suatu perusahaan maka unit-unit bisnis yang tidak produktif akan dapat dilakukan perbaikan.

Penilaian kinerja keuangan perusahaan didasarkan pada prinsip efisiensi di perusahaan yang bersangkutan. Efisiensi merupakan bentuk penggunaan sumber daya-sumber daya perusahaan yang tepat guna dengan menggunakan pembiayaan yang seminimal mungkin. Penilaian kinerja keuangan yang baik akan mempengaruhi prestasi perusahaan. Prestasi perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam

mengelola kekayaan yang dimiliki dari sumber dana tertentu untuk menghasilkan keuntungan.

Prestasi perusahaan yang dicapai saat ini dapat dilihat dari analisis kinerja keuangan. Jika proses divestasi menghasilkan analisis kinerja keuangan yang baik maka prestasi perusahaan akan semakin meningkat, dan jika analisis kinerja keuangan perusahaan tersebut buruk maka prestasi perusahaan akan menurun. Menurut Riyanto (1995:165) menjelaskan bahwa “analisis kinerja keuangan merupakan penelaahan pada saat tertentu yang merupakan dampak dari keputusan manajemen masa lalu. Analisis laporan keuangan melibatkan penilaian terhadap keuangan di masa lalu, sekarang dan masa yang akan datang”.

Analisis kinerja keuangan merupakan hal yang sangat penting bagi perusahaan, pemilik modal maupun kreditur. Higgins (2000:5) mengemukakan pendapatnya mengenai pentingnya analisis keuangan, yaitu sebagai berikut :

“The skills of financial analysis are important to a wide range of people, including investors, creditors, and regulators. But now here are they more important than within the company. Regardless of functional specialty or company size, managers who passes the skills are able to diagnose they firm’s ill, prescribe useful remedies, and anticipate the financial cosequences of their action”.

Dari pendapat menurut Higgins diatas dapat disimpulkan bahwa “kemampuan dalam menganalisis keuangan ialah penting bagi sebagian besar orang, termasuk pemilik modal, kreditur, dan pengelola perusahaan. Tetapi sekarang, hal itu menjadi lebih penting di dalam suatu perusahaan. Bagaimanapun pentingnya fungsi perusahaan atau besarnya perusahaan, manajer akan menilai kemampuan perusahaannya dengan analisis keuangan untuk mendiagnosa kesehatan perusahaan, jika perusahaan berada pada kondisi keuangan yang buruk maka akan dilakukan perbaikan-perbaikan, dan akan dilakukan antisipasi terhadap berbagai kebijakan keuangan yang membahayakan”.

2.4.1 Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan

Pengukuran kinerja keuangan perusahaan dapat menggunakan analisis rasio keuangan. Sartono (2000:61) menjelaskan bahwa "analisis rasio keuangan merupakan dasar untuk menilai dan menganalisis prestasi operasi perusahaan. Di samping itu, analisis rasio keuangan juga dapat dipergunakan sebagai kerangka kerja perencanaan dan pengendalian keuangan".

Sartono (2000:62-65) mengelompokkan analisis rasio keuangan kedalam empat kelompok rasio yaitu :

- A. Rasio Likuiditas, mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka pendek tepat pada waktunya.
 1. *Current Ratio*, adalah rasio aktiva lancar dibagi dengan hutang lancar.
 2. *Quick Ratio (Acid Test Ratio)*, adalah rasio antara aktiva lancar dikurangi persediaan dengan hutang lancar.
- B. Rasio Leverage yang mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan hutang.
 1. *Debt to Total Assets Ratio*, mengukur presentase total dana yang dipenuhi atau dibiayai dengan hutang.
 2. *Time Interest Earned Ratio*, adalah rasio antara laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan beban bunga yang mengukur seberapa besar keuntungan dapat berkurang (turun) tanpa mengakibatkan adanya kesulitan keuangan karena perusahaan tidak mampu membayar bunga.
 3. *Fixed Charge Coverage*, adalah rasio antara laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) ditambah pembayaran sewa dengan beban bunga dan pembayaran sewa.
 4. *Cash Flow Coverage*, adalah rasio antara aliran kas masuk dengan beban tetap setelah ditambah dengan deviden saham preferen dan pembayaran angsuran hutang atas dasar sebelum pajak.
- C. Rasio Aktivitas, mengukur sejauh mana efektivitas perusahaan dalam menggunakan sumberdayanya.
 1. *Perputaran Persediaan*, adalah rasio antara harga pokok penjualan atau penjualan dengan rata-rata persediaan yang mengukur efisiensi penggunaan persediaan.
 2. *Rata-rata Periode Pengumpulan Piutang (Average Collection Period)*, adalah rasio antara piutang dengan penjualan perhari.
 3. *Perputaran Aktiva Tetap (Fixed Assets Turnover)* adalah rasio antara penjualan dengan aktiva tetap yang mengukur efisiensi penggunaan aktiva tetap atau perputaran aktiva tetap.

4. Perputaran Total Aktiva (*Total Assets Turnover*), adalah rasio antara penjualan dengan total aktiva yang mengukur efisiensi penggunaan aktiva secara keseluruhan.
- D. Rasio Profitabilitas (*Profitability Ratio*). Rasio ini mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi.
1. *Gross Profit Margin*, adalah rasio antara penjualan dikurang dengan harga pokok penjualan (laba kotor) dengan penjualan.
 2. *Net Profit Margin*, adalah rasio antara (EAT) laba setelah pajak dengan penjualan, yang mengukur laba bersih (EAT) yang dihasilkan dari setiap rupiah penjualan.
 3. *Return On Investment (ROI)* atau *Return On Total Assets*, adalah rasio antara laba setelah pajak (EAT) dengan total aktiva.
 4. *Rasio On Net Worth (Return on Stockholders)*, adalah rasio antara laba setelah pajak dengan *net worth* atau modal sendiri, yang menunjukkan besarnya laba yang tersedia bagi pemegang saham.

Sedangkan Helfert (dalam Pradhono, 2004) mengemukakan pengukuran kinerja perusahaan dapat dikelompokkan dalam tiga kategori, yaitu :

- 1) *Earnings Measures*, yang mendasarkan kinerja pada *accounting profit*. Termasuk dalam kategori ini adalah *earnings per share (EPS)*, *return on investment (ROI)*, *return on net assets (RONA)*, *return on capital employed (ROCE)* dan *return on equity (ROE)*.
- 2) *Cash Flow Measures*, yang mendasarkan kinerja pada arus kas operasi (*operating cash flow*). Termasuk dalam kategori ini adalah *free cash flow*, *cash flow return on gross investment (ROGI)*, *cash flow return on investment (CFROI)*, *total shareholder return (TSR)* dan *total business return (TBR)*.
- 3) *Value Measures*, yang mendasarkan kinerja pada nilai (*value based management*). Termasuk dalam kategori ini adalah *economic value added (EVA)*, *market value added (MVA)*, *cash value added (CVA)* dan *shareholder value (SHV)*.

Pada penelitian ini, jenis pengukuran kinerja keuangan perusahaan menggunakan pendekatan ROI dan EVA. Sebab ROI merupakan teknik analisa keuangan tradisional yang bersifat menyeluruh (komprehensif) untuk menjelaskan *accounting profit* perusahaan. Sedangkan EVA merupakan ukuran kinerja keuangan modern yang paling baik untuk menjelaskan *economic profit* perusahaan jika dibandingkan dengan ukuran yang lain. Selain itu EVA juga merupakan ukuran

kinerja yang berkaitan langsung dengan kemakmuran pemegang saham sepanjang waktu.

2.5 Return On Investment (ROI)

Analisis *Return On Investment* (ROI) dalam analisa keuangan mempunyai arti yang sangat penting sebagai salah satu teknik analisa keuangan yang bersifat menyeluruh. Menurut Sartono (2000:65) *Return On Investment* (ROI) atau *Return On Total Assets* adalah :

“Rasio antara laba setelah pajak (EAT) dengan total aktiva. Rasio ini mengukur tingkat keuntungan yang dihasilkan dari investasi total. Rasio yang lebih rendah dapat disebabkan karena *net profit margin* yang rendah atau karena perputaran total aktiva yang rendah atau keduanya.”

Munawir (2001:89) berpendapat bahwa besarnya ROI dipengaruhi oleh dua faktor yaitu :

1. *Turnover* dari *operating assets* (tingkat perputaran aktiva yang digunakan untuk operasi).
2. *Profit margin*, yaitu besarnya keuntungan operasi yang dinyatakan dalam prosentase dan jumlah penjualan bersih. *Profit margin* ini mengukur tingkat keuntungan yang dapat dicapai oleh perusahaan dihubungkan dengan penjualannya.

Besarnya ROI dapat diketahui dengan menggunakan pendekatan Dupont. Martono dan Harjito (2002:60) menyatakan bahwa “Dupont menganalisis *Return On Investment* (ROI) dengan mengalikan antara *Net Profit Margin* (NPM) dengan *Total Asset Turnover* (TATO)”. Dengan demikian $ROI = NPM \times TATO$. Skema Dupont dapat dilihat sebagai berikut :

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{EAT}{\text{Penjualan Bersih}}$$

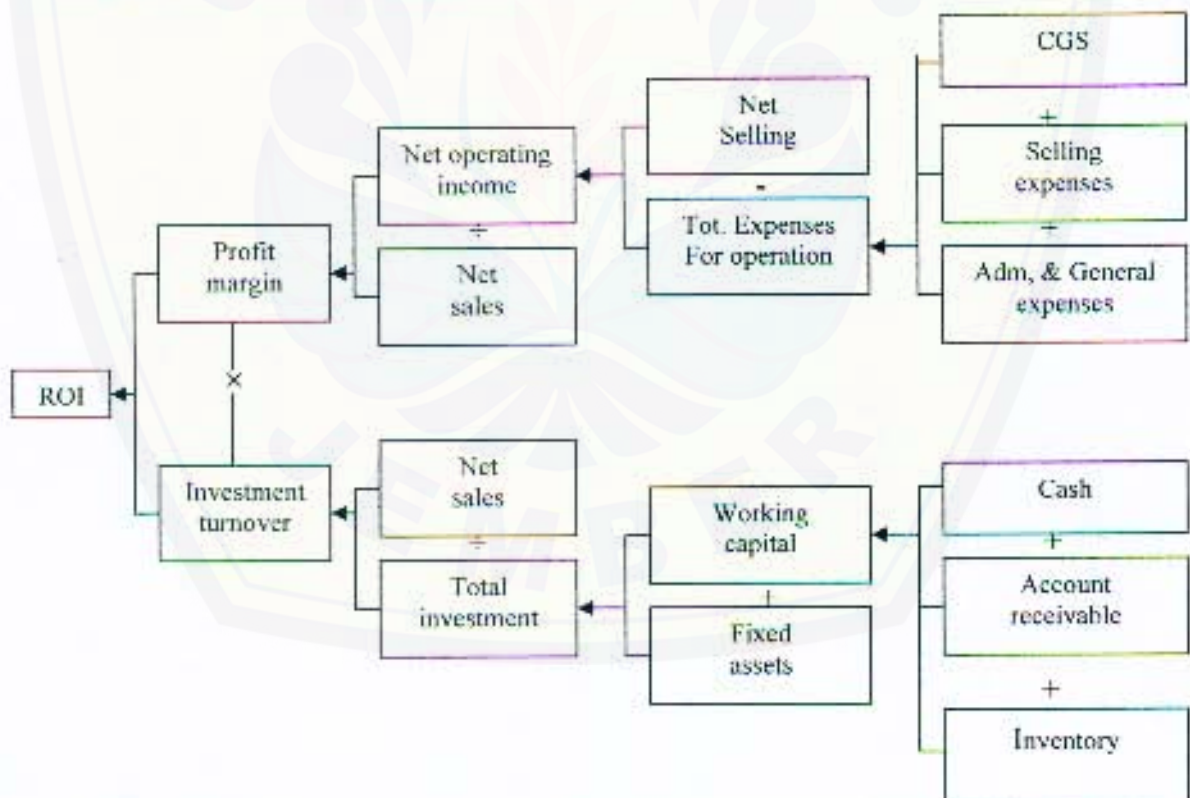
$$\text{Perputaran Aktiva} = \frac{\text{Penjualan Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

$$\text{ROI} = \frac{EAT}{\text{Total Aktiva}}$$

Gambar 2.1 :Skema Analisis Dupont

Sumber : Martono dan Harjito (2002:60)

Hubungan antara berbagai faktor yang mempengaruhi besarnya ROI dapat dilihat pada skema berikut (Munawir, 2001:90) :



Gambar 2.2: Hubungan berbagai faktor yang mempengaruhi besarnya ROI

Sumber : Munawir (2001:90)

Return On Investment (ROI) sebagai analisis rasio keuangan suatu perusahaan mempunyai kegunaan dan kelemahan dalam penerapannya. Munawir (2001:91) menjelaskan kegunaan dari analisis ROI sebagai berikut :

- a. Sebagai salah satu kegunaan yang prinsipil ialah sifatnya yang menyeluruh. Apabila perusahaan sudah menjalankan praktek akuntansi yang baik maka manajemen dengan menggunakan teknik analisa ROI dapat mengukur efisiensi penggunaan modal yang bekerja, efisiensi produksi dan efisiensi bagian penjualan.
- b. Apabila perusahaan mempunyai data industri sehingga dapat diperoleh rasio industri, maka dengan analisis ROI ini dapat dibandingkan efisiensi penggunaan modal pada perusahaannya dengan perusahaan lain yang sejenis, sehingga dapat diketahui apakah perusahaannya berada di bawah, sama atau diatas rata-rata.
- c. Analisa ROI-pun dapat digunakan untuk mebgukur efisiensi tindakan-tindakan yang dilakukan oleh divisi atau bagian, yaitu dengan mengalokasikan semua biaya dan modal kedalam bagian yang bersangkutan.
- d. Analisa ROI juga dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas dari masing-masing produk yang dihasilkan oleh perusahaan.
- e. Selain berguna untuk keperluan kontrol, juga berguna untuk keperluan perencanaan. Misalnya ROI dapat digunakan sebagai dasar untuk pengambilan keputusan kalau perusahaan akan mengadakan ekspansi.

Disamping kegunaan dari analisa ROI, Munawir (2001,92) juga menyatakan kelemahan-kelemahan yang ada pada ROI, yaitu :

- a. Salah satu kelemahan yang prinsipil adalah kesukarannya dalam membandingkan *rate of return* suatu perusahaan dengan perusahaan lain yang sejenis, mengingat bahwa kadang-kadang praktek akuntansi yang digunakan oleh masing-masing perusahaan tersebut adalah berbeda-beda.
- b. Kelemahan lain dari teknik analisa ini adalah terletak pada adanya faktor fluktuasi nilai dari uang (daya belinya).
- c. Dengan menggunakan analisa *rate of return* atau *return on investment* saja tidak akan dapat digunakan untuk mengadakan perbandingan antara dua perusahaan atau lebih dengan mendapatkan kesimpulan yang memuaskan.

2.6 *Economic Value Added* (EVA)

Menurut Helfert (1997:289) *Economic Value Added* (EVA) atau Nilai Tambah Ekonomi merupakan :

"konsep yang berkaitan dengan kemampuan dasar suatu aktiva – atau suatu klaim – untuk memberikan aliran arus kas setelah pajak kepada pemilik

perusahaan. Arus kas ini dapat dihasilkan dari laba atau pembayaran kontrak, atau likuidasi sebagian atau seluruhnya pada suatu waktu di masa depan”.

Tunggal (2002:45) mendefinisikan *Economic Value Added* (EVA) ialah “suatu konsep serupa laba residual yang memiliki perbedaan dalam beberapa hal dengan laba residual”. Menurut Mirza (1997) konsep EVA dapat didefinisikan sebagai “keuntungan operasional setelah pajak dikurangi dengan biaya modal atau dengan kata lain EVA merupakan pengukuran pendapatan sisa (*residual income*) yang mengurangkan biaya modal terhadap laba operasi”. Dengan demikian rumus untuk perhitungan EVA menurut Stewart (dalam Fardiansyah, Januari 2006) ialah :

$$\text{EVA} = [\text{NOPAT} - (\text{CAPITAL} \times \text{COST OF CAPITAL})]$$

Keterangan :

NOPAT sama dengan Net Operating Profit After Taxes (laba usaha setelah pajak). **CAPITAL** (modal) sama dengan posisi awal tahun dari total aktiva dalam neraca perusahaan dikurangi utang yang tidak dibebani bunga (*non-interest bearing debt*). Dan, **COST OF CAPITAL** sama dengan biaya modal tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital* atau WACC), yaitu sama dengan [(biaya modal saham × proporsi saham terhadap total modal) + (biaya modal hutang × proporsi hutang terhadap total modal)].

EVA sebagai suatu konsep untuk menilai kinerja keuangan, mempunyai beberapa kelebihan dan kelemahan dalam pengoperasiannya. Beberapa kelebihan yang ditonjolkan EVA dalam menilai kinerja keuangan perusahaan menurut Mirza (1997) yaitu sebagai berikut :

- EVA memfokuskan penilaian pada nilai tambah dengan memperhitungkan beban biaya modal sebagai konsekuensi investasi.
- Perhitungan EVA dapat digunakan secara mandiri tanpa memerlukan data pembandingan seperti standar industri atau data perusahaan lain sebagai konsep penilaian dengan menggunakan analisis rasio.
- Konsep EVA adalah alat pengukur karyawan perusahaan yang meliputi segi ekonomis dalam pengukurannya yaitu dengan memperhatikan harapan para penyandang dana secara adil, dimana derajat keadilan dinyatakan dengan ukuran tertimbang dari struktur modal yang ada dan pedoman pada nilai pasar dan bukan pada nilai buku.
- Konsep EVA dapat digunakan sebagai dasar penilaian pemberian bonus kepada karyawan terutama pada divisi yang memberikan EVA lebih, pada perusahaan

yang mempunyai struktur terdiri dari beberapa divisi suatu *profit center*, sehingga dapat dikatakan bahwa EVA merupakan tolok ukur yang tepat untuk menjalankan *stakeholders satisfaction concepts* yaitu memperhatikan karyawan, pelanggan dan pemodal.

- e. Pengaplikasian EVA yang mudah menunjukkan bahwa konsep tersebut merupakan ukuran yang praktis, mudah dihitung dan mudah digunakan. Sehingga merupakan salah satu bahan pertimbangan dalam mempercepat pengambilan keputusan bisnis.
- f. Meskipun konsep EVA berorientasi pada kinerja operasional, akan tetapi sangat berpengaruh untuk dipertimbangkan dalam penentuan arah strategi perkembangan portofolio perusahaan. Sebagai contoh bila suatu unit usaha mempunyai EVA yang negatif, kemungkinan sudah saatnya perusahaan induknya memutuskan untuk keluar dari bisnis tertentu.

Namun EVA sebagai ukuran kinerja perusahaan juga mempunyai beberapa keterbatasan atau kelemahan. Menurut Mirza (1997) kelemahan pada EVA tersebut yaitu:

- a. EVA hanya mengukur hasil akhir (*result*), konsep ini tidak mengukur aktivitas-aktivitas penentu seperti loyalitas dan tingkat retensi konsumen.
- b. EVA terlalu bertumpu pada keyakinan bahwa investor sangat mengandalkan pendekatan fundamental dalam mengkaji dan mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham tertentu, padahal faktor-faktor lain justru lebih dominan.
- c. Konsep ini sangat bergantung pada transparansi internal dalam perhitungan EVA secara akurat.

Sementara itu, Pradhono (2004) menambahkan beberapa keterbatasan EVA, antara lain :

- 1) Sebagai ukuran kinerja masa lampau EVA tidak mampu memprediksi dampak strategi yang kini diterapkan untuk masa depan perusahaan.
- 2) Sifat pengukurannya merupakan potret jangka pendek, sehingga manajemen cenderung enggan berinvestasi jangka panjang, karena bisa mengakibatkan penurunan nilai EVA dalam periode yang bersangkutan. Hal ini bisa mengakibatkan turunnya daya saing perusahaan di masa depan.
- 3) Tidak cocok diterapkan pada industri tertentu. Penggunaan EVA untuk mengevaluasi kinerja keuangan mungkin tidak tepat untuk beberapa perusahaan, misalkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi seperti pada sektor teknologi.
- 4) Memerlukan tambahan biaya. Penggunaan EVA mungkin akan meningkatkan *auditing fees* dan bisa menimbulkan *potential litigation costs*.

Walaupun pada dasarnya EVA merupakan ukuran kinerja keuangan yang paling baik, akan tetapi EVA juga mempunyai beberapa keterbatasan. Namun demikian EVA tetap bermanfaat sebagai penilai kinerja keuangan perusahaan. Menurut Siddharta (1997) manfaat EVA ialah sebagai berikut :

- a. Penilaian kinerja dengan menggunakan pendekatan EVA menyebabkan perhatian manajemen sesuai dengan keputusan pemegang saham.
- b. Dengan EVA para manajer akan berfikir dan bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimalkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.
- c. EVA membuat manajer memfokuskan perhatian pada kegiatan yang menciptakan nilai dan mengevaluasi kinerja berdasar kriteria maksimum nilai perusahaan.
- d. EVA dapat digunakan untuk mengidentifikasi kegiatan atau praktek yang memberikan pengembalian yang lebih tinggi daripada biaya modal.
- e. EVA akan menyebabkan perusahaan untuk lebih memperhatikan kebijakan struktur modal.

Penilaian kinerja keuangan dengan menggunakan EVA akan dapat memberikan hasil yang signifikan antara harapan pemilik modal dengan tujuan perusahaan. Hal ini dikarenakan di dalam perhitungan EVA menggunakan biaya modal tertimbang dari struktur modal yang telah disesuaikan.

2.6.1 Struktur Modal

Perusahaan di dalam setiap aktivitasnya membutuhkan pendanaan (modal). Modal perusahaan bisa di dapat dari modal sendiri dan hutang. Sumber modal sendiri berasal dari modal saham, laba ditahan dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih mengalami kekurangan maka perlu dipertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari hutang. Namun dalam pemenuhan kebutuhan dana, perusahaan harus mencari alternatif-alternatif pendanaan yang efisien. Pendanaan yang efisien akan terjadi bila perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal. Menurut Martono dan Harjito (2002:240) mengatakan bahwa "struktur modal adalah perbandingan atau imbangannya pendanaan jangka panjang

perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri”.

Sartono (2000:221) berpendapat bahwa “struktur modal (*capital*) ditunjukkan oleh perimbangan pembelanjaan jangka panjang yang permanen, yaitu perimbangan antara hutang jangka panjang dan saham preferen dengan modal sendiri di luar hutang jangka pendek”. Jadi struktur modal perusahaan hanya merupakan sebagian dari struktur pembiayaan atau pendanaan perusahaan.

Sedangkan struktur modal yang optimal menurut Martono dan Harjito (2002:240) dapat diartikan sebagai “struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan atau biaya rata-rata, sehingga akan memaksimalkan nilai perusahaan”.

Di dalam penggunaan struktur modal suatu perusahaan, ada beberapa faktor yang mempengaruhi. Husnan (1996:334) mengemukakan beberapa faktor yang mempengaruhi tersebut antara lain :

- 1) Lokasi distribusi keuntungan
Adalah seberapa besar nilai keuntungan perusahaan yang diharapkan (*expected value*) dari keuntungan yang diharapkan.
- 2) Stabilitas penjualan dan keuntungan
Semakin stabil keuntungan perusahaan semakin besar kemungkinan perusahaan memenuhi kewajiban tetapnya.
- 3) Resiko kebangkrutan
Praktek perusahaan dihadapkan pada tingkat bunga yang meningkat cepat setelah melewati tingkat *leverage* tertentu, sehingga memperbesar resiko kebangkrutan tersebut. Besar kecil resiko ini tergantung pada stabilitas distribusi keuntungan maupun likuiditas aktivasnya.
- 4) Kebijakan deviden
Banyak perusahaan menggunakan kebijakan deviden yang stabil yaitu membayarkan jumlah deviden dalam jumlah yang konstan. Implikasi dari kebijakan deviden akan langsung dirasakan oleh manajer keuangan, yaitu harus menyediakan dana untuk membayar jumlah deviden yang tetap. Dengan demikian, semakin tinggi *leverage*-nya semakin besar kemungkinan perusahaan tidak bisa membayar deviden dalam jumlah yang tetap.
- 5) Pengendalian
Keinginan untuk mempertahankan pengendalian yang cektif maka perusahaan disisi lain akan membawa pihak manajemen dalam penggunaan *debt ratio* yang besar daripada mengeluarkan tambahan saham baru.

Komposisi struktur modal yang digunakan perusahaan dapat dilihat secara langsung pada laporan keuangan dengan perhitungan sebagai berikut :

Hutang jangka panjang	xx
Modal saham	xx
Jumlah	xx
Komposisi hutang jangka panjang	xx %
Komposisi modal saham	xx %

2.7 Biaya Modal

Perusahaan membutuhkan modal untuk mendanai aktivitas operasi. Modal yang didapat perusahaan terdiri dari modal sendiri dan modal asing. Modal sendiri merupakan modal yang berasal dari pihak pemilik perusahaan maupun laba ditahan. Sedangkan modal asing merupakan modal yang didapat dari pihak luar perusahaan. Di dalam memenuhi modal yang dibutuhkan tersebut perusahaan dapat menjual surat-surat berharga berupa obligasi dan saham. Surat-surat berharga tersebut dijual kepada pihak investor yang menginginkannya. Bagi surat-surat berharga yang terjual, perusahaan akan memberikan *return* pada investor tersebut. *Return* yang diinginkan investor tersebut merupakan biaya modal bagi perusahaan. Biaya modal tersebut meliputi biaya bunga, biaya penurunan surat berharga dan biaya lain yang berkaitan dengan perolehan modal tersebut.

Martono dan Harjito (2002:201) mengemukakan bahwa "biaya modal (*cost of capital*) adalah biaya riil yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana baik yang berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan untuk mendanai suatu investasi atau operasi perusahaan".

Sedangkan menurut Horne dan Machowics (1998:432) menyatakan bahwa "*cost of capital is the required rate of return on the various types of financing*". Pernyataan menurut Horne dan Machowics diatas dapat dijelaskan bahwa biaya modal merupakan keuntungan yang diminta atas berbagai jenis pendanaan. Tingkat

keuntungan yang diminta dapat dilihat dari 2 pihak yaitu dari sisi investor dan perusahaan.

Biaya modal berfungsi sebagai ukuran untuk menentukan diterima atau ditolaknya suatu usulan investasi (sebagai *discount rate*), yaitu dengan membandingkan tingkat keuntungan (*rate of return*) dari usulan investasi tersebut dengan biaya modalnya (Martono dan Harjito, 2002:202).

Komponen biaya modal berdasarkan struktur modal bisa dibedakan atas biaya hutang (*cost of debt*) dan biaya modal sendiri atau ekuitas (*cost of equity*). Biaya hutang pada umumnya sama dengan tingkat bunga yang harus di bayar oleh perusahaan kepada kreditur. Formula untuk menghitung biaya hutang setelah pajak adalah :

$$k_d = k_a \times (1 - t)$$

Sumber : Pradhono (2004)

Ket : k_d = Biaya hutang setelah pajak

k_a = Tingkat bunga

t = Tingkat pajak

Biaya ekuitas bisa dihitung dengan menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM) atau model penetapan harga aktiva modal. Dengan menggunakan CAPM, biaya ekuitas akan dihitung dengan formula :

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Sumber : Weston dan Brigham (1994:110)

Ket : k_e = Tingkat pengembalian yang diharapkan investor

R_f = Tingkat suku bunga bebas resiko

R_m = Tingkat pengembalian yang diharapkan saham

β = Ukuran resiko saham perusahaan

Berdasarkan rumus diatas maka hal-hal yang perlu diamati ialah sebagai berikut:

- 1) β (koefisien beta saham perusahaan atau ukuran resiko saham perusahaan)

$$\beta = \frac{\sum xy - n(\text{rata-rata } x)(\text{rata-rata } y)}{\sum x^2 - n(\text{rata-rata } x)^2}$$

Sumber : Husnan (2000:184)

Ket : n = Banyaknya periode pengamatan

x = $R_m - R_f$

y = $R_i - R_f$

- 2) Tingkat keuntungan portofolio saham (indeks pasar: R_m)

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Sumber : Anthony (dalam Hidayat, 1997)

Ket : R_m = Tingkat keuntungan portofolio pasar

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t-1

- 3) Tingkat keuntungan suatu saham (R_i)

Merupakan pengembalian yang secara ekonomis dapat diperoleh investor berupa *capital gain* dan deviden.

$$R_i = \frac{IHSt - IHSt-1}{IHSt-1}$$

Sumber : Anthony (dalam Hidayat, 1997)

Ket : R_i = Tingkat keuntungan suatu saham

$IHSt$ = Indeks Harga Saham Individual pada periode t

$IHSt-1$ = Indeks Harga Saham Individual pada periode t-1

- 4) Pengembalian Bebas Resiko (R_f)

Merupakan tingkat pengembalian investasi pada risiko nol.

Rf = Tingkat Bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI)

Sumber : Anthony (dalam Hidayat, 1997)

Setelah menentukan nilai biaya hutang dan biaya ekuitas, maka biaya modal rata-rata tertimbang bisa dihitung dengan formula :

$$WACC = (k_e \times W_e) + [(k_d \times (1-t))] \times W_d$$

Sumber : Pradhono (2004)

Ket : WACC = Biaya modal rata-rata tertimbang

k_e = Biaya ekuitas

k_d = Biaya hutang

W_d = Persentase hutang dalam struktur modal

W_e = Persentase ekuitas dalam struktur modal

t = Tingkat pajak

2.8 Pengambilan Keputusan

Perusahaan sebagai salah satu bentuk organisasi memiliki tujuan jangka panjang, yaitu *growth, development, and survival* (tumbuh, berkembang, dan berkelanjutan). Agar tujuan perusahaan dapat terpenuhi maka terdapat beberapa strategi yang harus diterapkan oleh perusahaan, salah satu bentuk strategi perusahaan yang sangat penting yaitu strategi pengambilan keputusan. Keputusan menurut Siagian (1990:24) merupakan pilihan yang secara sadar dijatuhkan atas satu alternatif dari berbagai alternatif yang tersedia. Suatu keputusan dapat dikatakan keputusan yang baik apabila memenuhi empat persyaratan, yaitu rasional, logis, realistis, dan pragmetis (Siagian, 1990:1).

Siagian (1990:19) berpendapat mengenai pengambilan keputusan sebagai berikut :

“Pengambilan keputusan merupakan inti kepemimpinan karena pengambilan keputusan adalah kegiatan intelektual yang secara sadar dilakukan oleh seseorang sehingga lebih menjamin bahwa hal-hal yang

dihadapi oleh organisasi telah diperhitungkan sebelumnya dan dengan demikian terhindar dari berbagai jenis pendadakan.”

Sedangkan menurut Hunger dan Wheelen (2003:32) menyatakan bahwa :

“Pengambil keputusan strategis adalah orang-orang dalam perusahaan yang secara langsung terlibat dalam proses manajemen strategis, yaitu manajer strategis yang mengamati lingkungan internal dan eksternal, merumuskan dan mengimplementasikan tujuan, strategi dan kebijakan, dan mengevaluasi dan mengendalikan hasil-hasilnya.”

Hunger dan Wheelen (2003:53) menjelaskan tentang kerangka kerja pengambilan keputusan sebagai berikut :

1. Evaluasi hasil kinerja perusahaan saat ini dalam hal (a) tingkat pengembalian investasi, profitabilitas, dan sebagainya, dan (b) misi, tujuan, strategi, dan kebijakan saat ini.
2. Pemeriksaan dan evaluasi terhadap manajer strategis perusahaan, yaitu dewan komisaris dan manajemen puncak.
3. Pengamatan lingkungan eksternal untuk mencari faktor-faktor strategis yang merupakan kesempatan dan ancaman.
4. Pengamatan lingkungan internal perusahaan untuk menentukan faktor-faktor strategis yaitu kekuatan dan kelemahan.
5. Menganalisis faktor-faktor strategis (SWOT) untuk (a) menunjukkan dengan tepat masalah yang ada, dan (b) meninjau dan merevisi misi dan tujuan jika diperlukan.
6. Membuat, mengevaluasi, dan menyeleksi strategi alternatif terbaik berdasarkan analisis yang dilakukan pada langkah 5.
7. Mengimplementasi strategi yang dipilih dengan membuat program, anggaran dan prosedur.
8. Mengevaluasi strategi yang diimplementasi dengan menggunakan sistem umpan balik, dan mengendalikan berbagai aktifitas untuk memastikan penyimpangan minimal dari yang mereka rencanakan.

Berdasarkan pendapat menurut Siagian serta Hunger dan Wheelen, dapat disimpulkan bahwa pengambilan keputusan adalah suatu kegiatan intelektual yang dilakukan oleh pimpinan atau manajer dalam rangka menghadapi problema serta memecahkan masalah, yang dilakukan secara sadar agar perusahaan terhindar dari berbagai ancaman. Kegiatan pengambilan keputusan dalam suatu perusahaan dapat diwujudkan dengan pengambilan keputusan yang strategis, sehingga perusahaan

dapat terhindar dari berbagai ancaman maupun hambatan. Divesatsi yang dilakukan PT HM Sampoerna Tbk merupakan salah satu pengambilan keputusan strategis yang dilakukan manajemen untuk menjaga eksistensi perusahaan dalam jangka panjang.

2.9 Divestasi

Weston dan Brigham (1990:406) mendefinisikan divestasi merupakan “penjualan sbagian aktiva operasi perusahaan”. Sependapat dengan Weston dan Brigham, Hitt (2002:260) berpendapat bahwa “divestasi ialah pelepasan atau penjualan kepemilikan perusahaan”.

Sedangkan Koctin (1996:66) berpendapat bahwa “divestasi dapat juga diartikan menjual saham yang telah diterbitkan dan dimiliki oleh pemegang saham lama dan bukan berarti perusahaan menerbitkan saham baru”.

Dari definisi Hitt, Koctin, serta Weston dan Brigham diatas dapat disimpulkan bahwa divestasi adalah proses pelepasan suatu unit usaha atau aset perusahaan.

Ada empat jenis divestasi menurut Weston dan Brigham (1990:406) yaitu :

- 1) Penjualan suatu unit operasi kepada perusahaan lain.
- 2) Penjualan unit yang akan dilepaskan tersebut kepada manajer yang bersangkutan.
- 3) Pernisahan atas unit tertentu untuk dijadikan sebagai perseroan baru, dan kemudian membagikan saham-sahamnya secara pro rata (pari pasu) kepada pemegang saham perusahaan.
- 4) Likuidasi aktiva secara langsung kepada masyarakat.

Beberapa faktor yang memotivasi divestasi menurut Sudarsanam (1999:281) adalah sebagai berikut :

- a. Divisi atau cabang yang didivestasi mungkin mempunyai kinerja yang lebih buruk dibandingkan pesaing-pesaingnya dalam industri atau jika dibandingkan dengan bisnis-bisnis lain dalam portofolio perusahaan yang melakukan divestasi.
- b. Bagian yang didivestasi mungkin mempunyai kinerja yang cukup baik, tetapi tidak mempunyai posisi yang cukup bagus dalam industrinya untuk dapat memberikan keunggulan kompetitif jangka panjang.
- c. Fokus strategi dan prioritas perusahaan induk mungkin berubah dan bagian yang didivestasi tidak sesuai dengan strategi yang baru.

- d. Bagian yang didivestasi mungkin mengganggu sinergi karena menyerap sumber daya manajerial yang tidak proposional.
- e. Perusahaan induk mungkin terlalu diidentifikasi, sehingga menimbulkan kesulitan dalam memantau kinerja manajer divisi.
- f. Perusahaan induk mengalami tekanan finansial dan membutuhkan pencairan dana tunai untuk menyelesaikannya serta menghindarkan diri dari kemungkinan likuidasi.
- g. Perusahaan induk merasa bahwa bagian yang didivestasi akan memiliki nilai yang lebih tinggi di bursa saham jika berdiri sendiri, karena banyaknya informasi yang tersedia di pasar modal mengenai perusahaan yang didivestasi.

Berdasarkan penjelasan Sudarsanam diatas maka alasan yang sesuai dengan yang terjadi pada PT HM Sampoerna Tbk ialah pada point ke b, yaitu “Bagian yang didivestasi mungkin mempunyai kinerja yang cukup baik, tetapi tidak mempunyai posisi yang cukup bagus dalam industrinya untuk dapat memberikan keunggulan kompetitif jangka panjang”. Hal ini sesuai dengan alasan PT HM Sampoerna Tbk menjual sahamnya pada PT Phillip Morris Indonesia, yaitu karena regulasi pemerintah yang semakin mendesak perusahaan rokok di Indonesia, sebagaimana yang terlampir dalam lampiran 14.

2.10 Tinjauan Peneliti Terdahulu

Pada penulisan penelitian ini, tinjauan yang digunakan terhadap penelitian terdahulu sebagai bahan pemikiran ialah sebagai berikut :

- a. Penelitian Teguh Imam Arifianto (2002) dengan judul “Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pengumuman Divestasi Bank Central Asia (Event Study di Bursa Efek Jakarta). Hasil penelitian menunjukkan bahwa (i) perilaku harga saham maupun aktivitas perdagangan cenderung mengalami kenaikan pada beberapa hari sebelum peristiwa, (ii) tidak ada perbedaan yang signifikan pada rata-rata abnormal return sebelum dan sesudah peristiwa, serta (iii) tidak ada perbedaan yang signifikan pada rata-rata aktifitas perdagangan saham sebelum dan sesudah peristiwa. Persamaannya ialah jenis studi kasus yang digunakan, divestasi, serta membandingkan hasil antara sebelum dan sesudah peristiwa

divestasi. Sedangkan perbedaannya adalah pada penelitian Teguh Imam Arifianto menggunakan analisis *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* (TVA) dengan sampel 35 saham yang listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sedangkan penelitian ini menggunakan analisis *Return On Investment* (ROI) dan *Economic Value Added* (EVA) pada PT HM Sampoerna Tbk.

- b. Penelitian yang dilakukan oleh Nur Atika Oktafia (2002) yang berjudul “Nilai Tambah Ekonomi Perusahaan Setelah Akuisisi pada Emiten Kelompok Industri Manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta”. Persamaannya adalah pada topik penilaian kinerja keuangan perusahaan yang dibandingkan pada saat sebelum dan sesudah reorganisasi. Sedangkan letak perbedaannya adalah pada penelitian tersebut alat analisis kinerja keuangan yang digunakan hanyalah EVA, sedangkan pada penelitian ini alat analisis kinerja keuangan yang digunakan ialah ROI dan EVA. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa kinerja perusahaan setelah melakukan akuisisi mengalami kenaikan yang ditandai dengan nilai EVA yang rata-rata positif.
- c. Penelitian berikutnya adalah penelitian Irvany Ikhsan (2006) yang berjudul “Divestasi dan *Debt Factoring* Bppn, Kaitannya dengan *Good Corporate Governance*”. Hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa tidak ada pergerakan harga saham yang signifikan pada saat BPPN mengumumkan divestasi dan *debt factoring*. Persamaan penelitian diatas dengan penelitian ini adalah proses divestasi, yaitu penjualan atau pelepasan asset. Sedangkan perbedaannya terletak pada dampak dari divestasi tersebut. Penelitian diatas menguji dampak divestasi terhadap pergerakan harga saham, dengan sampel penelitian terdiri dari 54 perusahaan yang sahamnya didivestasi dan hutang-hutangnya dilaukan *debt factoring*. Sedangkan pada penelitian ini melihat dampak dari divestasi terhadap kinerja keuangan perusahaan, yang diukur dengan analisis *Return On Investment* (ROI) dan *Economic Value Added* (EVA).

BAB 3. METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Berdasarkan permasalahan dan tujuan yang telah dirumuskan, maka jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini ialah pendekatan kuantitatif. Pendekatan kuantitatif merupakan pendekatan yang didasarkan pada data yang dihitung untuk menghasilkan penafsiran yang kokoh (Umar, 2004 : 64). Pendekatan kuantitatif dalam penelitian ini dimaksudkan untuk pengolahan data laporan keuangan dengan menggunakan alat analisis ROI dan EVA. Dengan demikian didapat hasil yang signifikan mengenai kinerja keuangan perusahaan HM Sampoerna.

Sedangkan untuk menjelaskan kedudukan variabel yang diteliti, penelitian ini menggunakan gambaran secara deskriptif. Format deskriptif bertujuan untuk menggambarkan, meringkaskan berbagai kondisi, berbagai situasi atau berbagai variabel yang timbul di masyarakat yang menjadi objek penelitian itu (Bungin, 2001:48). Jenis permasalahan dalam penelitian ini ialah studi kasus. Menurut Bungin (2001:48) bahwa "format deskriptif studi kasus tidak memiliki ciri-ciri pemairan (menyebar di permukaan), tetapi memusatkan diri pada suatu unit tertentu dari berbagai variabel". Dengan demikian penelitian ini dapat amat mendalam dan memang kedalaman datalah yang menjadi pertimbangan pada penelitian jenis ini.

3.2 Jenis dan Sumber Data

Sumber data adalah salah satu yang paling penting dalam penelitian. Kesalahan dalam menggunakan atau memahami sumber data, maka data yang diperoleh juga akan meleset dari yang diharapkan. Sesuai dengan tema pada penelitian ini yaitu penilaian kinerja keuangan PT HM Sampoerna pada saat sebelum dan sesudah divestasi dengan menggunakan alat analisis EVA dan ROI maka jenis sumber data yang digunakan pada penelitian ini ialah data sekunder.

Data sekunder menurut Bungin (2001:128) ialah data yang diperoleh dari sumber kedua atau sumber sekunder. Data sekunder dikategorikan menjadi menjadi dua, yaitu :

- a. Internal data, yaitu tersedia tertulis pada sumber data sekunder. Jika pada perusahaan data ini dapat berupa faktur, laporan penjualan, pengiriman, *operating statement, general and departemental budgets*, laporan hasil riset yang lalu dan sebagainya.
- b. Eksternal data, yaitu data yang diperoleh dari sumber luar. Misalnya data yang diperoleh dari badan atau lembaga yang aktivitasnya mengumpulkan data atau keterangan yang relevan dengan atau dalam berbagai masalah.

3.3 Teknik Pengumpulan Data

3.3.1 Wawancara

Metode wawancara merupakan proses memperoleh keterangan untuk tujuan penelitian dengan cara tanya jawab sambil bertatap muka. Wawancara digunakan sebagai teknik pengumpulan data yang dilakukan dengan pegawai perpustakaan Bursa Efek Surabaya, bapak Rahman. Metode wawancara ini bertujuan untuk mengetahui tentang sejarah perusahaan, struktur organisasi perusahaan, kepemilikan saham PT HM Sampoerna Tbk pada saat sebelum dan sesudah divestasi, tingkat pertumbuhan harga saham PT HM Sampoerna Tbk tahun 2002 – 2005, tingkat pertumbuhan indeks harga saham gabungan tahun 2001 – 2002, dan tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI).

3.3.2 Dokumentasi

Metode dokumentasi merupakan metode yang digunakan untuk menelusuri data historis yang berkaitan dengan penelitian, seperti sejarah perusahaan, struktur organisasi perusahaan, laporan keuangan perusahaan, dan sebagainya.

3.4 Definisi Operasional Variabel

Berdasarkan teori dan konsep yang telah dikemukakan maka konsep yang dioperasionalkan untuk menilai kinerja keuangan PT HM Sampoerna sebelum dan sesudah divestasi adalah :

3.4.1 *Return On Investment (ROI)*

Return On Investment merupakan rasio profitabilitas yang mengukur tingkat pengembalian modal perusahaan atau investasi pemegang saham. Semakin tinggi tingkat pengembalian kepada investor maka semakin baik kinerja keuangan perusahaan. Untuk mendapatkan hasil pengukuran dari rasio ini, harus dilakukan perhitungan atas besarnya margin laba bersih dengan perputaran total aktiva. Dengan demikian didapat perhitungan *Return On Investment* dengan pendekatan Dupont, yaitu rasio yang membagi laba setelah pajak (EAT) dengan total aktiva.

3.4.2 *Biaya Hutang (cost of debt)*

Biaya hutang merupakan tingkat bunga yang harus dibayar oleh perusahaan kepada investor sebagai imbalan atas modal yang ditanamkan pada perusahaan. Biaya hutang disini merupakan hutang jangka panjang, yang meliputi saham dan obligasi. Biaya hutang yang dihitung ialah biaya hutang setelah pajak, yang dihitung dengan selisih antara biaya hutang sebelum pajak, dengan biaya hutang sebelum pajak yang dikalikan dengan tingkat pajak.

3.4.3 *Biaya Modal (cost of equity)*

Biaya hutang merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memperoleh dana dengan menjual saham untuk investasi. Biaya modal yang dimaksudkan disini ialah biaya modal saham biasa dan laba ditahan.

Biaya modal saham biasa atau biaya ekuitas dapat mengalami peningkatan secara eksternal, yaitu dengan menjual atau mengeluarkan saham biasa baru. Perhitungan biaya modal, dihitung dengan menggunakan pendekatan CAPM (*Capital*

Asset Pricing Model) atau model penetapan harga aktiva modal. Model CAPM ini dipengaruhi oleh 3 (tiga) faktor yaitu besarnya tingkat bunga bebas resiko, risiko sistematis yang ditunjukkan oleh koefisien beta (β) dan premium resiko pasar yang ditunjukkan oleh selisih antara *return* pasar dengan *return* saham.

3.4.4 Struktur Modal Perusahaan

Struktur modal perusahaan merupakan perbandingan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan dengan perbandingan komposisi hutang jangka panjang terhadap modal saham. Struktur modal ini dimaksudkan untuk mengetahui seberapa besar kegiatan perusahaan dibiayai oleh hutang jangka panjang maupun modal saham. Untuk mengetahui besarnya komposisi struktur modal ialah dengan menjumlahkan hutang jangka panjang dengan modal saham.

3.4.5 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital/WACC*)

Biaya modal rata-rata tertimbang dimaksudkan untuk menetapkan biaya modal dari perusahaan secara keseluruhan, sebab modal yang digunakan perusahaan berasal dari modal asing dan modal sendiri. Oleh karena itu, biaya modal yang diperhitungkan merupakan biaya modal dari seluruh jenis modal yang digunakan. Perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang dipengaruhi oleh biaya ekuitas, biaya hutang, persentase hutang dalam struktur modal, persentase ekuitas dalam struktur modal dan tingkat pajak.

3.4.6 *Economic Value Added* (EVA)

Economic Value Added (EVA) atau Nilai Tambah Ekonomi (NITAMI) merupakan konsep untuk menilai kinerja keuangan perusahaan dengan memperhatikan harapan para investor atau pemegang saham. Perhitungan EVA dipengaruhi oleh laba usaha setelah pajak, modal dan biaya modal rata-rata tertimbang. Hasil dari perhitungan EVA ini menunjukkan : jika positif ($EVA > 0$)

maka terdapat nilai tambah ekonomi, jika negatif ($EVA < 0$) menunjukkan tidak terjadi nilai tambah ekonomi, dan jika sama dengan nol ($EVA = 0$) maka perusahaan berada pada titik impas atau sama dengan tahun sebelumnya.

3.5 Analisis Data

Analisis data ditujukan untuk menjelaskan alat-alat analisis apa saja yang digunakan pada penelitian ini. Tahapan analisis data pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

3.5.1 Menghitung ROI dengan Dupont System

$$ROI = \frac{\text{Laba Bersih Sesudah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

Sumber : Martono dan Harjito (2002 : 60)

3.5.2 Menghitung Biaya Modal Hutang (*cost of debt*)

$$k_d = k_d \times (1 - t)$$

Sumber : Pradhono (2004)

Ket : k_d = Biaya Hutang Setelah Pajak

k_d = Tingkat Bunga

t = Tingkat Pajak

3.5.3 Menghitung Biaya Modal Saham (*cost of equity*)

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Sumber : Weston dan Brigham (1994 : 110)

Ket : k_e = Tingkat pengembalian yang diharapkan investor

R_f = Tingkat suku bunga bebas resiko

R_m = Tingkat pengembalian yang diharapkan saham

β = Ukuran resiko saham perusahaan

β (beta) disini merupakan resiko sistematis yang diperoleh dari persamaan garis regresi, yaitu :

$$\beta = \frac{\sum xy - n(\text{rata-rata } x)(\text{rata-rata } y)}{\sum x^2 - n(\text{rata-rata } x)^2}$$

Sumber : Husnan (2000:184)

Ket : n = Banyaknya periode pengamatan

x = $R_m - R_f$

y = $R_i - R_f$

Untuk menghitung tingkat keuntungan portofolio pasar digunakan persamaan sebagai berikut :

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Sumber : Anthony (dalam Hidayat, 1997)

Ket : R_m = Tingkat keuntungan portofolio pasar

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t-1

Untuk menghitung tingkat keuntungan surat berharga tertentu (R_i) digunakan persamaan berikut :

$$R_i = \frac{IHSl_t - IHSl_{t-1}}{IHSl_{t-1}}$$

Sumber : Anthony (dalam Hidayat, 1997)

Ket : R_i = Tingkat keuntungan suatu saham

$IHSl_t$ = Indeks Harga Saham Individual pada periode t

$IHSl_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Individual pada periode t-1

Sedangkan untuk menghitung tingkat pengembalian bebas resiko (R_f) maka digunakan :

R_f = tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI)

Sumber : Anthony (dalam Hidayat, 1997)

3.5.4 Menghitung Struktur Modal Perusahaan

Hutang jangka panjang	xx
Modal saham	xx
Jumlah	xx
Komposisi hutang jangka panjang	xx %
Komposisi modal saham	xx %

3.5.5 Menghitung Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital/WACC*)

$$WACC = (k_e \times W_e) + [(k_d \times (1-t))] \times W_d$$

Sumber : Pradhono (2004)

Ket : WACC = Biaya modal rata-rata tertimbang

k_e = Biaya ekuitas

k_d = Biaya hutang

W_d = Persentase hutang dalam struktur modal

W_e = Persentase ekuitas dalam struktur modal

t = Tingkat pajak

3.5.6 EVA (*Economic Value Added*)

$$EVA = [NOPAT - (CAPITAL \times COST OF CAPITAL)]$$

Sumber : Stewart (dalam Fardiansyah, Januari 2006)

Ket : NOPAT = laba usaha setelah pajak

CAPITAL	=	posisi awal tahun dari total aktiva dalam neraca perusahaan dikurangi utang yang tidak dibebani bunga (<i>non-interest bearing debt</i>)
COST OF CAPITAL	=	WACC

3.6 Penarikan Kesimpulan

Penarikan kesimpulan dilakukan dengan metode deduksi yaitu cara penarikan kesimpulan berdasarkan teori-teori yang bersifat umum yang dibahas sebagai dasar untuk menilai kinerja keuangan perusahaan dan dari teori-teori tersebut untuk menilai suatu kejadian yang khusus. Untuk mendapatkan kesimpulan pada penelitian ini maka harus disesuaikan dengan masalah dari perusahaan dan kemudian dianalisis dengan menggunakan alat-alat analisis yang ada dalam perhitungan, selanjutnya dilakukan interpretasi atas permasalahan dari perusahaan yang diteliti.



BAB 4. HASIL DAN ANALISIS DATA

4.1 Hasil Penelitian

4.1.1 Gambaran Umum Bursa Efek Surabaya

Bursa Efek Surabaya (BES) dibuka secara resmi pada tanggal 16 Juni 1989, berdasarkan Surat Keputusan Menteri Keuangan No. 654/KMK.010/1989. Bursa Efek Surabaya didirikan dengan tujuan untuk mengembangkan pasar modal dan ekonomi di wilayah Indonesia Timur. Pada tanggal 22 Juli 1995, BES berhasil menggabungkan usahanya dengan Bursa Paralel Indonesia. Dengan fokus pada pemberian dukungan dan pemeliharaan fasilitas perdagangan sekunder bagi anggota bursa. Selain itu BES juga menjadi pemegang saham dari PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) dan PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI). BES juga ikut berpartisipasi sebagai pemegang saham di PT Pemeringkat Efek Indonesia.

a. Bursa

Tahun 1992, *Electronic Long Distance Trading System* (ELDISTRA) diperkenalkan sebagai bagian dari terobosan baru dalam menghubungkan antara lantai perdagangan dengan anggota bursa di Jakarta. 9 Agustus 2002, BES meresmikan sistem perdagangan secara on-line yang memungkinkan investor bertransaksi melalui internet. Dalam sistem perdagangan secara on-line dimungkinkan adanya kesatuan dari setiap aktivitas perdagangan, mulai dari pemesanan, pengesahan pesanan, penyesuaian pesanan hingga penyelesaian transaksi secara online.

Dengan hampir 95% obligasi diterbitkan di Indonesia secara *single listing* di BES, maka pada bulan Juni 1997, BES meluncurkan sistem informasi dan sistem penawaran bagi obligasi yang disebut dengan OTC-FIS (*Over-the-Counter Fixed Income Services*). Sistem tersebut memberi kemudahan bagi pelaku untuk mengajukan penawaran dan permintaan, bernegosiasi dan bahkan menyelesaikan suatu transaksi. Lebih jauh lagi OTC-FIS diharapkan bisa menciptakan pasar yang

transparan dan lebih terstruktur bagi obligasi dan juga reksa dana serta menambah efisiensi bagi pasar secara keseluruhan.

Pada tanggal 13 Agustus 2001 BES meluncurkan *LQ Futures*, yang merupakan produk kontrak indeks dan derivative pertama di BES. *LQ Futures* menggunakan *underlying indeks LQ45* yang dihitung dan dipublikasikan oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sebagian besar saham-saham yang menjadi pembentuk LQ45 adalah industri yang cukup banyak dimiliki investor baik oleh individu maupun institusi.

b. Visi dan Misi Bursa Efek Surabaya

Visi Bursa Efek Surabaya (BES) ialah "Menjadi Bursa *Fixed Income, Derivatif*, dan Saham Usaha Kecil Menengah di Kelas Dunia."

Sedangkan Misi Bursa Efek Surabaya (BES) yaitu "Mengutamakan Pasar yang Wajar, Likuid, Aktif, dan Efisien di Dukung Sumber Daya Manusia yang Kompeten dengan Kualitas Layanan yang *Excellent*."

c. Produk & Servis Bursa Efek Surabaya

BES mengeluarkan beberapa jenis produk dan pelayanan (servis) demi memenuhi tuntutan bagi kemudahan perdagangan yang dilakukan. Berikut adalah keterangan singkat dari produk dan pelayanan yang ada di BES.

1) Produk

Produk-produk yang dimiliki Bursa Efek Surabaya (BES) antara lain :

- a). Ekuitas, BES mengeluarkan produk ekuitasnya berupa saham.
- b). Surat Utang, surat utang yang diperdagangkan di BES adalah obligasi korporasi dan SUN baik yang konvensional maupun dalam bentuk retail.
- c). Derivatif, produk derivatif yang diperdagangkan adalah kontrak berjangka/*Futures LQ45, Dow Futures dan Japan Futures*.

2) Servis atau Layanan

Bentuk layanan-layanan Bursa Efek Surabaya (BES) berupa :

a). FATS (*Futures Automated Trading System*)

Sistem perdagangan jarak jauh untuk pasar derivatif. Menggunakan *platform* perdagangan yang sama dengan S-MART, anggota BES bisa dengan mudah beralih dari S-MART ke FATS begitu juga sebaliknya dengan menggunakan identifikasi pengguna yang berbeda.

b). S-MART (*Surabaya Market information and Automated Remote Trading*)

Sebuah sistem perdagangan yang terintegrasi dengan cakupan yang luas dan canggih yang menyediakan informasi secara *real-time* dari transaksi-transaksi yang dilakukan di BES.

c). OTC-FIS (*Over The Counter - Fixed Income Service*)

Seperangkat peralatan perdagangan yang ditujukan bagi instrumen *Fixed Income* di pasar sekunder. Peralatan tersebut mempunyai fitur sistem informasi dan data penawaran obligasi secara *real-time*. Sehingga memudahkan pelaku pasar dalam melakukan penawaran jual/beli, menegosiasikan, dan bahkan melakukan transaksi obligasi (pemerintah dan korporasi) yang tercatat di BES.

d). SSX-Net (*Surabaya Stock Exchange Net*)

Sistem informasi pasar dari BES (<http://www.bes.co.id>) untuk mendukung transparansi pasar modal. SSX-Net merupakan situs BES yang dapat di akses dari mana saja dan kapan saja, situs memfokuskan diri pada aktivitas BES itu sendiri dengan jalan menampilkan data secara jelas dan terkini. Data-data yang ditampilkan seperti *market summary*, instrumen pasar, anggota bursa dan emiten serta informasi-informasi lainnya.

e). IGSYC (*Indonesian Government Securities Yield Curve*)

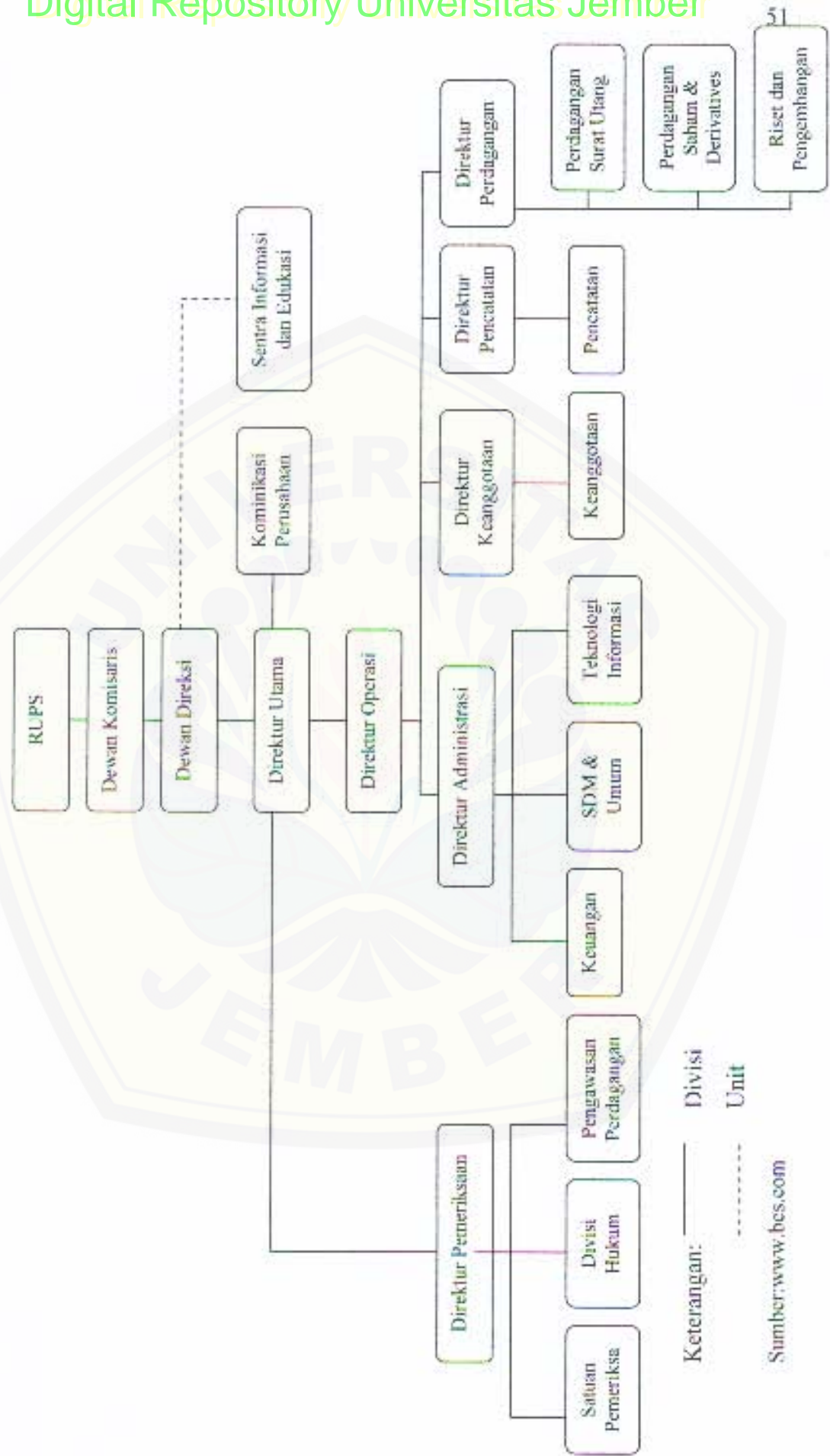
Sebuah indikator yang penting dengan manfaat yang pasti sebagai pemberi gambaran akan kondisi ekonomi di masa yang akan datang. IGSYC dikembangkan sebagai alat analisis dari kondisi pasar yang sebenarnya untuk

meningkatkan perdagangan Surat Utang Negara (SUN) dan untuk menyediakan dasar bagi rata-rata harga obligasi di pasar.



d. Struktur Organisasi Bursa Efek Surabaya

GAMBAR 4.1
STRUKTUR ORGANISASI BURSA EFEK SURABAYA



Keterangan: — Divisi
----- Unit

Sumber: www.bes.com

4.1.2 Gambaran Umum PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk

a. Sejarah Singkat Perusahaan

Perjalanan sejarah PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk berawal dari tahun 1913. Ketika seorang imigran di Surabaya, Liem Seeng Tee, membuat dan menjual rokok kretek lintingan tangan dengan campuran cengkeh yang kini menjadi merek terkemuka di Indonesia, yaitu Dji Sam Soe. HM Sampoerna adalah gurita bisnis yang awalnya hanya dibangun melalui penjualan makanan dan tembakau. Pada tahun 1913 Liem Seeng Tee mendirikan perusahaan dengan nama Handel Maastchpaj Liem Seeng Tee yang kemudian berubah menjadi NV Handel Maastchpaj Sampoerna. Setelah perang dunia kedua, nama perusahaan tersebut di Indonesia-kan menjadi PT Handjaja Mandala Sampoerna dengan tetap memakai inisial HM. Pada awal 1916 ketika Liem Seeng Tee membeli berbagai jenis tembakau dalam jumlah besar dari seorang pedagang tembakau yang bangkrut, sejak saat itu Liem Seeng Tee mencurahkan seluruh tenaganya untuk mengembangkan bisnis tembakau. Di tengah situasi keuangan yang sulit, Liem Seeng Tee tetap bertekad menjadikan perusahaannya sebagai "Raja Tembakau" dengan menempatkan huruf Cina "Ong", yang berarti Raja, di depan produk unggulannya, Dji Sam Soe. Jenis produk rokok lain yang diproduksi Liem Seeng Tee antara lain Sampoerna Star, Summer Palace, dan Statue of Liberty. Sampoerna Star termasuk salah satu rokok berfilter yang pertama di Indonesia. Pada awal tahun 1940 perusahaan ini terus tumbuh dengan pesat. Produksi gabungan rokok lintingan tangan dan rokok lintingan mesin mencapai kurang lebih 3 juta batang setiap minggu. Pada saat itu, untuk melinting Dji Sam Soe diperlukan sekitar 1300 pekerja.

Perang Dunia Kedua (1942-1945) datang dengan pendaratan tentara Jepang yang langsung memporak-porandakan perusahaan ini. Liem Seeng Tee ditangkap dan dipenjara selama masa perang. Pabrik tersebut dipakai Jepang untuk membuat rokok "Fuji". Setelah perang, tak satupun harta perusahaan yang tersisa, selain nama Dji Sam Soe. Setelah perang usai, keluarga Liem Seeng Tee perlahan-lahan mulai membangun bisnisnya kembali yang ditunjang dengan keberhasilan Dji Sam Soe di

pasar, sehingga pada 1949 PT HM Sampoerna sudah pulih kembali. Pada tahun 1956, Liem Seeng Tee meninggal dalam usia 63 tahun.

Setelah Liem Seeng Tee meninggal, roda perusahaan dijalankan oleh kedua putrinya, Sien dan Hwee, beserta suami masing-masing. Kerja keras mereka ternyata tidak memberikan hasil yang memuaskan. Hal tersebut dikarenakan keadaan ekonomi Indonesia yang semakin memburuk pada akhir tahun lima puluhan dan awal enam puluhan. Keadaan perusahaan tersebut dapat tertolong dengan hadirnya Liem Swie Ling, yakni Aga Sampoerna. Aga Sampoerna menggunakan pendekatan yang sedikit berbeda dengan ayahnya (Liem Seeng Tee) yang selalu hadir dan mengawasi setiap sisi pembuatan rokok. Sedangkan gaya manajemen yang diterapkan oleh Aga Sampoerna ialah memanfaatkan tenaga-tenaga manajer yang profesional. Kunci suksesnya adalah kemampuan dan kemauannya untuk bekerjasama dengan semua tingkatan karyawan. Kepekannya ini terlihat dari upah pelinting di HM Sampoerna yang selalu paling tinggi di Jawa Timur.

Di awal tahun 1970-an, putra kedua Aga Sampoerna yakni Putra Sampoerna mulai aktif dalam perusahaan dan masuk ke jajaran manajemen HM Sampoerna. Sejak itu PT HM Sampoerna menjadi makin melesat. Karyawannya mencapai 1200 orang dengan produk 1,3 juta batang rokok per hari. Perkembangan PT HM Sampoerna berkembang pesat sehingga tempat produksi di Taman Sampoerna dan di Malang menjadi semakin terbatas sebagai pusat usaha. Akhirnya pabrik ini dipindahkan ke daerah Industri Rungkut pada 1982. Sejak itulah tercatat banyak prestasi yang dilakukan oleh PT HM Sampoerna. Diantaranya pendirian Laboratorium Kontrol untuk memenuhi standart internasional. Tahun 1989, perusahaan meluncurkan rokok A-Mild yaitu rokok dengan kadar terendah. Produk ini sanga sukses di pasaran karena bisa memenuhi keinginan kadar tar yang rendah. Kesuksesan lainnya adalah dengan terdaftarnya PT HM Sampoerna sebagai perusahaan publik pada 27 Agustus 1990. Pada saat itu perusahaan berhasil menjual sahamnya sebanyak 27 juta denga harga Rp 12.600/lembar saham.

Pada 27 Juni 2001, Michael Joseph Sampoerna menduduki posisi Presiden Direktur sekaligus sebagai Chief Operating Officer dan Chief Financial Officer Sampoerna. Michael adalah generasi keempat dari keluarga Sampoerna yang telah dipersiapkan sebagai penerus. Walau demikian, Putra Sampoerna masih tetap aktif di perusahaan sebagai Presiden Komisaris di PT HM Sampoerna. PT HM Sampoerna merupakan salah satu perusahaan rokok di Indonesia yang tumbuh pesat. Produk-produk andalan PT HM Sampoerna seperti Dji Sam Soe dan A-Mild memimpin dalam segmen kelas atas, sedangkan Sampoerna A Hijau bersaing dalam segmen kelas menengah. PT HM Sampoerna merupakan perusahaan rokok yang telah mengembangkan segmen pasarnya menjadi segmen pasar yang paling berkembang pesat selama dekade terakhir.

Pada bulan Mei 2005, PT Philip Morris Indonesia, afiliasi dari Philip Morris International Inc., perusahaan tembakau internasional yang merupakan bagian dari Altria Group, Inc telah mengakuisisi sebesar 98% saham PT HM Sampoerna Tbk. Perubahan kepemilikan ini menjadi salah satu momen penting dalam perjalanan Sampoerna. Dengan kepemimpinan Martin G King sebagai Presiden Direktur dan didukung oleh jajaran direksi dengan keahlian nasional dan internasional, Sampoerna memiliki landasan yang kokoh untuk berkembang lebih pesat. PT HM Sampoerna memiliki lima pabrik rokok yang beroperasi di Jawa Timur, Indonesia. Pabrik utamanya berlokasi di Pandaan, sedangkan empat pabrik lainnya berada di Surabaya dan Malang. Berkat kerja keras dan dedikasi dari seluruh manajemen dan karyawan, PT HM Sampoerna telah mendapat pengakuan dengan meraih penghargaan nasional maupun internasional. Ratusan penghargaan dalam berbagai bidang seperti bidang manajemen, pemasaran, penjualan, dan *manufacturing* telah diterima oleh PT HM Sampoerna.

b. Falsafah Perusahaan

Produk utama perseroan adalah sigaret kretek tangan Dji Sam Soe, yang merupakan salah satu rokok kretek lintingan pertama yang dibuat untuk tujuan

komersil, yang sampai hari ini masih tetap merupakan acuan falsafah perusahaan. Falsafah ini didasarkan atas konsep hubungan kepercayaan antara pembuat, pedagang dan konsumen yang masing-masing saling melayani. Jika ketiga pihak menikmati keuntungan, maka boleh dianggap terdapat bisnis yang berhasil. Falsafah ini terwujud dalam lambang "Tiga Tangan" yang dewasa ini muncul dalam bentuk grafis modern, meski di rumah keluarga tempat asalnya yang terletak dekat pabrik yang masih berfungsi di Taman Sampoerna, lambang itu muncul dalam berbagai kesempatan antara lain pada jendela kaca berwarna, pahatan pada kursi, pada genteng atap dan sebagainya. Hal ini sebagai peringatan akan komitmen dari falsafah almarhum pendiri Perseroan (Liem Seeng Tee)



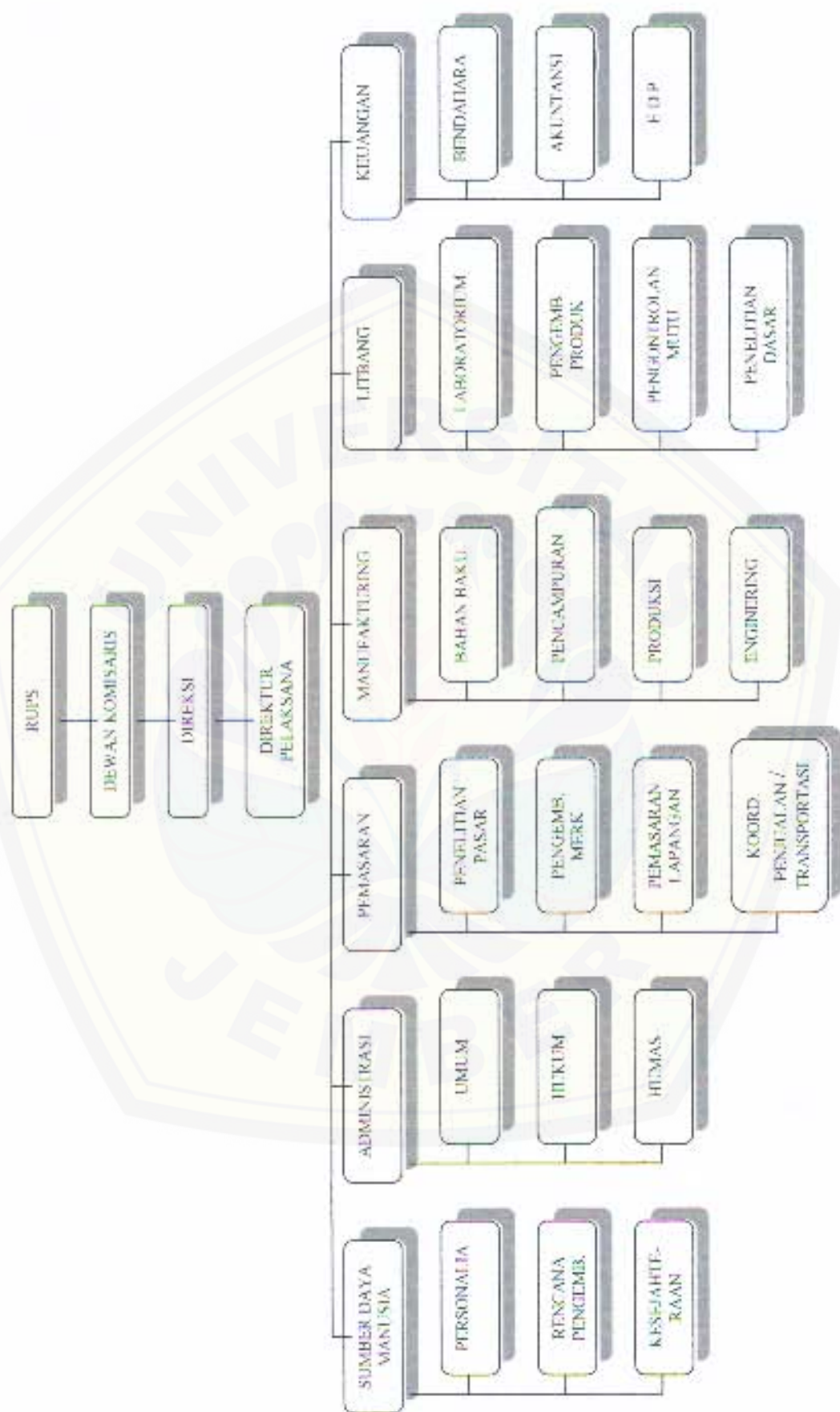
Gb 4.2. Logo HM Sampoerna

e. Struktur Organisasi

Berdasarkan anggaran dasar perseroan yang telah mendapat persetujuan dari Menteri Kehakiman Republik Indonesia dengan Surat Keputusan No. C2-9214.IIT.01.04-TH 96 Tanggal 27 September 1996, perseroan akan dikelola oleh Direksi di bawah pengawasan Dewan Komisaris. Anggota-anggota Dewan Komisaris dan Direksi diangkat oleh Rapat Umum Pemegang saham Perseroan untuk jangka waktu 5 tahun.

GAMBAR 4.3

BAGAN ORGANISASI PT HANDEJA MANDALA SAMPOERNA Tbk



Sumber : Prospektus PT IHM Sampoerna Tbk

d. Kegiatan Usaha

Kegiatan usaha perseroan terutama bergerak dalam bidang industri dan perdagangan rokok serta penyertaan saham pada perusahaan-perusahaan lain. Adapun bidang usaha utama perseroan adalah memproduksi dan menjual rokok merupakan kegiatan usaha utama perseroan sejak didirikan. Kegiatan-kegiatan tersebut meliputi :

1) Fasilitas Produksi

Fasilitas produksi Sigaret Kretek Tangan (SKT) yang dimiliki PT HM Sampoerna Tbk terdapat di lima lokasi yaitu di Rungkut I, Rungkut II, Taman Sampoerna dan Kedung Baruk, semuanya di Surabaya, sedangkan fasilitas produksi lainnya berlokasi di Malang. Untuk fasilitas produksi Sigaret Kretek Mesin (SKM) Perseroan terdapat di Sukorejo. Selain itu untuk SKT, perseroan juga melakukan kerjasama produksi dengan pihak ketiga yang disebut Mitra Produksi Sigaret (MPS), dimana MPS memproduksi SKT Perseroan dengan kendali mutu ketat dari Perseroan termasuk Proses pelinting dan pengepakan.

2) Bahan Baku

Bahan baku utama pembuatan rokok adalah tembakau, kertas rokok dan saos. Dalam hal rokok kretek diperlukan juga cengkeh, sedangkan untuk SKM yang menggunakan filter diperlukan "*cellulose acetate*". Rokok kretek umumnya mengandung kira-kira 60% tembakau dan 40% cengkeh, namun rasio ini tidaklah baku, tergantung tipe rokok yang dihasilkan. PT HM Sampoerna Tbk menggunakan kurang lebih 80% sampai 90% tembakau lokal, sedangkan sisanya adalah tembakau impor. Tujuan penggunaan tembakau impor adalah untuk memperoleh rasa tertentu yang tidak terdapat pada tembakau lokal. Untuk cengkeh, PT HM Sampoerna Tbk menggunakan hampir seluruhnya cengkeh lokal.

3) Proses Produksi

Proses produksi rokok kretek pada PT HM Sampoerna Tbk dapat dikelompokkan dalam 2 (dua) tahapan proses produksi. Tahap pertama adalah proses penuaan tembakau sampai pencampuran tembakau dengan cengkeh dan saos, sedangkan tahap kedua adalah proses pelinting tembakau yang sudah dicampur dengan cengkeh dan saos serta pembungkusan/pengepakan rokok yang sudah jadi. Berikut ini ialah proses produksi PT HM Sampoerna Tbk secara lebih rinci :

a). Proses Produksi Tahap Pertama

Seluruh fasilitas pengolahan tahap pertama terdapat di Sukorejo, Pasuruan.

Proses tersebut meliputi :

- (a). Pengelompokan dan penuaan tembakau lokal,
- (b). Pengolahan tembakau,
- (c). Pengolahan "Expanded" tembakau,
- (d). Pengolahan cengkeh, dan
- (e). Proses pencampuran

b). Proses Produksi Tahap Kedua

Proses produksi tahap kedua adalah proses pelinting tembakau yang sudah dicampur dengan bahan baku lainnya dengan formula tertentu untuk menjadi rokok. Proses pelinting tersebut ada dua macam, yaitu dengan tangan dan dengan mesin, yang disebut Sigaret Kretek Tangan (SKT) dan Sigaret Kretek Mesin (SKM). Untuk produksi Sigaret Kretek Tangan (SKT) ada 2 (dua) cara produksi, yaitu langsung diproduksi oleh perseroan atau oleh perseroan melalui kerjasama dengan Mitra Produksi Sigaret. Sedangkan untuk produksi Sigaret Kretek Mesin (SKM) yakni dengan menggunakan menggunakan mesin otomatis.

Fasilitas produksi tahap dua tersebar di beberapa lokasi. Untuk SKT tersebar di Rungkut I, Rungkut II, Taman Sampoerna, Kedung Baruk, Malang dan

beberapa lokasi kerjasama dengan Mitra Produksi Sigaret, sedangkan untuk SKM, fasilitas produksinya berlokasi di Sukorejo.

4) Pemasaran dan Penjualan

Produk-produk yang dihasilkan perseroan ditujukan untuk pasar rokok kretek kelas menengah dan atas. Strategi utama PT HM Sampoerna Tbk adalah mengembangkan dan meningkatkan ekuitas merek produk perseroan. Untuk SKT, perseroan menjalankan kebijakan mempertahankan pangsa pasar dengan strategi harga premium. Sedangkan untuk SKM, perseroan memperbesar pangsa pasar dengan strategi harga yang bersaing. Dengan menargetkan pasar golongan kelas menengah dan kelas atas, maka permintaan produk perseroan tidak terlalu terpengaruh oleh perubahan harga dan harga rokok merk lainnya.

Dalam mempromosikan produk yang dihasilkannya, PT HM Sampoerna Tbk melakukan strategi yang disusun berdasarkan hasil penelitian dengan memperhatikan kebijakan pemerintah dan praktik yang berlaku dalam industri rokok. Sebagai contoh, untuk merk Dji Sam Soe, materi iklan difokuskan untuk mempertahankan sejarah cita rasa dan kualitas merk tersebut, sehingga Dji Sam Soe telah dianggap sebagai merk bergensi.

Untuk SKM, strategi promosi lebih ditujukan untuk membangun citra dan ekuitas merk dengan cara menggunakan iklan-iklan yang inovatif dimana materi iklan disesuaikan dengan jenis produk dan pangsa pasar yang dijadikan sasaran penjualan. Cara promosi lainnya yaitu dengan menjadi sponsor untuk kegiatan-kegiatan tertentu.

e. Perseroan dan Perusahaan Afiliasinya

Perusahaan utama dalam kelompok PT HM Sampoerna Tbk, bertanggung jawab atas operasi kelompok dan manajemen keuangan, pembelian tembakau, cengkeh dan bahan baku, pembuatan rokok, rencana pembuatan produk baru dan pengembangannya, serta riset pengawasan mutu, kantor pusat Administrasi.

Menyadari akan pentingnya nilai tambah yang dapat diciptakan dari integrasi vertikal dengan memanfaatkan infra-struktur yang ada baik untuk kepentingan operasi perseroan dalam bidang produksi dan pemasaran rokok maupun untuk tujuan komersial bidang lainnya, manajemen perseroan telah menata kembali struktur kegiatan dan organisasi perusahaan afiliasi. Perusahaan afiliasi merupakan perusahaan gabungan PT HM Sampoerna Tbk yang sebagian besar sahamnya dikuasai oleh PT HM Sampoerna Tbk.

Perusahaan afiliasi PT HM Sampoerna Tbk yang berada dalam negeri maupun yang berada di luar negeri adalah sebagai berikut :

Tabel 4.1 Daftar Perusahaan Afiliasi PT HM Sampoerna Tbk

NAMA PERUSAHAAN	PROSENTASE KEPEMILIKAN	KEGIATAN USAHA
Batavia Trading Corporation (BTTC)	100%	Perdagangan
Bursa Tobacco Corporation (BTC)	100%	Penyertaan saham pada perusahaan-perusahaan lain
Malacca Trading Corporation	100%	Perdagangan
Sampoerna International Finance Co. B.V	100%	Pendanaan
Sampoerna Investment Corporation (SIC)	100%	Penyertaan saham pada perusahaan-perusahaan lain
Sampoerna Packaging Asia Pte. Ltd	100%	Pengemasan
Sampoerna Taiwan Corporation	100%	Penyertaan saham pada perusahaan-perusahaan lain
Vinasa Investment Corporation (VIC)	100%	Penyertaan saham pada perusahaan-perusahaan lain

Sampoerna Tobacos America Latina Ltda	100%	Industri dan perdagangan rokok
Sampoerna Latin Amerika Ltd. (SLA)	100%	Penyertaan saham pada perusahaan-perusahaan lain
Sampoerna Investment Corporation (Cyprus) Ltd	100%	Penyertaan saham pada perusahaan-perusahaan lain
Sampoerna International pte. Ltd (SI)	100%	Penyertaan saham pada perusahaan-perusahaan lain
Sampoerna Asia Pte. Ltd	100%	Penyertaan saham pada perusahaan-perusahaan lain
PT Asia Tembakau	99%	Industri dan perdagangan rokok
PT Taman Dayu	99%	Properti
PT Perusahaan Dagang dan Industri Panamas	99%	Distribusi Rokok
PT Sampoerna Air Nusantara	99%	Transportasi
PT Citra Investasi Nusa	97.5%	Penyertaan saham pada perusahaan-perusahaan lain
Sterling Tobacco Corporation	92.9%	Industri dan perdagangan rokok
PT Golf Taman Dayu	92.7%	Lapangan Golf
Myanmar Sampoerna Tobacco Co. Ltd	90%	Industri dan perdagangan rokok
PT Sampoerna Transport Nusantara	88.8%	Jasa pengangkutan darat
PT Wahana Sampoerna	88%	Konstruksi
PT Sampoerna Percetakan Nusantara	80%	Percetakan dan industri produk kemasan

Vinasa Tobacco Joint Venture Company	75%	Industri dan perdagangan rokok
PT Sampoerna Joo Lan Sdn. Bhd	71%	Industri dan perdagangan rokok
PT Sumber Alfaria Trijaya	70%	Perdagangan rokok dan barang konsumsi lainnya

Sumber : Prospektus PT HM Sampoerna Tbk dan Bursa Efek Surabaya

f. Prospek Usaha

PT HM Sampoerna Tbk mempunyai beberapa merek rokok favorit seperti Dji Sam Soe dan A-Mild yang sudah sangat dikenal oleh masyarakat di Indonesia. Merek Dji Sam Soe adalah merek utama perseroan, yang merupakan salah satu merek rokok kretek tertua di Indonesia. Harga jual Dji Sam Soe saat ini tertinggi diantara rokok kretek lainnya, namun penjualannya terus meningkat. Produksi SKT perseroan menduduki posisi pertama di pasar SKT baik dalam volume maupun nilai penjualan. Dalam industri rokok kretek, perseroan menduduki posisi nomor 2 (dua) dalam kapasitas, volume dan nilai penjualan, yang sebagian besar berasal dari penjualan Dji Sam Soe.

Mengingat industri rokok kretek banyak menyerap tenaga kerja dan dapat memberikan kontribusi pendapatan yang cukup besar kepada Pemerintah, maka perseroan berkeyakinan bahwa industri rokok masih tetap diperlukan oleh Pemerintah. Oleh karena itu strategi perseroan adalah tetap dengan memfokuskan untuk: (i) mengembangkan dan mempertahankan merek rokok PT HM Sampoerna Tbk sebagai merek rokok kelas menengah dan kelas atas, (ii) memproduksi rokok yang memberi keuntungan yang tinggi seperti Dji Sam Soe untuk SKT dan A-Mild family untuk SKM, dan (iii) meningkatkan kapasitas produksi dan memperluas jaringan distribusi di Indonesia dan beberapa negara tetangga. Dengan usaha-usaha

tersebut perseroan yakin akan mampu bersaing dan meningkatkan pangsa pasarnya dalam industri rokok, sebagaimana sudah dibuktikan oleh perseroan.

- g. Alasan PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk melakukan Divestasi pada PT Philip Morris Indonesia.

PT HM Sampoerna Tbk mendivestasikan 98% asset perusahaannya pada bulan Mei 2005. Aset perusahaan tersebut dijual kepada PT Philip Morris Indonesia, melalui bursa efek dengan harga Rp 10.600 per lembar saham. Alasan PT HM Sampoerna Tbk menjual 98% asset perusahaannya ialah sebagai berikut :

- 1) Beban Industri Rokok di Indonesia Semakin Bertambah

Industri rokok di Indonesia memiliki beban yang semakin berat. Hal tersebut terbukti dengan adanya Keputusan Pemerintah yang selalu menaikkan Harga Jual Eceran (HJE) rokok dan cukai rokok hampir setiap tahun. Keputusan Pemerintah tersebut antara lain :

- (a). Undang Undang Republik Indonesia Nomor 11 Tahun 1995 tentang Cukai, pasal 5 ayat 1, menyatakan bahwa “barang kena cukai yang dibuat di Indonesia dikenai cukai berdasarkan tarif setinggi-tingginya : a) 250% dari harga dasar apabila Harga Dasar yang digunakan adalah harga jual pabrik, atau b) 55% dari Harga Dasar apabila Harga Dasar yang digunakan adalah harga jual eceran”.
- (b). Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 406/KMK.04/2000 tentang Dasar Penghitungan, Pemungutan dan Penyetoran Pajak Pertambahan Nilai atas Penyerahan Hasil Tembakau Buatan Dalam Negeri atau Impor Hasil Tembakau Buatan Luar Negeri. Pasal 2 menyatakan “pajak pertambahan nilai yang dikenakan atas penyerahan hasil tembakau buatan dalam negeri atau atas impor hasil tembakau buatan luar negeri di hitung dengan menerapkan tarif efektif yaitu 8,4% dikalikan dengan Harga Jual Eceran”.
- (c). Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 449/KMK.04/2002 tanggal 24 Oktober 2002 tentang Penetapan Tarif Cukai dan Harga Dasar

Hasil Tembakau, menyatakan bahwa “tarif pita cukai dan Harga Jual Eceran (HJE) atas hasil tembakau (rokok) mengalami kenaikan dari 20% menjadi 22% yang berlaku mulai 1 November 2002”.

(d).Peraturan Menteri Keuangan Nomor 43/PMK.01/2005 tentang Penetapan Harga Dasar dan Tarif Cukai Hasil Tembakau, menyatakan bahwa “kenaikan Harga Jual Eceran (HJE) hasil tembakau sebesar 15% yang berlaku mulai 1 Juli 2005”.

(e).Peraturan Menteri Keuangan Nomor 16/PMK.04/2006 tentang Kenaikan Harga Jual Dasar Hasil Tembakau, menyatakan bahwa “Harga Jual Eceran Rokok naik 10% per batang atau per gram dari harga jual tertinggi yang diberlakukan. Keputusan Pemerintah ini secara resmi diberlakukan mulai 1 April 2006”.

(f).Peraturan Menteri Keuangan Nomor 118/PMK.04/2006 tentang Penetapan Harga Dasar dan Tarif Cukai Hasil Tembakau. Dalam peraturan tersebut ditetapkan kenaikan Harga Jual Eceran (HJE) untuk semua jenis rokok sebesar 7% mulai 1 Maret 2007, sedangkan kenaikan tarif cukai rokok dengan sistem *advalorem* (presentase harga) bervariasi antar 4% hingga 40% dari HJI.

2) *Go International*

PT HM Sampoerna Tbk sebagai perusahaan terbesar kedua di Indonesia yang berkinerja *excellent* menginginkan pangsa pasar yang lebih luas di kawasan regional maupun internasional. Sebagai perusahaan yang pertama kali meluncurkan rokok *low nicotine* di Indonesia dengan merek “A-Mild” serta produsen rokok kretek yang memiliki cita rasa tinggi (Dji Sam Soe), perusahaan memiliki tujuan kedepan untuk memperluas jaringan distribusi di Indonesia dan beberapa negara lainnya, sesuai dengan yang tercantum pada prospek usaha PT HM Sampoerna Tbk.

4.2 Analisis Data

Analisis data digunakan dalam upaya mencapai tujuan penelitian. Sesuai dengan tema penelitian mengenai Penilaian Kinerja Keuangan PT HM Sampoerna Tbk pada saat sebelum dan sesudah Divestasi, maka analisis data yang dipergunakan ialah *Return On Investment* (ROI) dan *Economic Value Added* (EVA). ROI digunakan untuk mengukur tingkat keuntungan yang dihasilkan dari investasi total, sedangkan EVA digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam memenuhi tingkat pengembalian yang diharapkan investor melalui nilai tambah ekonomi perusahaan. Pada analisis data digunakan perbandingan hasil kinerja keuangan PT HM Sampoerna Tbk sebelum terjadi divestasi (tahun 2002 sampai tahun 2004) dengan kinerja keuangan PT HM Sampoerna Tbk sesudah terjadi divestasi (tahun 2005). Analisis data tersebut dilakukan secara *time series*, yaitu perbandingan kinerja keuangan dari periode ke periode lain. Jenis data yang dipergunakan dalam penelitian ini ialah Laporan Keuangan berupa Neraca dan Laporan Rugi Laba PT HM Sampoerna Tbk mulai tahun 2002 sampai tahun 2005.

4.2.1 *Return On Investment*(ROI)

Return on Investment(ROI) merupakan bagian dari rasio profitabilitas yang mengukur tingkat pengembalian perusahaan atau investasi pemegang saham. ROI yang baik ialah memiliki nilai yang lebih besar dari tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), perusahaan sejenis, dan periode sebelumnya. Oleh karena itu dalam analisis data ini dipergunakan tingkat suku bunga SBI sebagai pembanding ROI. Perhitungan ROI dalam analisis data ini menggunakan *System Dupont*, yaitu dengan menghubungkan laba setelah pajak dengan total aktiva. Formula perhitungan ROI dengan *System Dupont* yakni :

$$ROI = \frac{\text{Laba Bersih Sesudah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

(dalam metode penelitian, dipakai dalam tabel 4.2)

Dengan menggunakan formula ROI diatas maka didapat perhitungan analisis ROI pada PT HM Sampoerna Tbk selama periode sebelum dan sesudah divestasi ialah sebagai berikut :

Tabel 4.2 Hasil Perhitungan Analisis ROI

TAHUN	Laba Bersih Sesudah Pajak	Total Aktiva	ROI (%)	SBI Rate (%)
	1	2	1×2	
2002	1.671.084	9.817.074	17.02%	14.95%
2003	1.406.844	10.197.765	13.80%	9.94%
2004	1.991.852	11.699.265	17.03%	7.45%
2005	2.383.066	11.934.600	19.97%	9.14%

Sumber : Lampiran 1 – 5

Analisis ROI diatas menunjukkan bahwa kinerja keuangan PT HM Sampoerna Tbk baik sebelum maupun sesudah divestasi tergolong memuaskan, karena prosentase ROI PT HM Sampoerna Tbk selalu lebih besar daripada tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Dengan demikian efisiensi penggunaan modal yang bekerja, efisiensi produksi dan efisiensi bagian penjualan dapat terpenuhi. Dari analisis ROI tersebut, ROI yang paling baik adalah pada tahun 2004, sebab perbandingan antara ROI dan tingkat suku bunga SBI cukup tinggi yaitu sebesar 2,3 : 1. Selain itu jumlah laba bersih sesudah pajak tahun 2004 meningkat 41,58% dan total aktiva sebesar 14,72% dari tahun 2003.

Pada tahun 2005, jumlah prosentase nilai ROI paling tinggi yaitu 19,97%. Akan tetapi kenaikan nilai ROI ini juga diimbangi dengan kenaikan tingkat suku bunga SBI sebesar 9,14%. Sehingga perbandingan antara ROI tahun 2005 dan tingkat suku bunga SBI juga tidak begitu tinggi, yakni 2,2 : 1.

Tahun 2002 ROI memiliki nilai yang kecil jika dibandingkan dengan tingkat suku bunga SBI dengan jumlah perbandingan 1,1 : 1. Walaupun demikian kinerja keuangan PT HM Sampoerna Tbk masih tergolong baik. Kecilnya perbandingan tersebut disebabkan karena tingkat suku bunga SBI rata-rata yang cukup tinggi yaitu

14,95%. Sedangkan nilai ROI yang terkecil terjadi pada tahun 2003 dengan jumlah 13,80%. Penurunan nilai ROI ini yang semula 17,02% pada tahun 2002 menjadi 13,80% di tahun 2003, hal ini dipengaruhi oleh menurunnya laba bersih sesudah pajak sebanyak 15,81% dari tahun 2002.

4.2.2 Biaya Hutang (*Cost of Debt / Kdt*)

Biaya hutang merupakan tingkat bunga yang harus dibayar oleh perusahaan kepada investor sebagai imbalan atas modal yang ditanamkan pada perusahaan. Biaya hutang disini merupakan hutang jangka panjang yang terdiri dari saham dan obligasi. Biaya hutang dihitung dengan menggunakan tingkat bunga (k_d) dan tarif pajak efektif (t).

a. Tingkat Bunga (k_d)

Tingkat bunga merupakan biaya hutang yang dihitung sebelum pajak. Perhitungan tingkat bunga dimaksudkan untuk mengetahui seberapa besar biaya hutang perusahaan yang digunakan untuk membayar imbalan terhadap investor sebelum tarif pajak efektif. Formula untuk menghitung tingkat bunga (k_d) sebagai berikut :

$$k_d = \frac{\text{Beban Bunga}}{\text{Hutang Jangka Panjang}} \times 100\%$$

(dalam metode penelitian, dipakai dalam tabel 4.3)

Besarnya tingkat bunga PT HM Sampoerna Tbk mulai tahun 2002 sampai 2005, sebagai berikut :

Tabel 4.3 : Hasil Perhitungan Tingkat Bunga atau Biaya Hutang
Sebelum Pajak

TAHUN	Beban Bunga	Hutang	kd (%)
	1	Jangka panjang 2	1+2
2002	392422	2338360	16.78%
2003	339195	2491621	13.61%
2004	358236	2650788	13.51%
2005	305833	1996105	15.32%

Sumber : Lampiran 1 – 4

Sesuai dengan tabel 4.3 diatas , PT HM Sampoerna Tbk memiliki tingkat bunga yang tinggi pada tahun 2002, yakni 16,78%, dan beban bunga yang terkecil terjadi di tahun 2004. Besarnya perubahan tingkat bunga pada PT HM Sampoerna Tbk selama tahun 2002 sampai tahun 2005 dikarenakan jumlah hutang jangka panjang dan beban bunga yang berubah-ubah. Pada tahun 2003, tingkat bunga PT HM Sampoerna Tbk mengalami penurunan dari tahun 2002, yakni menjadi 13,61%. Di tahun 2004, tingkat bunga perusahaan menurun lagi menjadi 13,51%. Sedangkan tahun 2005, tingkat bunga PT HM Sampoerna Tbk meningkat tinggi menjadi 15,32% dari tahun 2004 yang berjumlah 13,51%.

b. Tarif Pajak Efektif (t)

Tarif pajak efektif merupakan salah satu komponen biaya hutang yang dimaksudkan untuk mencari besarnya tingkat pajak dari pajak penghasilan. Tarif pajak efektif dihitung dengan formula sebagai berikut :

$$\% \text{ pajak} = \frac{\text{Beban Pajak}}{\text{Laba Sebelum Pajak}} \times 100\%$$

(dalam metode penelitian, dipakai dalam tabel 4.4)

Sehingga tarif pajak efektif pada PT HM Sampoerna Tbk periode 2002 sampai 2005 sebagai berikut :

Tabel 4.4 : Hasil Perhitungan Tarif Pajak Efektif

TAHUN	Beban Pajak	Laba Sebelum Pajak	t (%)
	1	2	1÷2
2002	864772	2566802	33.69%
2003	767289	2199497	34.88%
2004	1019166	3059104	33.32%
2005	1288139	3724660	34.58%

Sumber : Lampiran 2 dan 4

Dari perhitungan diatas, maka dapat diketahui bahwa tarif pajak efektif PT HM Sampoerna Tbk periode 2003 memiliki nilai yang paling tinggi, yaitu sebesar 34,88%. Perolehan tarif pajak efektif tahun 2003 menjadi yang paling tinggi dikarenakan adanya jumlah beban pajak dan laba sebelum pajak yang paling minim. Sedangkan tarif bunga efektif yang terkecil diperoleh pada tahun 2004, yaitu sebesar 33,32% dengan jumlah beban pajak Rp 1.019.166 dan laba sebelum pajak senilai Rp 3.059.104.

Setelah diketahui biaya hutang sebelum pajak (K_d) dan faktor tarif pajak (t) maka besarnya biaya hutang jangka panjang dapat diketahui. Besarnya biaya hutang jangka panjang setelah pajak dapat dihitung dengan formula :

$$k_{da} = k_d \times (1 - t)$$

(dalam metode penelitian, dipakai dalam tabel 4.5)

Dengan demikian biaya hutang setelah pajak PT HM Sampoerna Tbk periode 2002 sampai 2005 dapat dilihat sebagai berikut :

Tabel 4.5 : Hasil Perhitungan Biaya Hutang

TAHUN	kd 1	t 2	1-t 3	kdt (%) 1×3
2002	0.1678	0.3369	0.6631	11.13%
2003	0.1361	0.3488	0.6512	8.86%
2004	0.1351	0.3332	0.6668	9.01%
2005	0.1532	0.3458	0.6542	10.02%

Sumber : Hasil Perhitungan Tabel 4.3 dan 4.4

Berdasarkan tabel perhitungan diatas maka biaya hutang PT HM Sampoerna Tbk selama periode 2002 sampai 2003 mengalami penurunan, dengan nilai 11,13% menjadi 8,86%. Sedangkan pada periode 2003 sampai 2005 biaya hutang setelah pajak PT HM Sampoerna meningkat dari tahun ke tahun, peningkatan tersebut sebesar 9,01% di tahun 2004 dari total 8,86% di tahun 2003 dan meningkat menjadi 10,02% pada tahun 2005 dari biaya hutang tahun 2004 sebesar 9,01%. Jumlah biaya hutang setelah pajak PT HM Sampoerna Tbk yang tertinggi terjadi di tahun 2002, yaitu pada masa sebelum divestasi.

4.2.3 Biaya Modal (*Cost of Equity / Ke*)

Biaya modal dihitung berdasarkan biaya saham biasa. Besarnya biaya tersebut dihitung dengan menggunakan pendekatan *Capital Assets Price Model* (CAPM) yaitu pendekatan yang menghitung tingkat pengembalian saham biasa yang diharapkan oleh para penyandang dana dari tingkat bunga beban resiko ditambah dengan premi resiko (pasar).

Pendekatan *Capital Assets Price Model* (CAPM) dapat dinyatakan dengan formula :

$$k_s = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

(dalam metode penelitian, dipakai dalam tabel 4.10)

Biaya modal saham biasa dari PT HM Sampoerna Tbk periode 2002 sampai 2005 dapat dihitung dengan langkah-langkah sebagai berikut :

a. Menentukan Tingkat Suku Bunga Bebas Resiko (R_f)

Tingkat suku bunga bebas resiko yang digunakan adalah tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), sebab tingkat SBI merupakan piranti operasi di pasar modal. Selain itu, penjualan SBI tidak dilakukan oleh lembaga perbankan saja, namun juga bisa dilakukan oleh masyarakat baik perorangan maupun perusahaan yang memiliki SBI.

Perhitungan tingkat suku bunga bebas resiko diambil dari suku bunga rata-rata SBI selama 12 bulan, yang kemudian diambil rata-rata perbulanan. Berdasarkan lampiran 8 maka dapat diketahui tingkat bunga bebas resiko mulai tahun 2002 sampai 2005 sebagai berikut :

Tabel 4.6 : Hasil Perhitungan Tingkat Bunga Bebas Resiko (R_f)

TAHUN	SBI / Tahun	R_f
2002	14,95%	0,0125
2003	9,94%	0,0083
2004	7,45%	0,0062
2005	9,14%	0,0076

Sumber : Perhitungan Lampiran 8

Dengan demikian dapat diketahui bahwa tingkat bunga bebas resiko (R_f) tahun tertinggi terjadi pada tahun 2002, yaitu sebesar 1,25%. Hal tersebut dikarenakan tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) di tahun 2002 merupakan yang tertinggi. Sedangkan tingkat bunga bebas resiko yang terkecil diperoleh pada tahun 2004, sebesar 0,62%, karena tingkat suku bunga SBI di tahun 2004 rata-rata pertahun sebesar 7,45%, yang merupakan tingkat suku bunga SBI terendah.

b. Menentukan Tingkat Pengembalian yang diharapkan Saham (R_m)

Tingkat pengembalian yang diharapkan saham (R_m) dapat dihitung dengan rumus :

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

(dalam metode penelitian, dipakai dalam tabel 4.7)

Pada penelitian ini, IHSG yang digunakan adalah IHSG perbulanan mulai tahun 2002 sampai 2005. perhitungan tingkat pengembalian yang diharapkan saham PT HM Sampoerna Tbk dapat dilihat sebagai berikut :

Tabel 4.7 : Hasil Perhitungan R_m

TAHUN	IHSG / Tahun	R_m
2002	455.632	0,0099
2003	517,22	0,0434
2004	805.694	0,0326
2005	1.089.729	0,0138

Sumber : Perhitungan Lampiran 9

Berdasarkan tabel perhitungan R_m diatas maka dapat diketahui bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan saham (R_m) yang terbesar terjadi di tahun 2005, yaitu 0,0138. Hal tersebut disebabkan oleh besarnya rata-rata IHSG tahun 2004 yang tinggi sebesar 1.089.729, sedangkan nilai R_m terkecil terjadi di tahun 2002 sebesar 0,0099 dengan rata-rata IHSG yang kecil pula, yaitu 455.632. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa besarnya R_m berbanding lurus dengan IHSG sebab nilai IHSG cenderung meningkat setiap bulan.

c. Menentukan Tingkat Keuntungan suatu Saham (R_i)

Tingkat keuntungan suatu saham (R_i) dalam penelitian ini menggunakan Indeks Harga Saham Individual (IHSI) perusahaan yang bersangkutan. Formula untuk menghitung tingkat keuntungan suatu saham (R_i) ialah sebagai berikut :

$$R_i = \frac{IHSI_t - IHSI_{t-1}}{IHSI_t}$$

(dalam metode penelitian, dipakai dalam tabel 4.8)

Jenis indeks harga saham individual yang digunakan ialah perbulanan mulai tahun 2002 sampai 2005. hasil perhitungan tingkat keuntungan suatu saham dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel 4.8 : Hasil Perhitungan Ri

TAHUN	IHSI / Tahun	Ri
2002	784.557	0,0196
2003	763.889	0,0206
2004	1.087.136	0,0366
2005	1.738.471	0,0291

Sumber : Perhitungan Lampiran 10

Hasil perhitungan tingkat keuntungan saham PT HM Sampoerna Tbk tahun 2002 -2005 diatas menunjukkan pada tahun 2004 merupakan tingkat keuntungan saham yang tertinggi yaitu 0,0366 atau 3,66%. Tingkat keuntungan saham PT HM Sampoerna Tbk tahun 2002 – 2004 cenderung meningkat, dari tahun 2002 dengan Ri sebesar 1,96% menjadi 2,06% di tahun 2003 dan meningkat menjadi 3,66% pada tahun 2004. Sedangkan pada tahun 2005 nilai Ri menurun menjadi 2,91%, walaupun perolehan IHSI per tahun PT HM Sampoerna Tbk meningkat. Hal tersebut dikarenakan nilai IHSI PT HM Sampoerna Tbk tahun 2005 mengalami kenaikan dan penurunan, sehingga kondisi yang tidak stabil ini mengakibatkan nilai Ri yang menurun.

d. Menentukan ukuran resiko saham perusahaan (β)

Ukuran resiko saham perusahaan dapat dihitung dengan formula :

$$\beta = \frac{\sum xy - n(\text{rata-rata } x)(\text{rata-rata } y)}{\sum x^2 - n(\text{rata-rata } x)^2}$$

(dalam metode penelitian, dipakai dalam tabel 4.9)

Dengan menggunakan formula diatas maka diperoleh hasil perhitungan ukuran resiko saham perusahaan (β) sebagai berikut :

Tabel 4.9 : Hasil Analisis β

TAHUN	β
2002	12,479
2003	12,859
2004	12,151
2005	-0,3118

Sumber : Perhitungan Lampiran 11

Dari perhitungan yang terdapat pada lampiran 11, maka dapat diketahui bahwa tingkat resiko saham biasa pada tahun 2003 merupakan yang tertinggi dengan nilai 1,2859 dan pada tahun 2005 merupakan ukuran resiko saham perusahaan yang terendah yakni dengan nilai -0,3118. Apabila dilihat dari perhitungannya, maka PT HM Sampoerna Tbk pada tahun 2002 sampai dengan 2004 memiliki nilai β lebih dari 0 (nol), sehingga dapat dikategorikan memiliki tingkat pengembalian pasar yang tinggi. Sedangkan pada tahun 2005, setelah divestasi, PT HM Sampoerna Tbk memiliki nilai β yang negatif (lebih kecil dari nol), yang berarti bahwa tingkat pengembalian pasar PT HM Sampoerna Tbk kepada para investor tergolong rendah.

Setelah komponen-komponen yang diperlukan untuk menghitung biaya modal saham diketahui, maka dapat dihitung besarnya biaya modal PT HM Sampoerna Tbk pada periode 2002 sampai 2005, yang dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel 4.10 : Hasil Perhitungan Biaya Modal Saham

TAHUN	Rf	β	Rm	Ke
2002	0.0125	1.2479	0.0099	0.0093
2003	0.0083	1.2859	0.0434	0.0534
2004	0.0062	1.2151	0.0326	0.0383
2005	0.0076	-0.3118	0.0138	0.0057

Sumber : Perhitungan Lampiran 8, 9, dan 11

Dari perhitungan tersebut jumlah biaya modal saham yang paling baik terjadi pada tahun 2003 sebesar 5,34%. Pada tahun 2005, periode setelah divestasi, nilai biaya modal saham PT HM Sampoerna Tbk ialah yang terkecil yaitu 0,57%. Menurunnya nilai biaya modal saham pada tahun 2005 tersebut dikarenakan nilai β yang negatif. Namun jumlah biaya modal saham (k_e) PT HM Sampoerna Tbk yang positif menunjukkan bahwa investor akan bersedia menanamkan modalnya dan memperoleh keuntungan dari perusahaan tersebut.

4.2.4 Struktur Modal Perusahaan

Struktur modal suatu perusahaan dapat diketahui dengan melakukan perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri (modal saham). Untuk mengetahui besarnya hutang jangka panjang dan modal saham dapat dilihat pada lampiran 1 dan 3. Dengan demikian struktur modal perusahaan dapat diketahui sebagai berikut :

Tabel 4.11 : Hasil Perhitungan Komposisi Struktur Modal PT HM Sampoerna Tbk

	2002	2003	2004	2005
Hutang Jangka Panjang	2,338,360	2,491,621	2,650,788	1,996,105
Modal Saham	5,200,893	5,768,407	4,859,430	4,575,555
Jumlah	7,539,253	8,260,028	7,510,218	6,571,660
Komposisi Hutang Jangka Panjang	31.02%	30.16%	35.30%	30.37%
Komposisi Modal Saham	68.98%	69.84%	64.70%	69.63%

Sumber : Lampiran 1 dan 2

Dari tabel struktur modal tersebut dapat diketahui jumlah struktur modal yang dibiayai dari hutang jangka panjang tertinggi pada tahun 2004 dengan nilai 35,30% dan modal saham di tahun 2003 dengan nilai 69,84%. Berdasarkan tabel struktur modal perusahaan diatas, dapat dinyatakan bahwa sebagian besar kegiatan operasional PT HM Sampoerna Tbk dibiayai dari modal saham. Hal tersebut tercermin dalam komposisi modal saham tahun 2002 sampai 2005 berkisar 60% keatas.

4.2.5 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital / WACC*)

WACC adalah biaya modal rata-rata tertimbang yang merupakan perimbangan antara proporsi sumber modal masing-masing yaitu hutang dan modal sendiri dengan biaya modal individualnya. Dengan demikian, perhitungan WACC dapat dihitung dengan formula :

$$WACC = (Komposisi\ Hutang \times k_d) + (Komposisi\ Modal\ Sendiri \times k_e)$$

(dalam metode penelitian, dipakai dalam tabel 4.12)

Tabel berikut ini adalah tabel perhitungan WACC PT M Sampoerna Tbk periode 2002 sampai 2006 :

Tabel 4.12 : Hasil Perhitungan Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)

TAHUN	Ke	We	Kdt	Wd	WACC
2002	0.0093	0.6898	0.1113	0.3102	0.0409
2003	0.0534	0.6984	0.0886	0.3016	0.064
2004	0.0383	0.647	0.0901	0.353	0.0566
2005	0.0057	0.6963	0.1002	0.3037	0.0344

Sumber : Hasil Perhitungan Tabel 4.5, 4.10, dan 4.11

Berdasarkan tabel 4.12, dapat diketahui bahwa tahun 2003 biaya modal rata-rata tertimbang yang harus ditanggung PT HM Sampoerna Tbk sebesar 6,40% dan jumlah ini lebih besar dari tahun 2005 yaitu setelah divestasi. Pada tahun 2005, WACC PT HM Sampoerna Tbk merupakan yang terkecil dibandingkan dengan periode-periode sebelumnya, yaitu periode sebelum divestasi. Hal tersebut dikarenakan nilai biaya modal PT HM Sampoerna Tbk di tahun 2005 ialah yang terkecil dengan komposisi hutang jangka panjang sebesar 30,37%.

4.2.6 *Economic Value Added (EVA)*

Economic Value Added (EVA) merupakan salah satu alat ukur kinerja keuangan untuk mengetahui nilai tambah ekonomi perusahaan. Nilai tambah ekonomi perusahaan dapat diwujudkan dalam kemampuan perusahaan untuk mengelola modal yang tersedia secara efisien. Komponen-komponen perhitungan EVA terdiri dari NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*), *Capital* dan WACC (*Weghted Average Cost of Capital*), sehingga untuk memperoleh EVA dipergunakan rumus sebagai berikut :

$$EVA = NOPAT - (Capital \times WACC)$$

(dalam metode penelitian, dipakai dalam tabel 4.13)

Tabel dibawah ini menunjukkan nilai EVA yang diperoleh PT HM Sampoerna Tbk pada periode 2002 sampai 2005, yaitu periode pada saat sebelum dan sesudah divestasi dilakukan.

Tabel 4.13 : Hasil Perhitungan *Economic Value Added (EVA)*

TAHUN	NOPAT	CAPITAL	WACC	EVA
2002	2064401	7771200	0.04091	1746484
2003	1785542	8502855	0.064041	1241012
2004	2410162	8882070	0.056572	1907689
2005	2745621	8112789	0.034377	2460197

Sumber : Perhitungan Lampiran 12, 13 dan tabel 4.12

Berdasarkan tabel perhitungan EVA tersebut dapat diketahui bahwa selama periode tahun 2002 sampai dengan tahun 2005, PT HM Sampoerna telah mampu memberikan nilai tambah ekonomi terhadap perusahaan dan para investornya. Nilai EVA yang rata-rata positif menunjukkan bahwa harapan dari para penyandang dana (investor) serta perusahaan dapat terpenuhi. Nilai EVA terbesar diperoleh pada tahun 2005, sebesar 2.460.197, yaitu pada masa setelah divestasi. Besarnya nilai EVA tahun 2005 dipengaruhi oleh jumlah laba bersih yang meningkat dari total laba bersih tahun 2004, yaitu 1.991.852 menjadi 2.383.066. Dan diikuti dengan menurunnya *capital* dan WACC, yang masing-masing bernilai 8.112.789 dan 0,034377, dari total *capital* dan WACC tahun 2004 sebesar 8.882.070 dan 0,056572. Sedangkan nilai EVA yang terkecil terjadi pada tahun 2003 dengan nilai Rp1.241.012, yang disebabkan karena menurunnya jumlah laba bersih operasi setelah pajak, yaitu Rp1.785.542, dan meningkatnya *capital* dan WACC, sebesar Rp8.502.855 dan 0,64041.



BAB 6. KESIMPULAN DAN SARAN

6.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilaksanakan pada PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk Surabaya pada saat sebelum dan sesudah divestasi, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

- a. PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk pada periode pada saat sebelum dan sesudah divestasi mempunyai kinerja *financial* yang cukup baik karena prosentase nilai *Return On Investment* (ROI) lebih tinggi dari tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan nilai *Economic Value Added* (EVA) yang lebih besar dari nol (+). Kinerja *financial* PT HM Sampoerna Tbk sesudah divestasi menjadi lebih baik jika dibandingkan dengan sebelum divestasi. Analisis ROI menunjukkan adanya peningkatan pada periode setelah divestasi menjadi 19,97%, karena meningkatnya laba bersih sesudah pajak yang lebih tinggi dibandingkan peningkatan yang terjadi pada total aktiva. Sedangkan analisis EVA menghasilkan nilai EVA yang positif (+) selama periode tahun 2002 – 2005. Pada periode sesudah divestasi PT HM Sampoerna Tbk memiliki EVA dengan jumlah tertinggi daripada tahun sebelum divestasi, tahun 2002 – 2005. hal tersebut dikarenakan terjadi peningkatan laba bersih sesudah pajak (NOPAT) dan menurunnya *capital charges* ($capital \times cost\ of\ capital$).
- b. Sesuai dengan hasil dari analisis EVA, divestasi PT HM Sampoerna Tbk telah memberikan nilai tambah ekonomi bagi perusahaan, sehingga terciptanya nilai bagi investor dan perusahaan, yaitu terpenuhinya harapan dari para investor serta tujuan perusahaan dapat terpenuhi.

6.2 Saran

Berdasarkan hasil penelitian maka beberapa saran yang dapat diajukan adalah sebagai berikut :

a. Bagi Perusahaan

Penilaian kinerja keuangan perusahaan dapat menggunakan analisis ROI dan EVA. Manfaat dari penggunaan kedua analisis tersebut yaitu dapat mengukur kinerja perusahaan secara internal maupun eksternal. Manfaat internal berupa efisiensi perusahaan dan manfaat eksternal berarti terciptanya kesejahteraan bagi investor. Oleh karena itu, untuk menilai kinerja perusahaan yang ditinjau dari segi keuangan sebaiknya menggunakan analisis ROI dan EVA, tidak hanya menggunakan rasio financial saja.

b. Bagi Investor dan Kreditur

Sebaiknya investor dan kreditur tidak hanya menggunakan laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan sebagai dasar pertimbangan untuk menginvestasikan atau meminjamkan dananya, akan tetapi lebih menitikberatkan pada nilai tambah ekonomi yang dicapai perusahaan karena kemampuan perusahaan membayar *return* dapat dilihat dari nilai tambah ekonomi perusahaan.

c. Bagi Peneliti Selanjutnya

Peneliti selanjutnya diharapkan melakukan penelitian dengan rentang waktu yang lebih panjang dan sampel yang lebih banyak agar hasil penelitiannya dapat lebih mudah digeneralisasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Baridwan, Zaki. 2004. *Intermediate Accounting*. Yogyakarta : BPFE.
- Belkaoui, Ahmed Riabi. 2000. *Accounting Theory*. London : Business Press.
- Bungin, Burhan. 2001. *Metode Penelitian Sosial. Format-format Kuantitatif dan Kualitatif*. Surabaya : Airlangga University Press.
- Bursa Efek Surabaya. 2000. *Prospektus PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk*.
- Hanafi, Mamduh & Halim, Abdul. 2003. *Analisa Laporan Keuangan*. Yogyakarta : UUP AMP YKPN.
- Harahap, Sofyan Syafri. 1993. *Teori Akuntansi*. Jakarta : Rajawali Press.
- _____. 1994. *Teori Akuntansi Laporan Keuangan*. Jakarta : Bumi Aksara.
- Helfert, Erich A. 1991. *Analisis Laporan Keuangan. Edisi Ketujuh*. Jakarta : Erlangga.
- _____. 1997. *Teknik Analisis Keuangan. Edisi Delapan*. Jakarta : Erlangga.
- Higgins, Robert C. 2000. *Analysis for Financial Management*. Singapore : The Mc.Graw-Hill Companies.
- Hitt, Michael A, dkk. 2002. *Merger dan Akuisisi. Panduan Meraih Laba Bagi Para Pemegang Saham*. Jakarta : PT Raja Grafindo Persada.
- Horngren, Harrison; Robinson & Secokusumo. 1997. *Akuntansi di Indonesia. Buku Satu*. Jakarta : Salemba Empat.
- Horne, James C Van & Machowics, John M. 1992. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan. Buku Dua*. Jakarta : Salemba Empat.
- Husnan, Suad. 2000. *Manajemen Keuangan. Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Buku Satu. Yogyakarta : BPFE-Yogyakarta.
- _____. 1996. *Manajemen Keuangan. Buku 2*. Yogyakarta : BPFE Yogyakarta.
- Hunger, J David dan Wheelen, Thomas I. 2003. *Manajemen Strategis*. Yogyakarta : ANDI.

- Jusup, Al Haryono. 1999. *Dasar-dasar Akuntansi*. Yogyakarta : STIE YKPN.
- Koetin, E. A. 1996. *Analisis Pasar Modal*. Jakarta : Pustaka Sinar Harapan.
- Martono dan Harjito, Agus. 2002. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : EKONISIA.
- Munawir, S. 2001. *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta : Liberty.
- Niswonger, Rollin; Frcss, Philip E & Warren, Carl s. 1999. *Prinsip-prinsip Akuntansi*. Jakarta : Erlangga.
- Riyanto, Bambang. 1995. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta : BPFE.
- Sartono, Agus. 2000. *Ringkasan Teori. Manajemen Keuangan. Soal dan Penyelesaiannya Edisi 3*. Yogyakarta : BPFE.
- Siagian, S.P. 1990. *Teori dan Praktek Pengambilan Keputusan*. Jakarta : CV Haji Masagung.
- Soemarso. 1999. *Akuntansi Suatu Pengantar. Edisi Keempat*. Jakarta : Rineka Cipta.
- Sudarsanam. 1999. *The Exsence of Merger and Acquisitions*. Yogyakarta : ANDI Yogyakarta.
- Tim Universitas Jember. 2005. *Pedoman Penulisan Karya Tulis Ilmiah*. Jember : UPT Penerbit Universitas Jember.
- Tim Penyusun Kamus Pusat Pembinaan dan Pengembangan Bahasa. 1996. *Kamus Besar Bahasa Indonesia. Edisi Kedua*. Jakarta : Balai Pustaka.
- Tunggal, Amin Widjaja. 2000. *Dasar-dasar Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta : Rincka Cipta.
- _____. 2002. *Memahami Konsep Balanced Scorecard*. Harvarindo.
- Umar, Nazir. 2004. *Metode Riset Ilmu Adminitrasi. Ilmu Administrasi Negara, Pembangunan, dan Niaga*. Jakarta : Gramedi Pustaka Utama.
- Weiss, Donald H. Tanpa tahun. *Bagaimana Membaca Laporan Keuangan*. Batam : Binarupa Aksara.

Weston, J Fred & Brigham, E F. 1994. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Jilid Dua*. Jakarta : Erlangga.

JURNAL

Arifianto, Teguh Imam. 2002. *Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Pengumuman Divestasi Bank Central Asia (Event Study di Bursa Efek Jakarta*. Jember : FE, UNEJ

Hidayat, Rustam. 1997. *Test Variabel-variabel CAPM sebagai Penentu Tingkat Pengembalian Saham*. Dalam *Usahawan* (Desember XXVI) No. 12. Jakarta.

Mirza, Teuku. 1997. *EVA "Sebagai Alat Penilai"*. Dalam *Usahawan* (April, XXVI) No. 04. Jakarta. Lembaga Management FE UI.

Oktafia, Nur Atika. 2002. *Nilai Tambah Ekonomi Perusahaan Setelah Akuisisi pada Emiten Kelompok Industri Manufaktur yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta*. Jember : FISIP, UNEJ.

Pradhono, 2004. *Pengaruh Economic Value Added, Residual Income, Earnings dan Arus Kas Operasi terhadap Return yang diterima Pemegang Saham*. Surabaya : FE & Pusat Penelitian UK Petra Surabaya.

INTERNET

Fardiansyah, Tedy. 2006. "Bagi-bagi Bonus Eksekutif Ala EVA." *WWW Binus* [serialonline]. <http://www.binus.ac.id/wartajwc/Warta%20JWCjan06.pdf>. [Januari 2006].

Ikhsan, Irvany. 2006. "Divestasi dan *Debt Factoring* BPPN, Kaitannya dengan *Good Corporate Governance* ". <http://googcorporat-governance.blogspot.com>. [Desember 2006]

Marsudi, Bagus. 2005. Negeri Keretek ini Marlboro's Country. Alasan Sampoerna Melepas Sahamnya. *WWW.kontan-online* [serial on line]. [21 Maret 2005].

[www. Sampoerna. Com](http://www.sampoerna.com)

www.bcs.com

PEDOMAN WAWANCARA

1. Sejarah Perusahaan PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk.
2. Falsafah PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk.
3. Struktur Organisasi PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk.
4. Kegiatan Usaha PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk.
5. Perseroan dan Perusahaan Afiliasi PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk.
6. Prospek Usaha PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk.
7. Kepemilikan Saham PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk antara Sebelum dan Sesudah Divestasi.
8. Indeks Harga Saham Individual PT Handjaja Mandala Sampoerna Tbk tahun 2002 sampai dengan tahun 2005.
9. Indeks Harga Saham Gabungan tahun 2001 sampai dengan tahun 2005.
10. Tingkat Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) tahun 2002 sampai dengan tahun 2005.

LAMPIRAN 1

PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA Tbk. AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
December 31, 2002 and 2003
(Expressed in millions Rupiah, except par value per share)

ASSETS	2002	2003
CURRENT ASSETS		
Cash and cash equivalents	1,115,599	1,887,008
Short-term investment	-272,196	10,527
Trade accounts receivable		
Third parties - net of allowance for doubtful accounts of Rp 3,779 in 2003 and Rp 9,824 in 2002	272,196	141,061
Related parties	15,544	2,882
Other receivable - third parties	36,898	50,815
Inventories - net	5,333,008	4,658,728
Prepaid tax and expenses	168,974	164,625
Other current assets	41,557	40,508
Total Current Assets	6,983,776	6,956,154
NON-CURRENT ASSETS		
Deferred tax assets - net	14,508	26,334
Due from related parties	24,121	26,718
Investment in associated companies	100,760	154,480
Derivative instruments	505,147	593,383
Property, plant and equipment - net of accumulate depreciation of Rp 907,951 in 2003 and Rp 784,509 in 2002	1,745,134	2,139,524
Land for development	175,531	175,453
Advances for purchases of property, plant and equipment	103,571	57,224
Goodwill - net	76,350	994
Claims for tax refund	29,037	10,406
Assets not used in operations	19,026	8,584
Others	40,113	48,494
Total Non-Current Assets	2,833,288	3,241,614
TOTAL ASSETS	9,817,074	10,197,768

Sumber : www.sampoerna.com

Data Annual Report PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk Tahun 2002 - 2003

PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA Tbk. AND SUBSIDIARIES
 CONSOLIDATED BALANCE SHEETS (continued)
 December 31, 2002 and 2003
 (Expressed in millions Rupiah, except par value per share)

	<u>2002</u>	<u>2003</u>
LIABILITIES AND EQUITY		
CURRENT LIABILITIES		
Trade account payable		
Third parties	309,930	295,315
Related parties	12,515	3,990
Other payable - third parties	63,473	65,746
Taxes payable and excise tax	1,441,614	1,117,915
Accrued expenses	218,342	211,347
Current maturities of long-term debts		
Bank loans	26,582	-
Obligation under capital lease	11,185	11,303
Total Current Liabilities	<u>2,083,641</u>	<u>1,706,216</u>
NON-CURRENT LIABILITIES		
Deferred tax liabilities - net	95,011	92,698
Long-term debts - net of current maturities		
Bank loans	-	148,143
Obligations under capital lease	15,424	7,896
Guaranteed notes	588,833	557,547
Bonds payable	1,600,000	1,600,000
Estimated liabilities on employee benefits	39,092	85,337
Total Non-Current Liabilities	<u>2,338,360</u>	<u>2,491,621</u>
MINORITY INTERESTS IN NET ASSETS OF CONSOLIDATED SUBSIDIARIES	<u>194,180</u>	<u>231,524</u>
EQUITY		
Share capital - nominal value of Rp 100 per share		
Authorized - 6,300,000,000 shares		
Issued and fully paid - 4,500,000,000 shares	450,000	450,000
Treasury stock at par - 108,130,500 shares	<u>(10,813)</u>	<u>(10,813)</u>
Share capital outstanding	439,187	439,187
Additional paid-in capital	42,162	42,162
Difference in foreign currency translation	491,288	483,002
Difference in the equity transactions of subsidiaries	(31,958)	(32,447)
Revaluation increment in property, plant and equipment	16	16
Unrealized gain on available for sale securities	-	3,453
Retained earnings		
Appropriated	90,000	90,000
Unappropriated	4,170,198	4,743,034
Total Equity	<u>5,200,893</u>	<u>5,768,407</u>
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	<u>9,817,074</u>	<u>10,197,768</u>

Sumber : www.sampoerna.com

Data Annual Report PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk Tahun 2002 - 2003

LAMPIRAN 2

PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA Tbk. AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME
 Years ended December 31, 2002 and 2003
 (Expressed in million Rupiah, except basic earnings per share)

	<u>2002</u>	<u>2003</u>
NET SALES	15,128,664	14,675,125
COST OF GOODS SOLD	10,540,856	10,152,735
GROSS PROFIT	4,587,808	4,522,390
OPERATING EXPENSES		
Selling	978,494	1,197,550
General and administrative	881,819	932,238
Total Operating Expenses	1,860,313	2,129,788
INCOME FROM OPERATION	2,727,495	2,392,602
OTHER CHARGES (INCOME)		
Financing cost	392,422	339,195
Amortization of goodwill	43,956	72,305
Loss (gain) on sales of investment in shares of stock	(42,459)	7,464
Gain on sale of trademark	-	(119,538)
Interest income	(51,612)	(89,998)
Foreign exchange gains and changes in the fair value of derivative instrument - net	(194,903)	(3,897)
Miscellaneous - net	13,480	(4,977)
Other charges - net	160,884	200,554
EQUITY IN NET EARNINGS OF INVESTEEES	191	7,449
INCOME BEFORE TAX EXPENSE (BENEFIT)	2,566,802	2,199,497
TAX EXPENSE (BENEFIT)		
Current	865,667	781,428
Deferred	(895)	(14,139)
Tax Expense - Net	864,772	767,289
INCOME BEFORE MINORITY INTERESTS	1,702,030	1,432,208
MINORITY INTERESTS IN NET EARNINGS OF CONSOLIDATED SUBSIDIARIES	30,946	25,364
NET INCOME	<u>1,671,084</u>	<u>1,406,844</u>
BASIC EARNINGS PER SHARE	<u>374</u>	<u>321</u>

Sumber : www.sampoerna.com

Data Annual Report PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk Tahun 2002 - 2003

LAMPIRAN 3

PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA Tbk. AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
December 31, 2004 and 2005
(Expressed in millions Rupiah, except par value per share)

ASSETS	<u>2004</u>	<u>2005</u>
CURRENT ASSETS		
Cash and cash equivalents	2,428,218	1,352,844
Short-term investment	20,917	-
Trade receivable		
Third parties - net of allowance for doubtful accounts of Rp 554 in 2005 and Rp 8,752 in 2004	262,628	421,056
Related parties	8,806	8,421
Other receivable		
Third parties	52,940	76,201
Related parties	-	17,763
Inventories - net	4,883,760	6,261,716
Prepaid tax and expenses	324,982	535,384
Derivative instrument	808,010	-
Other assets	45,186	55,788
Total Current Assets	<u>8,835,447</u>	<u>8,729,173</u>
NON-CURRENT ASSETS		
Deferred tax assets	23,645	4,068
Due from related parties	23,585	-
Investment in share	178,681	175,574
Fixed assets - net of accumulated depreciation of Rp 1,401,315 and assets impairment of Rp 166,308 in 2005 (2004: Rp 1,070,976 and Rp 11,612)	2,176,405	2,399,467
Land for development	352,388	352,168
Goodwill	870	99,476
Prepaid pension costs	27,407	91,518
Other assets	80,837	83,156
Total Non-Current Assets	<u>2,863,818</u>	<u>3,205,427</u>
TOTAL ASSETS	<u>11,699,265</u>	<u>11,934,600</u>

Sumber : [www. Sampoerna. Com](http://www.Sampoerna.Com)

Data Annual Report PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk Tahun 2004 - 2005

PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA Tbk. AND SUBSIDIARIES
 CONSOLIDATED BALANCE SHEETS (continued)
 December 31, 2004 and 2005
 (Expressed in millions Rupiah, except par value per share)

	<u>2004</u>	<u>2005</u>
LIABILITIES		
Current Liabilities		
Short-term bank loans	-	600,000
Trade payables		
Third parties	426,723	700,248
Related parties	39,584	197,464
Other payables - third parties	59,587	93,720
Taxes and excise tax payable	2,047,538	2,420,391
Accrued expenses	243,803	409,988
Long term debt matured in one year :		
Bonds payable	1,000,000	-
Guaranteed notes	-	648,112
Bank loan	42,789	39,417
Obligations under capital lease	11,636	7,394
Total current liabilities	<u>3,871,620</u>	<u>5,116,734</u>
Non-current liabilities		
Deferred tax liabilities	78,021	61,711
Long term debts :		
Bond payable	1,597,625	1,598,125
Guaranteed notes	611,886	-
Bank loan	171,155	118,250
Obligations under capital lease	7,284	5,516
Employee benefits obligations	156,730	179,776
Deferred revenue	28,087	32,727
Total non-current liabilities	<u>2,650,788</u>	<u>1,996,105</u>
MINORITY INTEREST	<u>317,427</u>	<u>246,206</u>
EQUITY		
Share capital		
Authorized capital - 6,300,000,000 ordinary shares with par value of Rp 100 (full Rupiah) per share		
Issued and fully paid 4,383,000,000 ordinary shares	438,300	438,300
Additional paid-in capital	42,077	42,077
Cumulative translation adjustments	554,224	590,857
Difference in equity transactions of subsidiaries	(32,447)	(33,372)
Fixed assets revaluation reserve	16	16
Unrealised gains on available for sale securities	7,104	-
Retained earnings		
Appropriated	90,000	90,000
Unappropriated	3,760,156	3,447,677
Total equity	<u>4,859,430</u>	<u>4,575,555</u>
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	<u><u>11,699,265</u></u>	<u><u>11,934,600</u></u>

LAMPIRAN 4

PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA Tbk. AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME
Years ended December 31, 2004 and 2005
 (Expressed in million Rupiah, except basic earnings per share)

	<u>2004</u>	<u>2005</u>
NET SALES	17,646,694	24,660,038
COST OF GOODS SOLD	11,839,970	17,439,228
GROSS PROFIT	5,806,724	7,220,810
OPERATING EXPENSES		
Selling	1,537,472	2,174,363
General and administrative	1,085,974	1,106,942
Total Operating Expenses	2,623,446	3,281,305
OPERATING INCOME	3,183,278	3,939,505
OTHER INCOME/(EXPENSES)		
Interest income	127,678	102,194
Rent income	47,627	90,842
Financing costs	(358,236)	(305,833)
Assets impairment expense	(11,612)	(153,172)
Miscellaneous - net	64,846	47,670
Other expenses - net	(129,697)	(218,299)
Share of results of associates	5,523	3,454
Profit before income tax	3,059,104	3,724,660
Income tax expenses/(benefit)		
Current	1,031,154	1,284,872
Deferred	(11,988)	3,267
Income tax expenses - net	1,019,166	1,288,139
Consolidated profit before minority interest	2,039,938	2,436,521
Minority interest	48,086	53,455
Net income	1,991,852	2,383,066
Basic earnings per share (full Rupiah) calculated based on outstanding weighted average number of share of 4,383,000,000 shares in 2005 (2004: 4,382,721,958)	<u>454</u>	<u>544</u>

Sumber : [www. Sampoerna. Com](http://www.Sampoerna.Com)

Data Annual Report PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk Tahun 2004 - 2005

LAMPIRAN 5

**SUKU BUNGA SERTIFIKAT BANK INDONESIA
TAHUN 2002 - 2005**

Tingkat Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI)

Bulan	2002	2003	2004	2005
Januari	16.93%	12.69%	7.86%	7.42%
Februari	16.86%	12.24%	7.70%	7.43%
Maret	16.76%	11.40%	7.42%	7.44%
April	16.61%	11.06%	7.33%	7.70%
Mei	15.51%	10.44%	7.32%	7.95%
Juni	15.11%	9.53%	7.34%	8.25%
Juli	14.93%	9.10%	7.36%	8.49%
Agustus	14.35%	8.91%	7.37%	8.75%
September	13.22%	8.66%	7.39%	10.00%
Oktober	13.10%	8.48%	7.41%	11.00%
November	13.06%	8.49%	7.41%	12.25%
Desember	12.93%	8.31%	7.43%	13.01%
Rata-rata	14.95%	9.94%	7.45%	9.14%

Sumber : Data Bursa Efek Surabaya Tahun 2002 - 2005

LAMPIRAN 6

**INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG)
TAHUN 2001 - 2005**

Bulan	2001	2002	2003	2004	2005
Januari	425,614	451,636	388,443	752,932	1,045,435
Februari	428,303	453,246	399,220	761,081	1,073,828
Maret	381,050	481,775	398,004	735,677	1,080,165
April	358,232	534,062	450,861	783,413	1,029,613
Mei	405,863	530,790	494,776	732,516	1,088,169
Juni	437,620	505,009	505,499	732,401	1,122,376
Juli	444,081	463,669	507,985	756,983	1,182,301
Agustus	435,552	443,674	529,675	754,704	1,050,090
September	392,479	419,307	597,652	820,134	1,079,275
Oktober	383,735	369,044	625,546	860,487	1,066,224
November	380,308	390,425	617,080	977,767	1,096,641
Desember	392,036	424,945	691,895	1,000,233	1,162,635

Sumber : Data Bursa Efek Surabaya Tahun 2001 - 2005

LAMPIRAN 7

INDEKS HARGA SAHAM INDIVIDUAL (IHSI)
PT HANDAJA MANDALA SAMPOERNA Tbk
TAHUN 2001 - 2005

Bulan	2001	2002	2003	2004	2005
Januari	-	858,135	590,278	1,001,984	1,478,175
Februari	-	892,857	585,317	967,262	1,617,063
Maret	-	897,817	585,317	887,897	2,053,000
April	-	868,056	709,325	1,011,905	2,073,413
Mei	-	907,738	763,889	972,222	1,746,032
Juni	-	813,492	823,413	1,011,905	1,666,667
Juli	-	783,730	813,492	1,081,349	1,617,063
Agustus	-	768,849	803,571	1,051,587	1,666,667
September	-	669,643	897,817	1,210,317	1,726,190
Oktober	-	590,278	863,095	1,190,476	1,736,111
November	-	629,960	843,254	1,339,286	1,716,270
Desember	634,921	734,127	887,897	1,319,444	1,765,000

Sumber : Data Bursa Efek Surabaya Tahun 2001 - 2005

LAMPIRAN 8

TINGKAT BUNGA BEBAS RESIKO (Rf)
TAHUN 2002-2005

TAHUN 2002

Bulan	SBI	Rf
Januari	16,93%	0,0141
Februari	16,86%	0,0141
Maret	16,76%	0,0140
April	16,61%	0,0138
Mei	15,51%	0,0129
Juni	15,11%	0,0126
Juli	14,93%	0,0124
Agustus	14,35%	0,0120
September	13,22%	0,0110
Oktober	13,10%	0,0109
November	13,06%	0,0109
Desember	12,93%	0,0108
Σ	179,37%	0,1495
$\bar{\Sigma}$	14,95%	0,0125

Sumber : Lampiran 5 diolah

TAHUN 2003

Bulan	SBI	Rf
Januari	12,69%	0,0106
Februari	12,24%	0,0102
Maret	11,40%	0,0095
April	11,06%	0,0092
Mei	10,44%	0,0087
Juni	9,53%	0,0079
Juli	9,10%	0,0076
Agustus	8,91%	0,0074
September	8,66%	0,0072
Oktober	8,48%	0,0071
November	8,49%	0,0071
Desember	8,31%	0,0069
Σ	119,31%	0,0994
$\bar{\Sigma}$	9,94%	0,0083

Sumber : Lampiran 5 diolah

TAHUN 2004

Bulan	SBI	Rf
Januari	7,86%	0,0066
Februari	7,70%	0,0064
Maret	7,42%	0,0062
April	7,33%	0,0061
Mei	7,32%	0,0061
Juni	7,34%	0,0061
Juli	7,36%	0,0061
Agustus	7,37%	0,0061
September	7,39%	0,0062
Oktober	7,41%	0,0062
November	7,41%	0,0062
Desember	7,43%	0,0062
Σ	89,34%	0,0745
$\bar{\Sigma}$	7,45%	0,0062

Sumber : Lampiran 5 diolah

TAHUN 2005

Bulan	SBI	Rf
Januari	7,42%	0,0062
Februari	7,43%	0,0062
Maret	7,44%	0,0062
April	7,70%	0,0064
Mei	7,95%	0,0066
Juni	8,25%	0,0069
Juli	8,49%	0,0071
Agustus	8,75%	0,0073
September	10,00%	0,0083
Oktober	11,00%	0,0092
November	12,25%	0,0102
Desember	13,01%	0,0108
Σ	109,69%	0,0914
$\bar{\Sigma}$	9,14%	0,0076

Sumber : Lampiran 5 diolah

LAMPIRAN 9

TINGKAT PENGEMBALIAN YANG DIHARAPKAN SAHAM (Rm)
TAHUN 2002 – 2005

TAHUN 2002

Bulan	IHSG			Rm
	Awal	Akhir	Selisih	
Januari	392.036	451.636	59.600	0.1520
Februari	451.636	453.246	1.610	0.0036
Maret	453.246	481.775	28.529	0.0629
April	481.775	534.062	52.287	0.1085
Mei	534.062	530.790	-3.272	-0.0061
Juni	530.790	505.009	-25.781	-0.0486
Juli	505.009	463.669	-41.340	-0.0819
Agustus	463.669	448.674	-14.995	-0.0323
September	448.674	419.304	-29.370	-0.0655
Oktober	419.304	369.044	-50.260	-0.1199
November	369.044	390.425	21.381	0.0579
Desember	390.425	424.945	34.520	0.0884
Jumlah				0.1192
Rata-rata				0.0099

Sumber : Lampiran 6 diolah

TAHUN 2003

Bulan	IHSG			Rm
	Awal	Akhir	Selisih	
Januari	424.945	388.443	-36.502	-0.0859
Februari	388.443	399.220	10.777	0.0277
Maret	399.220	398.004	-1.216	-0.0030
April	398.004	450.861	52.857	0.1328
Mei	450.861	494.776	43.915	0.0974
Juni	494.776	505.499	10.723	0.0217
Juli	505.499	507.985	2.486	0.0049
Agustus	507.985	529.675	21.690	0.0427
September	529.675	597.652	67.977	0.1283
Oktober	597.652	625.546	27.894	0.0467
November	625.546	617.080	-8.466	-0.0135
Desember	617.080	691.895	74.815	0.1212
Jumlah				0.5210
Rata-rata				0.0434

Sumber : Lampiran 6 diolah

TAHUN 2004

Bulan	IHSG			Rm
	Awal	Akhir	Selisih	
Januari	691.895	752.932	61.037	0.0882
Februari	752.932	761.081	8.149	0.0108
Maret	761.081	735.677	-25.404	-0.0334
April	735.677	783.413	47.736	0.0649
Mei	783.413	732.516	-50.897	-0.0650
Juni	732.516	732.401	-0.115	-0.0002
Juli	732.401	756.983	24.582	0.0338
Agustus	756.983	754.704	-2.279	-0.0030
September	754.704	820.134	65.430	0.0867
Oktober	820.134	860.487	40.353	0.0492
November	860.487	977.767	117.280	0.1363
Desember	977.767	1.000.233	22.466	0.0230
Jumlah				0.3911
Rata-rata				0.0326

Sumber : Lampiran 6 diolah

TAHUN 2005

Bulan	IHSG			Rm
	Awal	Akhir	Selisih	
Januari	1.000.233	1.045.435	45.202	0.0452
Februari	1.045.435	1.073.828	28.393	0.0272
Maret	1.073.828	1.080.165	6.337	0.0059
April	1.080.165	1.029.613	-50.552	-0.0468
Mei	1.029.613	1.088.169	58.556	0.0569
Juni	1.088.169	1.122.376	34.207	0.0314
Juli	1.122.376	1.182.301	59.925	0.0534
Agustus	1.182.301	1.050.090	-132.211	-0.1118
September	1.050.090	1.079.275	29.185	0.0278
Oktober	1.079.275	1.066.224	-13.051	-0.0121
November	1.066.224	1.096.641	30.417	0.0285
Desember	1.096.641	1.162.635	65.994	0.0602
Jumlah				0.1658
Rata-rata				0.0138

Sumber : Lampiran 6 diolah

LAMPIRAN 10

TINGKAT KEUNTUNGAN SUATU SAHAM (Ri)
TAHUN 2002 – 2005

TAHUN 2002

Bulan	IHSI			Ri
	Awal	Akhir	Selisih	
Januari	634.921	858.135	223.214	0.3516
Februari	858.135	892.857	34.722	0.0405
Maret	892.857	897.817	4.960	0.0056
April	897.817	868.056	-29.761	-0.0331
Mei	868.056	907.738	39.682	0.0457
Juni	907.738	813.492	-94.246	-0.1038
Juli	813.492	783.73	-29.762	-0.0366
Agustus	783.730	768.849	-14.881	-0.0190
September	768.849	669.643	-99.206	-0.1290
Oktober	669.643	590.278	-79.365	-0.1185
November	590.278	629.96	39.682	0.0672
Desember	629.960	734.127	104.167	0.1654
Jumlah				0.2358
Rata-rata				0.0196

Sumber : Lampiran 7 diolah

TAHUN 2003

Bulan	IHSI			Ri
	Awal	Akhir	Selisih	
Januari	734.127	590.278	143.849	-0.1959
Februari	590.278	585.317	-4.961	-0.0084
Maret	585.317	585.317	0.000	0.0000
April	585.317	709.325	124.008	0.2119
Mei	709.325	763.889	54.564	0.0769
Juni	763.889	823.413	59.524	0.0779
Juli	823.413	813.492	-9.921	-0.0120
Agustus	813.492	803.571	-9.921	-0.0122
September	803.571	897.817	94.246	0.1173
Oktober	897.817	863.095	-34.722	-0.0387
November	863.095	843.254	-19.841	-0.0230
Desember	843.254	887.897	44.643	0.0529
Jumlah				0.2467
Rata-rata				0.0206

Sumber : Lampiran 7 diolah

TAHUN 2004

Bulan	IHSI			Ri
	Awal	Akhir	Selisih	
Januari	887.897	1.001.984	114.087	0.1285
Februari	1.001.984	967.262	-34.722	-0.0346
Maret	967.262	887.897	-79.365	-0.0821
April	887.897	1.011.905	124.008	0.1397
Mei	1.011.905	972.222	-39.683	-0.0392
Juni	972.222	1.011.905	39.683	0.0408
Juli	1.011.905	1.081.349	69.444	0.0686
Agustus	1.081.349	1.051.587	-29.762	-0.0275
September	1.051.587	1.210.317	158.730	0.1509
Oktober	1.210.317	1.190.476	-19.841	-0.0164
November	1.190.476	1.339.286	148.810	0.1250
Desember	1.339.286	1.319.444	-19.842	-0.0148
Jumlah				0.4389
Rata-rata				0.0366

Sumber : Lampiran 7 diolah

TAHUN 2005

Bulan	IHSI			Ri
	Awal	Akhir	Selisih	
Januari	1.319.444	1.478.175	158.731	0.1203
Februari	1.478.175	1.617.063	138.888	0.0940
Maret	1.617.063	2.053.000	435.937	0.2696
April	2.053.000	2.073.413	20.413	0.0099
Mei	2.073.413	1.746.032	-327.381	-0.1579
Juni	1.746.032	1.666.667	-79.365	-0.0455
Juli	1.666.667	1.617.063	-49.604	-0.0298
Agustus	1.617.063	1.666.667	49.604	0.0307
September	1.666.667	1.726.190	59.523	0.0357
Oktober	1.726.190	1.736.111	9.921	0.0067
November	1.736.111	1.716.270	-19.841	-0.0114
Desember	1.716.270	1.765.000	48.730	0.0284
Jumlah				0.3497
Rata-rata				0.0291

Sumber : Lampiran 7 diolah

LAMPIRAN II

UKURAN RESIKO SAHAM PERUSAHAAN (β)
TAHUN 2002 – 2005

TAHUN 2002

BULAN	Rm	Ri	Rf	x	y	xy	x ²
Januari	0.1520	0.3516	0.0141	0.1379	0.3375	0.0465	0.0190
Februari	0.0036	0.0405	0.0141	-0.0105	0.0264	-0.0003	0.0001
Maret	0.0629	0.0056	0.0140	0.0490	-0.0084	-0.0004	0.0024
April	0.1085	-0.0331	0.0138	0.0947	-0.0470	-0.0044	0.0090
Mei	-0.0081	0.0457	0.0129	-0.0191	0.0328	-0.0006	0.0004
Juni	-0.0486	-0.1038	0.0126	-0.0612	-0.1164	0.0071	0.0037
Juli	-0.0819	-0.0368	0.0124	-0.0943	-0.0490	0.0046	0.0089
Agustus	-0.0431	-0.0190	0.0120	-0.0551	-0.0309	0.0017	0.0030
September	-0.0655	-0.1290	0.0110	-0.0765	-0.1400	0.0107	0.0058
Oktober	-0.1199	-0.1185	0.0109	-0.1308	-0.1294	0.0169	0.0171
November	0.0579	0.0672	0.0109	0.0471	0.0563	0.0027	0.0022
Desember	0.0884	0.1654	0.0108	0.0776	0.1546	0.0120	0.0060
Jumlah				-0.0411	0.0863	0.0965	0.0777
Rata-rata				-0.0034	0.0072		

Sumber : Lampiran 8 - 10

$$\beta = \frac{\sum xy - n(\text{rata-rata } x)(\text{rata-rata } y)}{\sum x^2 - n(\text{rata-rata } x)^2}$$

$$\beta = \frac{0,0965 - 12 (-0,0034) (0,0072)}{0,0777 - 12 (-0,0034)^2}$$

$$\beta = \frac{0,0965 + 0,000294}{0,0777 - 0,000139}$$

$$\beta = 1,2479$$

TAHUN 2003

BULAN	Rm	Ri	Rf	x	y	xy	x ²
Januari	-0.0859	-0.1959	0.0106	-0.0965	-0.2035	0.0199	0.0093
Februari	0.0277	-0.0084	0.0102	0.0175	-0.0186	-0.0003	0.0003
Maret	-0.0030	0.0000	0.0095	-0.0125	-0.0095	0.0001	0.0002
April	0.1328	0.2119	0.0092	0.1236	0.2026	0.0250	0.0153
Mei	0.0974	0.0769	0.0087	0.0887	0.0682	0.0061	0.0079
Juni	0.0217	0.0779	0.0079	0.0137	0.0700	0.0010	0.0002
Juli	0.0049	-0.0120	0.0076	-0.0027	-0.0196	0.0001	0.0000
Agustus	0.0427	-0.0122	0.0074	0.0353	-0.0196	-0.0007	0.0012
September	0.1283	0.1173	0.0072	0.1211	0.1101	0.0133	0.0147
Oktober	0.0467	-0.0387	0.0071	0.0396	-0.0457	-0.0018	0.0016
November	-0.0135	-0.0230	0.0071	-0.0206	-0.0301	0.0006	0.0004
Desember	0.1212	0.0529	0.0069	0.1143	0.0460	0.0053	0.0131
Jumlah				0.4216	0.1473	0.0685	0.0641
Rata-rata				0.0351	0.0123		

Sumber : Lampiran 8 - 10

$$\beta = \frac{\sum xy - n(\text{rata-rata } x)(\text{rata-rata } y)}{\sum x^2 - n(\text{rata-rata } x)^2}$$

$$\beta = \frac{0,0685 - 12 (0,0351) (0,0123)}{0,0641 - 12 (0,0351)^2}$$

$$\beta = \frac{0,0685 - 0,005181}{0,0641 - 0,014784}$$

$$\beta = 1,2859$$

TAHUN 2004

BULAN	Rm	Ri	Rf	x	y	xy	x ²
Januari	0.0882	0.1285	0.0068	0.0817	0.1219	0.0100	0.00667
Februari	0.0108	-0.0348	0.0064	0.0044	-0.0410	-0.0002	0.00002
Maret	-0.0334	-0.0821	0.0062	-0.0396	-0.0882	0.0035	0.00157
April	0.0649	0.1397	0.0061	0.0588	0.1336	0.0079	0.00345
Mei	-0.0650	-0.0392	0.0061	-0.0711	-0.0453	0.0032	0.00505
Juni	-0.0002	0.0408	0.0061	-0.0063	0.0347	-0.0002	0.00004
Juli	0.0336	0.0686	0.0061	0.0274	0.0625	0.0017	0.00075
Agustus	-0.0030	-0.0275	0.0061	-0.0092	-0.0336	0.0003	0.00008
September	0.0867	0.1509	0.0062	0.0805	0.1447	0.0117	0.00649
Oktober	0.0492	-0.0164	0.0062	0.0430	-0.0226	-0.0010	0.00185
November	0.1363	0.1250	0.0062	0.1301	0.1188	0.0155	0.01693
Desember	0.0230	-0.0148	0.0062	0.0168	-0.0210	-0.0004	0.00028
Jumlah				0.3167	0.3645	0.0519	0.04319
Rata-rata				0.0264	0.0304		

Sumber : Lampiran 8 - 10

$$\beta = \frac{\sum xy - n(\text{rata-rata } x)(\text{rata-rata } y)}{\sum x^2 - n(\text{rata-rata } x)^2}$$

$$\beta = \frac{0,0519 - 12 (0,0264) (0,0304)}{0,04319 - 12 (0,0264)^2}$$

$$\beta = \frac{0,0519 - 0,009631}{0,04319 - 0,008364}$$

$$\beta = 1,2151$$

TAHUN 2005

BULAN	Rm	Ri	Rf	x	y	xy	x ²
Januari	0.0452	0.1203	0.0062	0.0390	0.1141	0.0045	0.0015223
Februari	0.0272	0.0940	0.0062	0.0210	0.0878	0.0018	0.0004414
Maret	0.0059	0.2696	0.0062	-0.0003	0.2634	-0.0001	0.0000001
April	-0.0468	0.0099	0.0064	-0.0532	0.0035	-0.0002	0.0028320
Mei	0.0569	-0.1579	0.0066	0.0503	-0.1645	-0.0083	0.0025276
Juni	0.0314	-0.0455	0.0069	0.0245	-0.0524	-0.0013	0.0006015
Juli	0.0534	-0.0298	0.0071	0.0463	-0.0369	-0.0017	0.0021460
Agustus	-0.1118	0.0307	0.0073	-0.1191	0.0234	-0.0028	0.0141828
September	0.0278	0.0357	0.0083	0.0195	0.0274	0.0005	0.0003790
Oktober	-0.0121	0.0057	0.0092	-0.0213	-0.0035	0.0001	0.0004523
November	0.0285	-0.0114	0.0102	0.0183	-0.0216	-0.0004	0.0003346
Desember	0.0602	0.0284	0.0108	0.0494	0.0176	0.0009	0.0024362
Jumlah				0.0744	0.2583	-0.0069	0.0278557
Rata-rata				0.0062	0.0215		

Sumber : Lampiran 8 - 10

$$\beta = \frac{\sum xy - n(\text{rata } x)(\text{rata } y)}{\sum x^2 - n(\text{rata } x)^2}$$

$$\beta = \frac{-0,0069 - 12 (0,0062) (0,0215)}{0,0278557 - 12 (0,0062)^2}$$

$$\beta = \frac{-0,0069 - 0,0015996}{0,0278557 - 0,0004613}$$

$$\beta = -0,3118$$

LAMPIRAN 12

**NET OPERATING PROFIT AFTER TAX (NOPAT)
TAHUN 2002-2005**

URAIAN	2002	2003	2004	2005
Net Profit After Tax (NPAT)	1.671.084	1.432.208	2.039.938	2.436.521
Financing Costs	392.422	339.195	358.236	305.833
(Taxes Saved)	895	14.139	11.988	(3.267)
NOPAT	2.064.401	1.785.542	2.410.162	2.739.087

Sumber : Lampiran 2 dan 4

LAMPIRAN 13

**CAPITAL
TAHUN 2002-2005**

URAIAN	2002	2003	2004	2005
Total Assets	9.817.074	10.197.768	11.699.265	11.934.600
Trade Payable				
- Third parties	309.930	295.915	426.723	700.248
- Related parties	12.515	3.990	39.564	197.464
Other payable – third parties	63.473	65.746	59.567	93.720
Taxes and excise tax payable	1.441.614	1.117.915	2.047.538	2.420.391
Accrued expenses	218.342	211.347	243.863	409.988
CAPITAL	7.771.200	8.502.855	8.882.070	8.112.789

Sumber : Lampiran 1 dan 3

www.kontan-online.com

No. 24, Tahun IX, 21 Maret 2005

BisnisNegri Keretek ini Marlboro's Country/Alasan Sampoerna melepas sahamnya/Alasan penjualan saham Sampoerna ke Philip Morris masih menjadi misteri besar. Maklum, kondisi pabrik rokok ini sedang bagus. Apa langkah Putra setelah mengantongi duit sekitar Rp 18 triliun. Bagus Marsudi

Sejak awal pekan ini kursi Direktur Utama PT HM Sampoerna terasa kesepian. Michael Joseph Sampoerna, 27 tahun, pemilik kursi itu empat tahun belakangan, tiba-tiba enggan mendudukinya. Tampaknya, itulah ungkapan kekecewaannya terhadap sang ayah, Putra Sampoerna, yang menjual saham miliknya pada Philip Morris Internasional. Nilainya top benar: Rp 18,6 triliun, lebih besar dari dana kompensasi BBM yang kini diributkan. Mendung kesedihan tak cuma menaungi si anak bangsa kelahiran Houston, Texas. Senin 14 Maret lalu, senggukan tangis dan mata serabab banyak ditemui di lantai 16, 17, dan 18 di Plaza Bapindo. Gelombang keterkejutan bukan cuma melanda karyawan, melainkan kabarnya juga menjangkiti para direksi. Beberapa waktu lalu, menurut seorang karyawan Sampoerna, memang sempat ada pembicaraan aksi Philip Morris ini. Namun, tak seorang pun menduga eksekusinya begitu cepat. Konon, hanya kalangan komisaris yang tahu pasti soal rencana akuisisi terbesar di negeri ini. Kata sumber tersebut, Kamis pekan lalu, Michael diminta segera ke Singapura. Di sana, Putra memberi tahu soal rencana penjualan saham warisan engkong Liem Seeng Tee itu kepada jawara kobot dari Amerika. Hari Minggu, atas permintaan ayahnya, Michael mengumpulkan keluarga besarnya di Surabaya. Saat itulah, secara resmi, kabar rencana penjualan saham diberitahukan pada segenap keluarga. Jelas saja, kabar ini bak petir di siang bolong. Reaksi boragim juga muncul dari berbagai kalangan. "Bukan basi-basi. Dapat rezeki kok enggak dibagi-bagi," ungkap Ismanu Semiran, Ketua Gabungan Perserikatan Pabrik Rokok Indonesia (Gappri) setengah berkelakar. Muhamad Moefli, Ketua Gabungan Produsen Rokok Putih Indonesia (Gaprindo), tak kalah kaget. "Saya masih belum mendapat informasi jelas soal akuisisi ini," ujarnya ketika ditanyai soal proses penjualan yang selama ini terkesan tertutup rapat. Philip Morris ingin meraja di Indonesia. Banyak orang bertanya-tanya, ada apa di balik penjualan saham berjudul HMSP di bursa itu kepada Philip Morris International? Tentu sayang, jika industri rokok yang selama ini sudah menjadi ikon tradisi asli Indonesia mesti jatuh ke tangan asing. Tapi, ada pula yang yakin bahwa peristiwa ini bakal menjadi pertanda baik bagi bisnis rokok keretek. "Ini bisa menjadi jembatan industri rokok keretek untuk go global," tutur Ismanu. Pihak Philip Morris mengaku bahwa salah satu alasan untuk masuk bisnis rokok keretek lantaran pasar dalam negeri cukup gede, sekitar 92% dari total konsumsi rokok. "Jika ingin menjadi pemain rokok besar di Indonesia, kami harus masuk ke industri rokok keretek," ungkap Matteo Pellegrini, Presiden Philip Morris Asia Pacific. Kesamaan filosofi manajemen dan produk premium dengan merek yang sudah dikenal luas menjadi pertimbangan utama. "Ini sesuai dengan strategi global kita untuk pasar Indonesia," tambahnya. Kendati begitu, alasan Sampoerna menjual saham itu belum terkuak benar. Para pejuang HM Sampoerna seolah satu suara: diam. "Tanya langsung ke Pak Putra," begitu pesan singkat Djoko Susanto, salah satu direktur. Niken Raclunad, Kepala Bidang Komunikasi PT HM Sampoerna, mengungkapkan bahwa penjualan saham ini merupakan pilihan terbaik. Seolnya, produsen Marlboro itu juga menawar dengan harga tinggi. Soal alasan yang sebenarnya, "Itu urusan pemegang saham. Saya tak bisa menjawab karena hanya mewakili perusahaan," kilahnya. Menurut informasi yang diperoleh KONTAN, proses negosiasi yang tersuap cukup rapat ini tak lepas dari peran Putra Sampoerna sebagai pemegang saham pengendali. Saham mayoritas yang dipegang oleh Dubuis Holding (33,28%) diduga Putra langsung yang mengendalikannya. Itu belum

termasuk beberapa saham yang ikut diperdagangkan di bursa. Kemungkinan besar, Budi Sampoerna lewat PT Lancar Sampoerna Bestari (5,34%) juga ikut mendukung penjualan saham ini. Harga tinggi, Rp 10.600 per saham yang ditawarkan Philip Morris jelas saja menggiurkan. Ada, memang, kabar soal perbedaan pendapat di tengah keluarga Sampoerna, sehingga akhirnya si babe patah arang. Tapi, sepanjang yang didengar KONTAN, transaksi ini semata-mata didasarkan atas pertimbangan bisnis. Beban industri rokok dianggap sudah cukup berat. Regulasi soal HJE (harga jual eceran) dan cukai beberapa tahun terakhir bisa jadi masih terkendah. Tapi ke depan, boleh jadi makin menggila. "Pak Putra kan berpikir ke depan. Mungkin lebih baik beban itu ditanggung pemilik baru," ucap sumber KONTAN mengulangi ucapan seorang komisaris. Maklum, di industri rokok keretek, Sampoerna sulit dibidang berjaya. Permintaan terbesar rokok masih dipegang jenis SKM (sigaret keretek mesin). Dalam pasar ini, Gudang Garam dan Djurum jauh lebih berkuasa. Yang bisa diandalkan Sampoerna adalah jenis SKT (sigaret keretek tangan) lewat Dji Sam Soe dan Sampoerna Hijau. Di produk SKT premium ini, Sampoerna layak diperhitungkan. Toh, langkah bidak Putra Sampoerna ini tetap menghasilkan tanda tanya besar. Benarkah bisnis rokok keretek mulai memasuki senja kala? Ismanu menampik anggapan ini. Menurutnya, dalam 10 tahun ke depan bisnis rokok keretek tetap akan bersinar. "Pasar rokok akan terus terjadi regenerasi," tandasnya. Terbukti penjualannya tiap tahun selalu naik. Regulasi yang kini jalan pun masih dalam kadar wajar. Cuma, lantaran ini bisnis yang khas, sejatinya tak semua investor bisa masuk ke bisnis ini. +++ Berkelit Ketika Terjepit Bisnis rokok, boleh dibidang, tergolong sektor bisnis terlarang. Lihat saja, di banyak negara, produk ini dikendalikan yang tak bisa dibidang kecil. Tentu saja, alasan utamanya, agar produk rokok tak bisa beredar bebas. Di kawasan yang memiliki standar hidup dan kesehatan tinggi seperti Amerika dan Eropa, industri rokok jadi bualan-bualan. Bukan cuma regulasi dibikin ketat. Pemasangan iklan dan penjualannya pun dibatasi. Beberapa perusahaan rokok besar semacam Philip Morris terbilang rajin menuai gugatan. Maret ini, misalnya, pengadilan Madison County, Illinois, menghukum Philip Morris sebesar US\$ 12 miliar lantaran iklannya dituntut menyebarkan dampak buruk merokok. Tak cuma itu, Altria, induk perusahaan Philip Morris, juga terliit kasus serupa di pengadilan Jefferson County, Mississippi, dan West Virginia. Lantaran terjepit di banyak negara, bukan tak mungkin Philip Morris, produsen Marlboro dan L&M ini, mengincar Indonesia yang lebih berjaya dengan rokok kereteknya. Tapi, mungkinkah dia bakal menggeser orientasi bisnisnya dengan melirik ke pasar rokok keretek? Matteo Pellegrini, Presiden Philip Morris Asia Pacific, menggelak dugaan itu. Menurutnya, kebijakan strategi global perusahaannya adalah mengembangkan pasar rokok. Melihat karakteristik pasar rokok di Indonesia, mau tidak mau PMI juga menyesuaikan diri. "Kita melihat peluang cukup besar dalam industri rokok keretek," tuturnya. Dengan pendapatan bersih sekitar Rp 9 triliun pada tahun lalu, tentu saja prospek bisnis Sampoerna menggiurkan pihak asing. Masalahnya, karakteristik keretek dan rokok putih agak lain. Rokok keretek bermuansa padat karya, sebaliknya dengan rokok putih. Maka, kemungkinan adanya efisiensi dan perampingan organisasi bisa saja terjadi. Itu berarti ancaman bagi industri padat karya itu. Inilah yang dikhawatirkan oleh banyak pihak. "Jika datang sebagai kawan, kita welcome. Tapi, bila datang untuk menjajah, kita akan berjuang agar mereka hengkang," tandas Ismanu Semiran, Ketua Gabungan Perserikatan Pabrik Rokok Indonesia (Gappri). John Mosman, salah satu mitra pemasok rokok untuk Sampoerna, juga berharap hal itu tak terjadi. "Kita berharap tak ada perubahan yang drastis dengan adanya pembelian saham ini," katanya.

LAMPIRAN 15

DAFTAR PERUSAHAAN EMITEN DI BURSA EFEK SURABAYA

No	Name	Code	Sector	Listed on	Listing Date	Issued Instrument
1	<u>Broadband Multimedia Tbk.</u>	KBLV	ADVR	SSX	25-FEB-2000	Stock
2	<u>Indosiar Karya Media Tbk.</u>	IDKM	ADVR	SSX, JSX	04-OCT-2004	Stock
3	<u>Indosiar Visual Mandiri</u>	IDSR	ADVR	SSX, JSX	31-JUL-2003	Bond
4	<u>Jawa Pos</u>	JPOS	ADVR	SSX	11-DEC-2003	Bond
5	<u>Rajawali Citra Televisi Indonesia</u>	RCTI	ADVR	SSX	24-OCT-2003	Bond
6	<u>Surya Citra Televisi</u>	SCTV	ADVR	SSX	30-JUN-2003	Bond
7	<u>Cipendawa Agroindustri Tbk.</u>	CPDW	ANIM	SSX, ISX	02-JUL-1990	Stock
8	<u>Multibreeder Adirama Indonesia Tbk.</u>	MBAI	ANIM	SSX, JSX	28-FEB-1994	Stock
9	<u>Astra International Tbk.</u>	ASII	AUTO	SSX, JSX	04-APR-1990	Stock
10	<u>Branta Mulia Tbk.</u>	BRAM	AUTO	SSX	05-SEP-1990	Bond
11	<u>Gajah Tenggol Tbk.</u>	GJTL	AUTO	SSX, JSX	05-MAY-1990	Stock
12	<u>Goodyear Indonesia Tbk.</u>	GDYR	AUTO	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
13	<u>Indomobil Sukses Internasional Tbk.</u>	IMAS	AUTO	SSX, ISX	15-NOV-1993	Stock
14	<u>Indospring Tbk.</u>	INDS	AUTO	SSX, ISX	10-AUG-1990	Stock
15	<u>Multi Prima Sejahtera Tbk.</u>	LPIN	AUTO	SSX, JSX	05-FEB-1990	Stock
16	<u>Multistrada Arah Sarana Tbk.</u>	MASA	AUTO	SSX, JSX	09-JUN-2005	Stock
17	<u>Nipress Tbk.</u>	NIPS	AUTO	SSX, JSX	24-JUL-1991	Stock
18	<u>Polychem Indonesia Tbk.</u>	ADMG	AUTO	SSX, JSX	21-OCT-1993	Stock
19	<u>Prima Alloy Steel Universal Tbk.</u>	PRAS	AUTO	SSX, ISX	12-JUL-1990	Stock
20	<u>Selamat Sempurna Tbk.</u>	SMSM	AUTO	SSX, JSX	09-SEP-1996	Stock
21	<u>Bank Agroniaga Tbk.</u>	AGRO	BANK	SSX, ISX	08-AUG-2003	Stock
22	<u>Bank Buana Indonesia Tbk.</u>	BBIA	BANK	SSX, JSX	28-JUL-2000	Stock & Bond
23	<u>Bank Bukopin Tbk.</u>	BBKP	BANK	SSX, ISX	15-JUL-2003	Stock & Bond
24	<u>Bank Central Asia Tbk.</u>	BBCA	BANK	SSX, JSX	31-MAY-2000	Stock
25	<u>Bank Century Tbk.</u>	BCIC	BANK	SSX, JSX	25-JUN-1997	Stock
26	<u>Bank DKI</u>	BDKI	BANK	SSX	23-JUN-1997	Bond
27	<u>Bank Danamon Indonesia Tbk.</u>	BDMN	BANK	SSX, JSX	06-DEC-1989	Stock
28	<u>Bank Ekspor Indonesia (Persero)</u>	BEXI	BANK	SSX	09-JUL-2003	Bond
29	<u>Bank Internasional Indonesia Tbk.</u>	BNI	BANK	SSX, JSX	21-NOV-1989	Stock
30	<u>Bank Jabar</u>	BIBR	BANK	SSX	25-APR-2000	Bond
31	<u>Bank Lampung</u>	BLAM	BANK	SSX	14-JUL-2005	Bond
32	<u>Bank Lippo Tbk.</u>	LPBN	BANK	SSX, JSX	10-NOV-1989	Stock
33	<u>Bank Mandiri (Persero) Tbk.</u>	BMRI	BANK	SSX, JSX	14-JUL-2003	Stock
34	<u>Bank Mayapada Internasional Tbk.</u>	MAYA	BANK	SSX, JSX	29-AUG-1997	Stock & Bond
35	<u>Bank Mega Tbk.</u>	MEGA	BANK	SSX, ISX	17-APR-2000	Stock
36	<u>Bank Muamalat Indonesia Tbk.</u>	BBMI	BANK	SSX	21-JUL-2003	Bond
37	<u>Bank NISP Tbk.</u>	NISP	BANK	SSX	27-JUN-1997	Bond
38	<u>Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk.</u>	BANI	BANK	SSX, ISX	25-NOV-1996	Stock & Bond
39	<u>Bank Niaga Tbk.</u>	BNGA	BANK	SSX, JSX	29-NOV-1989	Stock
40	<u>Bank Pan Indonesia Tbk.</u>	PNBN	BANK	SSX, JSX	16-JUN-1990	Stock & Bond
41	<u>Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur (PT Bank Jatim)</u>	BJTM	BANK	SSX	14-JUL-2003	Bond

42	<u>Bank Pembangunan Daerah Nusa Tenggara Barat (PT Bank NTB)</u>	BNTB	BANK	SSX	11-APR-2005	Bond
43	<u>Bank Pembangunan Daerah Sulawesi Utara (PT Bank Sulut)</u>	BSLT	BANK	SSX	12-MAY-2005	Bond
44	<u>Bank Pembangunan Daerah Sumatera Barat (PT Bank Nagari)</u>	BSBR	BANK	SSX	25-JUL-1997	Bond
45	<u>Bank Pembangunan Daerah Sumatera Selatan (PT Bank Sumsel)</u>	BDS5	BANK	SSX	16-JUL-2003	Bond
46	<u>Bank Permata Tbk</u>	BNLI	BANK	SSX, ISX	15-JAN-1990	Stock & Bond
47	<u>Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk</u>	BRI	BANK	SSX, JSX	10-NOV-2003	Stock & Bond
48	<u>Bank Syariah Mandiri</u>	BBSM	BANK	SSX	03-NOV-2003	Bond
49	<u>Bank Tabungan Negara (Persero)</u>	BBTN	BANK	SSX	24-DEC-1995	Bond
50	<u>GT Kabel Indonesia Tbk</u>	KBLI	CABL	SSX, JSX	28-OCT-1992	Stock
51	<u>Sumi Indo Kabel Tbk</u>	IKBI	CABL	SSX, JSX	21-JAN-1991	Stock
52	<u>Holcim Indonesia Tbk</u>	SMCB	CEMN	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
53	<u>Indocement Tunggak Prakarsa Tbk</u>	INTP	CEMN	SSX, JSX	05-DEC-1989	Stock
54	<u>Semen Baturaja (Persero)</u>	SBTR	CEMN	SSX	23-JUN-2004	Bond
55	<u>Semen Gresik (Persero) Tbk</u>	SMGR	CEMN	SSX, JSX	08-JUL-1991	Stock
56	<u>Intikeramik Alamasri Industri Tbk</u>	IKAI	CERM	SSX, ISX	04-JUN-1997	Stock
57	<u>Keramika Indonesia Asosiasi Tbk</u>	KIAS	CERM	SSX	06-DEC-1994	Stock
58	<u>Muliaglass</u>	MLSS	CERM	SSX	21-JUL-1997	Bond
59	<u>Ekadharma Tape Industries Tbk</u>	EKAD	CHEM	SSX, JSX	14-AUG-1990	Stock
60	<u>Eterindo Wahanatama Tbk</u>	ETWA	CHEM	SSX, ISX	16-MAY-1997	Stock
61	<u>Resource Alam Indonesia Tbk</u>	KKGI	CHEM	SSX, ISX	01-JUL-1991	Stock
62	<u>Sorini Corporation Tbk</u>	SDBI	CHEM	SSX, JSX	03-AUG-1992	Stock
63	<u>Unggul Indah Cahaya Tbk</u>	UNIC	CHEM	SSX, ISX	06-NOV-1989	Stock & Bond
64	<u>Tambang Batubara Bukit Asam Tbk</u>	PTBA	COAL	SSX, JSX	23-DEC-2002	Stock
65	<u>Astra Graphia Tbk</u>	ASGR	COMP	SSX, ISX	25-NOV-1989	Stock & Bond
66	<u>Indoexchange Tbk</u>	INDX	COMP	SSX, ISX	17-MAY-2001	Stock
67	<u>Limas Centric Indonesia PT Tbk</u>	LMAS	COMP	SSX, ISX	28-DEC-2001	Stock
68	<u>Metrodata Electronics Tbk</u>	MTDL	COMP	SSX, JSX	09-APR-1990	Stock
69	<u>Multipolar Corporation Tbk</u>	MLPL	COMP	SSX, JSX	06-NOV-1989	Stock
70	<u>Myth Technology Tbk</u>	MYTH	COMP	SSX	27-JUL-2000	Stock
71	<u>Adhi Karya (Persero) Tbk</u>	ADHI	CONS	SSX, JSX	18-MAR-2004	Stock & Bond
72	<u>Bukaka Teknik Utama Tbk</u>	BUKK	CONS	SSX	09-JAN-1995	Stock
73	<u>Pembangunan Perumahan (Persero)</u>	PBPR	CUNS	SSX	02-SEP-2004	Bond
74	<u>Petrosea Tbk</u>	PTRO	CONS	SSX, JSX	21-MAY-1990	Stock
75	<u>Waskita Karya (Persero)</u>	WSKT	CONS	SSX	20-NOV-2003	Bond
76	<u>Wijaya Karya (Persero)</u>	WIKA	CONS	SSX	15-JUL-1996	Bond
77	<u>Sara Lee Body Care Ind. Tbk</u>	PROD	COSM	SSX	16-JUN-1989	Stock
78	<u>Unilever Indonesia Tbk</u>	UNVR	COSM	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
79	<u>Bumi ResourceS Tbk</u>	BUMI	CRUD	SSX, ISX	30-JUL-1990	Stock
80	<u>Apexindo Pratama Duta Tbk</u>	APEX	ENGY	SSX	11-APR-2005	Bond
81	<u>Medco Energi Internasional Tbk</u>	MEDC	ENGY	SSX	13-JUL-2004	Bond
82	<u>Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk</u>	PGAS	ENGY	SSX, ISX	15-DEC-2003	Stock
83	<u>Perusahaan Listrik Negara (Persero)</u>	PPLN	ENGY	SSX	08-NOV-1993	Bond
84	<u>Charoen Pokphand Indonesia Tbk</u>	CPIN	FEED	SSX, ISX	07-JUL-2003	Bond
85	<u>Japfa Comfeed Indonesia Tbk</u>	JPPA	FEED	SSX, JSX	23-OCT-1989	Stock

86	<u>Pupuk Kalimantan Timur Tbk</u>	PKPT	FERT	SSX	10-JUN-2002	Bond
87	<u>Bahtera Adimina Samudra Tbk</u>	BASS	FISH	SSX	12-JUN-2000	Bond
88	<u>Dharma Samudera Fishing Industries Tbk.</u>	DSFI	FISH	SSX, JSX	24-MAR-2000	Stock
89	<u>Adira Dinamika Multi Finance Tbk</u>	ADMF	FNAN	SSX, JSX	31-MAR-2004	Stock & Bond
90	<u>Astra Sedaya Finance</u>	ASDF	FNAN	SSX	14-APR-2000	Bond
91	<u>BCA Finance</u>	BCAF	FNAN	SSX	23-FEB-2007	Bond
92	<u>BFI Finance Indonesia Tbk</u>	BFIN	FNAN	SSX, JSX	16-MAY-1990	Stock
93	<u>Beta Inti Multifinance</u>	BETA	FNAN	SSX	18-FEB-2004	Bond
94	<u>Bhakti Finance PT</u>	BFNC	FNAN	SSX	15-OCT-2004	Bond
95	<u>Buana Finance Tbk</u>	BBLD	FNAN	SSX, JSX	07-MAY-1990	Stock
96	<u>Clipan Finance Indonesia Tbk.</u>	CFIN	FNAN	SSX, JSX	20-JAN-2000	Stock & Bond
97	<u>Danasupra Erapacific Tbk.</u>	DEFI	FNAN	SSX, JSX	17-MAY-2000	Stock
98	<u>Duta Kirana Finance Tbk.</u>	DKFT	FNAN	SSX	21-NOV-1997	Stock
99	<u>Federal International Finance</u>	FIFA	FNAN	SSX	12-SEP-2002	Bond
100	<u>Indo Jasa Pratama</u>	IIPA	FNAN	SSX	07-NOV-2003	Bond
101	<u>Indocitra Finance Tbk.</u>	INCF	FNAN	SSX, JSX	18-DEC-1989	Stock
102	<u>Indomobil Finance Indonesia</u>	IMFI	FNAN	SSX	20-OCT-2004	Bond
103	<u>Oto Multiartha</u>	OTMA	FNAN	SSX	10-MAY-2002	Bond
104	<u>Pegadaian (Perum)</u>	PPGD	FNAN	SSX	22-JUL-1996	Bond
105	<u>Summit Oto Finance</u>	SOFN	FNAN	SSX	10-MAR-2006	Bond
106	<u>Swadharma Indotama Finance</u>	SIFC	FNAN	SSX	07-JUL-2000	Bond
107	<u>Tunas Financindo Sarana</u>	TUFI	FNAN	SSX	04-JUN-2003	Bond
108	<u>U Finance Indonesia</u>	UFIN	FNAN	SSX	27-DEC-2005	Bond
109	<u>Wahana Ottomitra Multiartha Tbk.</u>	WOMF	FNAN	SSX, JSX	13-DEC-2004	Stock & Bond
110	<u>Ades Waters Indonesia Tbk</u>	ADES	FOOD	SSX, JSX	13-JUN-1994	Stock
111	<u>Aqua Golden Mississippi Tbk</u>	AQUA	FOOD	SSX, JSX	01-MAR-1990	Stock
112	<u>Delta Djakarta Tbk.</u>	DLTA	FOOD	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
113	<u>Indofood Sukses Makmur Tbk.</u>	INDF	FOOD	SSX, JSX	03-OCT-1994	Stock & Bond
114	<u>Mayora Indah Tbk.</u>	MYOR	FOOD	SSX, JSX	04-JUL-1990	Stock & Bond
115	<u>Multi Bintang Indonesia Tbk.</u>	MIBI	FOOD	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
116	<u>SMART Tbk</u>	SMAR	FOOD	SSX, JSX	20-NOV-1992	Stock
117	<u>Sari Husada Tbk.</u>	SHDA	FOOD	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
118	<u>Sekar Bumi Tbk.</u>	SKBM	FOOD	SSX	05-JAN-1993	Stock
119	<u>Sekar Laut Tbk.</u>	SKLT	FOOD	SSX, JSX	08-SEP-1993	Stock
120	<u>Tunas Baru Lampung Tbk.</u>	TBLA	FOOD	SSX, JSX	01-NOV-2004	Stock & Bond
121	<u>Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk.</u>	ULTJ	FOOD	SSX, JSX	02-JUL-1990	Stock & Bond
122	<u>Fortune Mate Indonesia Tbk.</u>	FMII	FOOT	SSX, JSX	30-JUN-2000	Stock
123	<u>Newera Footwear Indonesia</u>	NEFI	FOOT	SSX	21-NOV-2003	Bond
124	<u>Sepatu Bata Tbk</u>	BATA	FOOT	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
125	<u>Surya Intrindo Makmur Tbk.</u>	SIMM	FOOT	SSX, JSX	28-MAR-2000	Stock
126	<u>Kedaung Indah Can Tbk.</u>	KICI	HOSE	SSX, JSX	28-OCT-1993	Stock
127	<u>Kedawang Setia Industrial Ltd. Tbk.</u>	KDSI	HOSE	SSX, JSX	29-JUL-1996	Stock
128	<u>Langgeng Makmur Industri Tbk.</u>	LMPI	HOSE	SSX, JSX	17-OCT-1994	Stock
129	<u>Maspion</u>	MASP	HOSE	SSX	11-JUL-2003	Bond
130	<u>Eatertainment International Tbk.</u>	SMMT	HOTL	SSX	29-FEB-2000	Stock
131	<u>Grahamas Citrawisata Tbk.</u>	GMCW	HOTL	SSX	14-FEB-1995	Stock
132	<u>Hotel Sahid Jaya International Tbk.</u>	SHID	HOTL	SSX, JSX	08-MAY-1990	Stock

133	<u>Island Concepts Indonesia Tbk.</u>	ICON	HOTL	SSX	06-JUL-2005	Stock
134	<u>Mas Murni Indonesia Tbk</u>	MAMI	HOTL	SSX, JSX	09-FEB-1994	Stock
135	<u>Pembangunan Graha Lestari Indah Tbk</u>	PGLI	HOTL	SSX, JSX	11-MAY-2000	Stock
136	<u>Plaza Indonesia Realty Tbk</u>	PLIN	HOTL	SSX, JSX	15-JUN-1992	Stock
137	<u>Pusako Tarinka Tbk</u>	PSKT	HOTL	SSX	29-SEP-1995	Stock
138	<u>Sona Topas Tounsm Industry Tbk.</u>	SONA	HOTL	SSX	29-JUN-2004	Bond
139	<u>Asuransi Bina Dana Arta Tbk</u>	ABDA	INSR	SSX, JSX	06-JUL-1989	Stock
140	<u>Asuransi Bintang Tbk</u>	ASBI	INSR	SSX, JSX	29-NOV-1989	Stock
141	<u>Asuransi Dayin Mitra Tbk</u>	ASDM	INSR	SSX, JSX	15-DEC-1989	Stock
142	<u>Asuransi Harta Aman Pratama Tbk</u>	AHAP	INSR	SSX, JSX	14-SEP-1990	Stock
143	<u>Asuransi Ramayana Tbk</u>	ASRM	INSR	SSX, JSX	19-MAR-1990	Stock
144	<u>Lippo General Insurance Tbk.</u>	LPGI	INSR	SSX, JSX	22-JUL-1997	Stock
145	<u>Maskapai Reasuransi Indonesia Tbk.</u>	MREI	INSR	SSX, JSX	04-SEP-1989	Stock
146	<u>Panin Insurance Tbk.</u>	PNIN	INSR	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
147	<u>Panin Life Tbk.</u>	PNLF	INSR	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
148	<u>Bakrie & Brothers Tbk.</u>	BNBR	INVS	SSX, JSX	28-AUG-1989	Stock
149	<u>Bimantara Citra Tbk.</u>	BMTR	INVS	SSX, JSX	17-JUL-1995	Stock
150	<u>Eka Gunatama Mandiri</u>	EKGM	INVS	SSX	07-AUG-1997	Bond
151	<u>Alumindo Light Metal Industry Tbk</u>	ALMI	METL	SSX, JSX	02-JAN-1997	Stock
152	<u>Betonjaya Manunggal Tbk</u>	BTON	METL	SSX, JSX	18-JUL-2001	Stock
153	<u>Citra Tubindo Tbk.</u>	CTBN	METL	SSX, JSX	28-NOV-1989	Stock
154	<u>Indal Aluminium Industry Tbk</u>	INAI	METL	SSX, JSX	05-DEC-1994	Stock
155	<u>Itamaraya Gold Industri Tbk.</u>	ITMA	METL	SSX	10-DEC-1990	Stock
156	<u>Jaya Pari Steel Corporation Ltd. Tbk.</u>	JPRS	METL	SSX, JSX	04-AUG-1989	Stock
157	<u>Lion Metal Works Tbk.</u>	LIDW	METL	SSX, JSX	20-AUG-1993	Stock
158	<u>Lionmesh Prima Tbk.</u>	LMSH	METL	SSX, JSX	04-JUN-1990	Stock
159	<u>Tembaga Mulia Semanan Tbk.</u>	TBMS	METL	SSX, JSX	23-MAY-1990	Stock
160	<u>Antam Tbk</u>	ANTM	MNRL	SSX, JSX	27-NOV-1997	Stock
161	<u>Timah Tbk</u>	TINS	MNRL	SSX, JSX	19-OCT-1995	Stock
162	<u>Bhakti Investama Tbk.</u>	BHIT	OTHE	SSX, JSX	24-NOV-1997	Stock & Bond
163	<u>Danareksa (Persero)</u>	DNRK	OTHE	SSX	02-JUL-2003	Bond
164	<u>Equity Development Investment Tbk.</u>	GSMI	OTHE	SSX, JSX	23-OCT-1989	Stock
165	<u>Lippo Securities Tbk.</u>	LPPS	OTHE	SSX, JSX	28-MAR-1994	Stock
166	<u>Makindo Tbk</u>	MKDD	OTHE	SSX, JSX	09-JAN-1998	Stock
167	<u>Pacific Utama Tbk</u>	LPPF	OTHE	SSX, JSX	10-OCT-1989	Stock
168	<u>Sinarmas Multiartha Tbk.</u>	SMMA	OTHE	SSX, JSX	05-JUL-1995	Stock
169	<u>Infoasia Teknologi Global Tbk</u>	IATG	OTNC	SSX	28-DEC-2004	Bond
170	<u>Jasa Angkasa Semesta Tbk</u>	JASS	OTNC	SSX	15-JUL-2002	Stock
171	<u>Lippo E-Net Tbk.</u>	LPLI	OTNC	SSX, JSX	23-OCT-1989	Stock
172	<u>Okansa Persada Tbk</u>	OKAS	OTNC	SSX	17-APR-2006	Stock
173	<u>Peiita Sejahtera Abadi Tbk</u>	PSAB	OTNC	SSX	22-APR-2003	Stock
174	<u>Pool Advista Indonesia Tbk</u>	PODI	OTNC	SSX, JSX	20-MAY-1991	Stock
175	<u>Bristol Myers Squibb Ind. Tbk.</u>	SQBI	PHRM	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
176	<u>Indofarma Tbk PT</u>	INAF	PHRM	SSX, JSX	17-APR-2001	Stock
177	<u>Kalbe Farma Tbk.</u>	KLBF	PHRM	SSX, JSX	30-JUL-1991	Stock & Bond
178	<u>Kimia Farma (Persero) Tbk</u>	KAFF	PHRM	SSX, JSX	04-JUL-2001	Stock
179	<u>Merck Tbk.</u>	MERK	PHRM	SSX, JSX	09-JUN-1989	Stock
180	<u>Schering Plough Indonesia Tbk.</u>	SCPI	PHRM	SSX, JSX	08-JUN-1990	Stock

181	<u>Astra Agro Lestari Tbk</u>	AALI	PLAN	SSX, JSX	09-DEC-1997	Stock
182	<u>Bakrie Sumatera Plantations Tbk</u>	UNSP	PLAN	SSX, JSX	06-MAR-1990	Stock
183	<u>Ciliandra Perkasa</u>	CLPK	PLAN	SSX	01-OCT-2003	Bond
184	<u>PP London Sumatra Indonesia Tbk</u>	LSIP	PLAN	SSX, JSX	05-JUL-1996	Stock
185	<u>Perkebunan Nusantara III (Persero)</u>	PTPN	PLAN	SSX	06-AUG-2003	Bond
186	<u>Perkebunan Nusantara V (Persero)</u>	PTPV	PLAN	SSX	13-NOV-2003	Bond
187	<u>Perkebunan Nusantara VII (Persero)</u>	PVII	PLAN	SSX	24-MAR-2004	Bond
188	<u>Berlina Tbk</u>	BRNA	PLAS	SSX, JSX	06-NOV-1989	Stock & Bond
189	<u>Fatrapolindo Nusa Industri Tbk</u>	FPNI	PLAS	SSX, JSX	21-MAR-2002	Stock
190	<u>Trias Sentosa Tbk</u>	TRST	PLAS	SSX, JSX	02-JUL-1990	Stock
191	<u>Bhuanafata Indah Permai Tbk</u>	BIPP	PROP	SSX, JSX	31-JUL-1989	Stock
192	<u>Bumi Serpong Damai</u>	BSDE	PROP	SSX	13-OCT-2003	Bond
193	<u>Ciputra Development Tbk</u>	CTRA	PROP	SSX, JSX	06-APR-1994	Stock
194	<u>Danayasa Arthatama Tbk</u>	SCBD	PROP	SSX	19-APR-2002	Stock
195	<u>Dharmala Intiland Tbk</u>	DILD	PROP	SSX, JSX	04-SEP-1991	Stock
196	<u>Duta Anggada Realty Tbk</u>	DART	PROP	SSX, JSX	08-MAY-1990	Stock
197	<u>Duta Pertiwi Tbk</u>	DUTI	PROP	SSX, JSX	02-NOV-1994	Stock & Bond
198	<u>Indonesian Paradise Property Tbk</u>	INPP	PROP	SSX	01-DEC-2004	Stock
199	<u>Jakarta International Hotels & Development Tbk</u>	JIHD	PROP	SSX, JSX	15-JUN-1989	Stock
200	<u>Kawasan Industri Jababeka Tbk</u>	KIJA	PROP	SSX, JSX	10-JAN-1995	Stock
201	<u>Lamicitra Nusantara Tbk</u>	LAMI	PROP	SSX, JSX	18-JUL-2001	Stock
202	<u>Lippo Cikarang Tbk</u>	LPCK	PROP	SSX, JSX	24-JUL-1997	Stock
203	<u>Lippo Karawaci Tbk</u>	LPKR	PROP	SSX, JSX	28-JUN-1996	Stock
204	<u>New Century Development Tbk</u>	PTRA	PROP	SSX, JSX	28-MAR-1994	Stock
205	<u>Pakuwon Jati Tbk</u>	PWON	PROP	SSX, JSX	09-OCT-1989	Stock & Bond
206	<u>Panca Wiratama Sakti Tbk</u>	PWSI	PROP	SSX, JSX	10-MAR-1994	Stock
207	<u>Plaza Adika Lestari</u>	PALS	PROP	SSX	10-NOV-2003	Bond
208	<u>Rukun Raharja Tbk</u>	RAJA	PROP	SSX, JSX	22-JAN-2003	Stock
209	<u>Sentul City Tbk</u>	BKSL	PROP	SSX, JSX	28-JUL-1997	Stock
210	<u>Summarecon Agung Tbk</u>	SMRA	PROP	SSX, JSX	07-MAY-1990	Stock & Bond
211	<u>Suryamas Dutarnakmur Tbk</u>	SMDM	PROP	SSX, JSX	12-OCT-1995	Stock
212	<u>Indah Kiat Pulp & Paper Tbk</u>	INKP	PULP	SSX, JSX	16-JUL-1990	Stock & Bond
213	<u>Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry</u>	LPPI	PULP	SSX	08-MAY-2000	Bond
214	<u>Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk</u>	TKIM	PULP	SSX, JSX	03-APR-1990	Stock & Bond
215	<u>Pindo Deli Pulp And Paper Mills</u>	PIDL	PULP	SSX	23-JAN-1997	Bond
216	<u>Toba Pulp Lestari Tbk</u>	INRU	PULP	SSX	18-JUN-1990	Stock
217	<u>Aifa Retailindo Tbk</u>	ALFA	RETL	SSX	18-JUL-2003	Bond
218	<u>Courts Indonesia Tbk</u>	MACO	RETL	SSX	17-JUL-2002	Stock
219	<u>Malahan Putra Prima Tbk</u>	MPPA	RETL	SSX, JSX	19-DEC-1992	Stock & Bond
220	<u>Bhakti Capital Indonesia Tbk</u>	BCAP	SECR	SSX, JSX	08-JUN-2001	Stock
221	<u>Okansa Capital Tbk</u>	OCAP	SECR	SSX	10-NOV-2003	Stock
222	<u>Panin Sekuritas Tbk</u>	PANS	SECR	SSX	19-SEP-2003	Bond
223	<u>Trimegah Securities Tbk</u>	TRIM	SECR	SSX, JSX	07-FEB-2000	Stock & Bond
224	<u>Citra Sari Makmur</u>	CSMR	TELC	SSX	08-JUL-2004	Bond
225	<u>Indosat Tbk</u>	ISAT	TELC	SSX, JSX	17-OCT-1994	Stock & Bond
226	<u>Mobile-B Telecom Tbk</u>	FREN	TELC	SSX	29-NOV-2006	Stock
227	<u>Telekomunikasi Indonesia Tbk</u>	TLKM	TELC	SSX, JSX	14-NOV-1995	Stock & Bond
228	<u>Apac Citra Centertex Tbk</u>	MYTX	TEXT	SSX, JSX	20-OCT-1989	Stock

229	<u>Argo Pantes Tbk</u>	ARGO	TEXT	SSX, JSX	07-JAN-1991	Stock
230	<u>Century Textile Industry Tbk</u>	CNTX	TEXT	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
231	<u>Eratex Djaja Tbk</u>	ERTX	TEXT	SSX, JSX	21-AUG-1990	Stock
232	<u>Hanson International Tbk</u>	MYRX	TEXT	SSX, JSX	31-OCT-1990	Stock
233	<u>Indorama Synthetic Tbk</u>	INDR	TEXT	SSX, JSX	03-AUG-1990	Stock
234	<u>Pan Brothers Tbk</u>	PSRX	TEXT	SSX, JSX	16-AUG-1990	Stock
235	<u>Panasia Filament Inti Tbk</u>	PAFI	TEXT	SSX, JSX	22-JUL-1997	Stock
236	<u>Panasia Indosyntec Tbk</u>	HDTX	TEXT	SSX, JSX	06-JUN-1990	Stock
237	<u>Polysindo Eka Perkasa Tbk</u>	POLY	TEXT	SSX, JSX	12-MAR-1991	Stock
238	<u>Ricky Putra Globalindo Tbk</u>	RICY	TEXT	SSX, JSX	22-JAN-1998	Stock & Bond
239	<u>Sunson Textile Manufacturer Tbk</u>	SSTM	TEXT	SSX, JSX	08-AUG-1997	Stock
240	<u>Teijin Indonesia Fiber Corporation Tbk</u>	TFCO	TEXT	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
241	<u>Unitex Tbk</u>	UNTX	TEXT	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
242	<u>BAT Indonesia Tbk</u>	BATI	TOBA	SSX, JSX	16-JUN-1989	Stock
243	<u>Bentoel Internasional Investama Tbk</u>	RMBA	TOBA	SSX, JSX	06-MAR-1990	Stock
244	<u>Gudang Garam Tbk</u>	GGRM	TOBA	SSX, JSX	27-AUG-1990	Stock
245	<u>H. M. Sampoerna Tbk</u>	HMSP	TOBA	SSX, JSX	15-AUG-1990	Stock & Bond
246	<u>Citra Marga Nusaphala Persada Tbk</u>	CMNP	TOLL	SSX, JSX	10-JAN-1995	Stock & Bond
247	<u>Jasa Marga (Persero)</u>	JMPD	TOLL	SSX	29-SEP-1989	Bond
248	<u>Arpeni Pratama Ocean Line</u>	APOL	TRAN	SSX	03-OCT-2003	Bond
249	<u>Berlian Laju Tanker Tbk</u>	BLTA	TRAN	SSX, JSX	26-MAR-1990	Stock & Bond
250	<u>CSM Corporatama</u>	RENT	TRAN	SSX	12-NOV-2004	Bond
251	<u>Humpuss Intermoda Transportasi Tbk</u>	HITS	TRAN	SSX	20-DEC-2004	Bond
252	<u>Indonesia Air Transport Tbk</u>	IATA	TRAN	SSX, JSX	13-SEP-2006	Stock
253	<u>Rig Tenders Indonesia Tbk</u>	RIGS	TRAN	SSX, JSX	05-MAR-1990	Stock
254	<u>Serasi Autoraya</u>	TRAC	TRAN	SSX	14-JUL-2003	Bond
255	<u>Steady Safe Tbk</u>	SAFE	TRAN	SSX, JSX	15-AUG-1994	Stock
256	<u>Zebra Nusantara Tbk</u>	ZBRA	TRAN	SSX, JSX	01-AUG-1991	Stock
257	<u>PAM Lyonnaise Jaya</u>	PLJA	WATR	SSX	12-JUL-2005	Bond
258	<u>AGIS Tbk</u>	TMPI	WHOL	SSX, JSX	26-JAN-1995	Stock
259	<u>AKR Corporindo Tbk</u>	AKRA	WHOL	SSX, JSX	03-OCT-1994	Stock
260	<u>Inter Delta Tbk</u>	INTD	WHOL	SSX, JSX	18-DEC-1989	Stock
261	<u>Lautan Luas Tbk</u>	LTLS	WHOL	SSX, JSX	21-JUL-1997	Stock & Bond
262	<u>Millennium Pharmacon Int. Tbk</u>	SDPC	WHOL	SSX, JSX	07-MAY-1990	Stock
263	<u>Modern Photo Tbk</u>	MDRN	WHOL	SSX, JSX	16-JUL-1991	Stock
264	<u>Singer Industries Indonesia Tbk</u>	SING	WHOL	SSX	16-JUN-1989	Stock
265	<u>Tigaraksa Satria Tbk</u>	TGKA	WHOL	SSX, JSX	11-JUN-1990	Stock
266	<u>Tunas Alfin Tbk</u>	TALF	WHOL	SSX	12-FEB-2001	Stock
267	<u>United Tractors Tbk</u>	UNTR	WHOL	SSX, JSX	10-SEP-1989	Stock
268	<u>Barito Pacific Timber Tbk</u>	BRPT	WOOD	SSX, JSX	01-OCT-1993	Stock
269	<u>Putra Sumber Utama Timber</u>	PSUT	WOOD	SSX	19-MAY-2003	Bond



Nomor : 1394 /J25.3.1/PL.5/2006
Lampiran : -
Perihal : Permohonan Ijin Melaksanakan
Penelitian

Jember, 19 Desember 2006

Kepada Yth. : 1. Pimpinan
PT. HM. Sampoerna Tbk Surabaya
2. Pimpinan
Bursa Efek Surabaya
di -
SURABAYA

Memperhatikan surat pengantar dari Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Jember Nomor : 4679/J25.1.2/PL.5/2006 tanggal 14 Desember 2006, perihal Ijin penelitian mahasiswa :

Ketua Peneliti / NIP : HANY VITO RINI / 03 - 2118
Fakultas / Jurusan : Ilmu Sosial dan Ilmu Politik / Ilmu Administrasi Niaga
Alamat : Jl. Bangka II / No. 23 Jember (0331) 324887
Judul Penelitian : Penggunaan Analisis *Return On Investment (ROI)* dan *Economic Value Added (EVA)* untuk Menilai Kinerja Keuangan PT. Handjaja Mandala Sampoerna Tbk Surabaya Sebelum dan Sesudah Divestasi
Lokasi : - PT. HM. Sampoerna Tbk Surabaya
- Bursa Efek Surabaya
Lama Penelitian : 2 (dua) bulan

maka kami mohon dengan hormat bantuan Saudara untuk memberikan ijin kepada mahasiswa yang bersangkutan untuk melaksanakan kegiatan penelitian sesuai dengan judul di atas.

Demikian atas kerjasama dan bantuan Saudara disampaikan terima kasih.

Ketua,

Prof. Drs. Kusno, DEA., Ph.D
NIP. 131 592 357

Tembusan Kepada Yth. :

1. Dekan Fakultas I.S.I.P
Universitas Jember
2. Mahasiswa ybs
3. Arsip

**PUSAT DATA PASAR MODAL
LPM GiKA**

Surabaya, 03 Januari 2007

No. 02/GiKA/LSBY/2007

Kepada :

Yth. Bapak Prof. Drs. Kusno, DEA, Ph.D
Ketua Sekolah Tinggi Ilmu EkLembaga Penelitian
Universitas Jember
Jl. Kalimantan No. 37
Jember

Perihal : SURAT KETERANGAN

Dengan hormat,

Dengan ini kami menerangkan bahwa mahasiswa :

Nama : Hany Vito Rini
NIM : 03-2118
Fakultas : Ilmu Sosial dan Ilmu Politik
Jurusan : Ilmu Administrasi Niaga
Alamat : Jl. Bangka II No. 23 Jember

telah memperoleh data dari Pusat Data Pasar Modal LPM-GiKA yang diperlukan dalam penyusunan skripsi (tugas akhir) sebagai salah satu persyaratan akademis.

Demikian, atas perhatian dan kerjasamanya yang baik selama ini diucapkan terima kasih.

Hormat kami,


GiKA 
Divisi Pendidikan - Yayasan GKBI

Prof. DR. Wagiono Ismangil
Dewan Penyantun

Tembusan :
Arsip