

ANALISIS KINERJA BUMN SEBELUM DAN SESUDAH
INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) YANG LISTED
DI BURSA EFEK JAKARTA



Milik UPT Perpustakaan
UNIVERSITAS JEMBER

SKRIPSI



Diajukan sebagai salah satu syarat guna memperoleh
gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi
Universitas Jember

Oleh :

Intan Nurul Awwaliyah

NIM. D1B1 95 326

| | | |
|-------------|--------------------|--------|
| Asal | Hadiah | Klass |
| | Perbelanjaan | |
| Terima | : Tgl. 16 DEC 2002 | 630.15 |
| No. Induk : | SFS | AWW |
| | | a |

S
C.1

UNIVERSITAS JEMBER
FAKULTAS EKONOMI
1999

JUDUL SKRIPSI

ANALISIS KINERJA BUMN
SEBELUM DAN SESUDAH INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)
YANG LISTED DI BURSA EFEK JAKARTA

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

N a m a : INTAN NURUL AWWALIYAH

N. I. M. : D1B1 95 326

Jurusan : MANAJEMEN


telah dipertahankan di depan Panitia Penguji pada tanggal :

22 JULI 1999


dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan guna memperoleh gelar S a r j a n a dalam Ilmu Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

Susunan Panitia Penguji

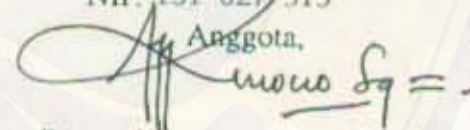
Ketua,


Drs. Hadi Wahyono
NIP. 130 120 331

Sekretaris,



Dra. Elok Sri Utami, M.Si.
NIP. 131 627 513

Anggota,


Drs. Marmono Singgih, M.Si.
NIP. 131 877 452



Mengetahui/Menyetujui
Universitas Jember
Fakultas Ekonomi
Dekan,


Drs. H. Sukusni, M.Sc.
NIP. 130 350 764



TANDA PERSETUJUAN

Judul Skripsi : Analisis Kinerja BUMN Sebelum dan Sesudah
Initial Public Offering (IPO) yang *Listed* di
Bursa Efek Jakarta

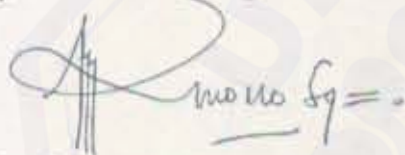
Nama Mahasiswa : Intan Nurul Awwaliyah

NIM : D1B1 95326

Jurusan : Manajemen

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Pembimbing I



Dra. Marmono Singgih, MSi.
NIP. 131 877 452

Pembimbing II



Dra. Susanti P., Msi.
NIP. 132 006 143

Ketua Jurusan



Dra. Abdul Halim
NIP. 130 674 838

Tanggal Persetujuan : 24 Juni 1999

'Ayah' and 'Ibu'

The wind beneath my wings

'Ayah' in heaven: Mustihuddin Hamdani,

I'll always love you and try to be your best

'Ibu': Im Sri Atmuni, for the love that you give,

keepin' me strong so I could gettin' tough it all

Senseny,

who's open up my heart and make me realize

how beautiful life is.

Dedy and Utik,

for being my very best friend.



ABSTRAKSI

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh penelitian-penelitian sebelumnya mengenai perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah (IPO), serta ditunjang oleh kondisi aktual saat ini yaitu keinginan pemerintah untuk melakukan privatisasi BUMN yang ada di Indonesia. Permasalahan yang akan diteliti secara umum adalah apakah terdapat perbedaan antara kinerja BUMN sebelum dan sesudah dilakukan IPO. Tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan antara kinerja sebelum dan sesudah dilakukan IPO.

Sampel yang digunakan adalah dua dari enam BUMN yang *listed* di Bursa Efek Jakarta, yaitu PT Indosat dan PT Telkom Indonesia. Metode analisis yang digunakan adalah analisis struktur modal yang didahului dengan menghitung WACC, kemudian dilanjutkan dengan menghitung nilai perusahaan dengan menggunakan konsep EVA, serta analisis kinerja finansial dengan menggunakan delapan rasio keuangan. Untuk membuktikan hipotesis dengan menggunakan uji t sampel berpasangan terhadap delapan rasio keuangan.

Hasil analisis menunjukkan dari segi struktur modal, besarnya WACC sebelum IPO PT Telkom adalah 126,29% dan setelah IPO 8,20%. Sedangkan PT Indosat sebelum IPO sebesar 125,66% dan sesudah IPO 16,91%. Besarnya EVA perusahaan sampel sebelum IPO menunjukkan nilai yang negatif, sedangkan sesudah IPO terjadi peningkatan menjadi positif. Hasil uji t menunjukkan lima rasio, yaitu *Total Asset Turn Over*, *Return on Investment*, *Earning per Share*, *Return on Equity*, dan *Net Worth to Total Liabilities* berbeda secara signifikan antara periode sebelum dan sesudah IPO pada derajat keyakinan $\alpha = 5\%$. Sedangkan tiga rasio lainnya mempunyai perbedaan yang signifikan, yaitu masing-masing : *Cash Ratio* pada $\alpha = 5,6\%$, *Debt to Equity Ratio* pada $\alpha = 5,4\%$, dan *Time Interest Earned Ratio* pada $\alpha = 15,4\%$.

Kesimpulan yang dapat diambil dari hasil analisis tersebut secara umum adalah terdapat perbedaan kinerja BUMN antara periode sebelum dan sesudah IPO. Perbedaan kinerja tersebut menunjukkan peningkatan baik ditinjau dari segi struktur modal maupun kinerja finansial.

KATA PENGANTAR

Dengan teriring ungkapan puji dan syukur alhamdulillah kehadirat Allah SWT, atas segala limpahan rahmat, taufik dan hidayah-Nya yang tak terkira, skripsi yang disusun sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar sarjana pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember ini dapat terselesaikan dengan baik.

Selama penyusunan hingga terselesaikannya skripsi ini dengan lancar, penulis telah memperoleh banyak bantuan dari berbagai pihak yang secara langsung maupun tidak langsung ikut berperan. Bantuan yang tak ternilai ini baik berupa dukungan moral, material, bimbingan serta saran-saran yang bermanfaat untuk kesempurnaan penulisan skripsi ini. Untuk itu sudah selayaknyalah jika penulis menyampaikan banyak terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Ayah dan Ibu tercinta, atas dorongan semangat, bimbingan serta do'a yang tak pernah putus.
2. Bapak Drs H. Sucusni, Msc. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Jember.
3. Bapak Drs. Marmono Singgih, Msi., selaku dosen pembimbing I, yang dengan seksama dan penuh kesabaran hati memberikan motivasi, bimbingan serta saran-saran yang sangat bermanfaat dalam penulisan skripsi ini.
4. Ibu Dra. Susanti P. Msi., selaku dosen pembimbing II, atas bimbingan dan arahnya.
5. Bapak Hadi Paramu, SE, MBA, selaku dosen wali yang telah banyak memberikan saran serta *main stream idea* yang tak ternilai harganya.

6. Mbak Idha, *sister i've never found before*, atas dukungan semangat dan fasilitas selama pengetikan skripsi.
7. Bapak Sigit Sumarsono, Mbak Atik, Mas Ari Budayana, Mas Bhimo serta seluruh karyawan PT Telkom Kandatel Jember yang telah banyak memberikan bantuan serta kemudahan dalam perolehan data.
8. Mas Sony dan keluarga serta sahabat-sahabat seperjuangan, Ningsih, Reni, Eko, Bagus, Bona dan Ine, *you're the best guys!*

Semoga segala bantuan dan kebaikan dari semuanya mendapat balasan yang setimpal dari Allah SWT. Amin.

Akhirnya penulis berharap semoga skripsi ini bermanfaat bagi semua pihak. Petunjuk serta saran yang konstruktif untuk kesempurnaan skripsi ini, akan penulis terima dengan penuh rasa hormat dan senang hati.

Jember, Juni 1999

Penulis

DAFTAR ISI

| | Halaman |
|---|---------|
| JUDUL | i |
| PENGESAHAN | ii |
| TANDA PERSETUJUAN..... | iii |
| PERSEMBAHAN | iv |
| MOTTO | v |
| ABSTRAKSI | vi |
| KATA PENGANTAR | vii |
| DAFTAR ISI | ix |
| DAFTAR TABEL | xi |
| DAFTAR GAMBAR | xiii |
| DAFTAR LAMPIRAN | xiv |
| | |
| I. PENDAHULUAN | |
| 1.1 Latar Belakang | 1 |
| 1.2 Perumusan Masalah | 6 |
| 1.3 Tujuan Penelitian | 6 |
| 1.4 Kegunaan Penelitian | 6 |
| 1.5 Hipotesis | 7 |
| | |
| II. TINJAUAN PUSTAKA | |
| 2.1 Penelitian Sebelumnya..... | 8 |
| 2.2 Landasan Teori | 11 |
| 2.2.1 <i>Initial Public Offering (IPO)</i> | 11 |
| 2.2.2 Penilaian Kinerja Perusahaan..... | 16 |
| 2.2.3 Teori Struktur Modal..... | 23 |
| 2.2.4 EVA Sebagai Pengukur Nilai Perusahaan..... | 36 |
| | |
| III. METODE PENELITIAN | |
| 3.1 Rancangan Penelitian | 40 |
| 3.2 Populasi dan Sampel | 40 |
| 3.3 Prosedur Pengumpulan Data..... | 40 |
| 3.4 Definisi Operasional Variabel..... | 41 |
| | |
| IV. HASIL DAN PEMBAHASAN | |
| 4.1 Gambaran Umum Perusahaan..... | 52 |
| 4.1.1 PT Indonesian Satellite Corporation Tbk. | 52 |
| 4.1.2 PT Telekomunikasi Indonesia Tbk..... | 57 |

| | Halaman |
|---|---------|
| 4.2 Analisis Data dan Pengujian Hipotesis | 61 |
| 4.2.1 Analisis Struktur Modal | 61 |
| 4.2.2 Analisis Kinerja Finansial | 86 |
| 4.2.3 Pengujian Hipotesis..... | 92 |
| 4.3 Pembahasan..... | 94 |
| | |
| V. SIMPULAN DAN SARAN | |
| 5.1 Simpulan | 99 |
| 5.2 Saran | 100 |
| | |
| DAFTAR PUSTAKA | 103 |
| LAMPIRAN | 106 |

DAFTAR TABEL

| | Halaman |
|---|---------|
| TABEL 1 : Susunan Kepemilikan Saham PT Indosat Tahun 1967..... | 53 |
| TABEL 2 : Susunan Kepemilikan Saham PT Indosat Tahun 1980..... | 53 |
| TABEL 3 : Susunan Kepemilikan Saham PT Indosat Tahun 1980 Setelah Penjualan Kepada Pemerintah Indonesia..... | 54 |
| TABEL 4 : Susunan Kepemilikan Saham PT Indosat tahun 1980 Setelah Peningkatan Modal Dasar | 54 |
| TABEL 5 : Susunan Kepemilikan Saham PT Indosat Setelah Penawaran Umum Perdana..... | 56 |
| TABEL 6 : Susunan Kepemilikan Saham PT Telkom Tahun 1967..... | 58 |
| TABEL 7 : Susunan Kepemilikan Saham PT Telkom Setelah Penawaran Umum Perdana..... | 59 |
| TABEL 8 : Pembagian Divisi Regional dan Network PT Telkom..... | 60 |
| TABEL 9 : Perhitungan <i>Cost of Debt</i> PT Indosat (dalam jutaan Rp) | 63 |
| TABEL 10 : Perhitungan <i>Cost of Debt</i> PT Telkom (dalam jutaan Rp) | 64 |
| TABEL 11 : Perhitungan <i>Cost of Preferred Stock</i> PT Indosat..... | 65 |
| TABEL 12 : Perhitungan <i>Cost of Preferred Stock</i> PT Telkom..... | 66 |
| TABEL 13 : Perhitungan <i>Cost of Retained Earning</i> PT Indosat..... | 67 |
| TABEL 14 : Perhitungan <i>Growth Earning</i> PT Indosat (dalam jutaan Rp untuk Ekuitas) | 69 |
| TABEL 15 : Perhitungan <i>Cost of Retained Earning</i> PT Telkom..... | 70 |
| TABEL 16 : Perhitungan <i>Growth Earning</i> PT Telkom (dalam jutaan Rp untuk Ekuitas) | 72 |
| TABEL 17 : Komposisi Permodalan PT Indosat Sebelum IPO (dalam jutaan Rp) | 75 |
| TABEL 18 : Komposisi Permodalan PT Indosat Sesudah IPO (dalam jutaan Rp) | 77 |
| TABEL 19 : Perhitungan WACC dengan Menggunakan Laba Ditahan (dalam jutaan Rp) | 77 |
| TABEL 20 : Perhitungan WACC dengan Menggunakan Emisi Saham Baru (dalam jutaan Rp) | 78 |
| TABEL 21 : Komposisi Permodalan PT Telkom Sebelum IPO (dalam jutaan Rp) | 80 |
| TABEL 22 : Komposisi permodalan PT Telkom sesudah IPO (dalam jutaan Rp) | 81 |
| TABEL 23 : Perhitungan WACC PT Telkom dengan menggunakan laba ditahan (dalam jutaan Rp) | 82 |

| | |
|---|----|
| TABEL 24 : Perhitungan WACC PT Telkom dengan menggunakan emisi saham baru (dalam jutaan Rp) | 82 |
| TABEL 25 : <i>Cash Ratio</i> Perusahaan-Perusahaan Sampel | 87 |
| TABEL 26 : <i>Debt to Equity Ratio</i> dan <i>Time Interest Earned Ratio</i> Perusahaan-Perusahaan Sampel | 88 |
| TABEL 27 : <i>Total Asset Turn Over</i> Perusahaan-Perusahaan Sampel | 89 |
| TABEL 28 : Rasio Profitabilitas Perusahaan-Perusahaan Sampel..... | 91 |
| TABEL 29 : <i>Net Worth to Total Liabilities</i> Perusahaan-Perusahaan Sampel..... | 92 |
| TABEL 30 : Rekapitulasi Hasil Program SPSS 7.5 for Windows untuk Rasio-Rasio Keuangan..... | 93 |
| TABEL 31 : Perkembangan Rasio Keuangan Sebelum dan Sesudah IPO dari Perusahaan Sampel Selama Enam Tahun..... | 95 |
| TABEL 32 : Hasil Uji Hipotesis Terhadap Rasio-Rasio Keuangan..... | 98 |

DAFTAR GAMBAR

| | Halaman |
|---|---------|
| GAMBAR 1 : <i>MCC Schedule</i> | 32 |
| GAMBAR 2 : Kerangka Analisis Data | 48 |
| GAMBAR 3 : Pengujian Dua Sisi | 50 |
| GAMBAR 4 : <i>MCC Schedule</i> PT Indosat periode sebelum IPO | 76 |
| GAMBAR 5 : <i>MCC Schedule</i> PT Indosat periode sesudah IPO | 79 |
| GAMBAR 6 : <i>MCC Schedule</i> PT Telkom periode sebelum IPO | 81 |
| GAMBAR 7 : <i>MCC Schedule</i> PT Telkom periode sesudah IPO | 84 |



DAFTAR LAMPIRAN

| | Halaman |
|---|---------|
| Lampiran 1a : Neraca Konsolidasi PT INDOSAT Periode 1991 - 1996 | 106 |
| Lampiran 1b : Neraca Konsolidasi PT TELKOM Periode 1992 - 1997 | 109 |
| Lampiran 2a : Laporan Laba Rugi Konsolidasi PT INDOSAT Periode 1991 - 1996 | 113 |
| Lampiran 2b : Laporan Laba Rugi Konsolidasi PT TELKOM Periode 1992 - 1997 | 114 |
| Lampiran 3 : Perhitungan <i>Dividen Per Share</i> dan <i>Earning Per Share</i> PT INDOSAT dan PT TELKOM..... | 115 |
| Lampiran 4 : Perhitungan <i>Floatation Cost</i> Perusahaan Sampel | 116 |
| Lampiran 5 : Ikhtisar Data Keuangan PT INDOSAT..... | 117 |
| Lampiran 6 : Ikhtisar Data Keuangan PT TELKOM..... | 118 |
| Lampiran 7 : Perhitungan Rasio Keuangan PT INDOSAT dan PT TELKOM..... | 119 |
| Lampiran 8 : Rasio Keuangan Gabungan Perusahaan Sampel..... | 121 |
| Lampiran 9 : Uji t Sampel Berpasangan (Output Program SPSS for Windows) | 122 |
| Lampiran 10 : Tabel Distribusi t | 124 |



I. PENDAHULUAN

I.1 LATAR BELAKANG MASALAH

Krisis ekonomi yang melanda kawasan Asia pada Juli tahun 1997 telah menghancurkan perekonomian negara-negara di kawasan tersebut seperti Thailand, Malaysia, Korea Selatan termasuk pula Indonesia. Krisis ekonomi yang terjadi di Indonesia ini merupakan *contagion effect* dari krisis yang terjadi di wilayah Asia dan ditunjang oleh kondisi yang ada di dalam negeri sendiri. Akibat krisis ini cukup memprihatinkan dan melanda semua pihak, terutama dunia usaha.

Menghadapi situasi perekonomian yang sulit ini serta mencegah agar tidak menjurus ke arah yang lebih parah, pemerintah mengambil beberapa langkah sebagai bentuk upaya pemulihan dan reformasi ekonomi. Salah satu bentuk tindakan tersebut adalah reformasi struktural yang meliputi: kebijaksanaan perdagangan internasional dan investasi, *social safety net* (jaring pengaman sosial) dan masalah lingkungan serta deregulasi dan privatisasi BUMN (Indrawati; 1998).

Deregulasi dan privatisasi BUMN, yang berbentuk antara lain: pencabutan monopoli, restriksi perdagangan/pemasaran, pengaturan fungsi BULOG, privatisasi dan penindakan tegas BUMN yang tidak efisien, penjualan saham baru 12 BUMN dan pelepasan pengaturan pemerintah atas BUMN, memerlukan suatu pertimbangan yang matang, mengingat kondisi *bearish market* yang dihadapi. Kondisi ini menjadi kendala bagi rencana untuk melakukan privatisasi BUMN. Pemodal, baik asing maupun lokal harus berpikir lebih selektif untuk menginvestasikan dananya, sekalipun pada BUMN.

Keinginan pemerintah untuk melakukan privatisasi ini cukup wajar,

terutama jika dikaitkan dengan target untuk meraih dana segar 15 triliun rupiah dalam tahun anggaran 1998/1999 (Darmawan, 1998: 18). Target dana tersebut merupakan konsekuensi dari komitmen pemerintah untuk memberikan subsidi BBM, listrik, beras, kedelai, jagung, terigu, dan obat-obatan yang menyebabkan budget pengeluaran membengkak.

Privatisasi atau penjualan saham BUMN yang dimiliki oleh pemerintah kepada swasta, dapat dilakukan dengan dua cara. Cara pertama adalah dengan melakukan *private placement*, yaitu saham BUMN langsung ditawarkan kepada mitra swasta yang sesuai dengan sektor usahanya dan memiliki kemampuan manajemen yang tidak diragukan lagi (*strategic partner*). Setelah diketahui hasilnya barulah BUMN itu sepenuhnya *go public*. Melalui cara ini dapat diperoleh beberapa keuntungan, antara lain: pada saat *go public* perseroan dapat memperoleh harga saham yang lebih tinggi, serta keuntungan yang diperoleh dari manajemen profesional dengan masuknya mitra baru tersebut. Cara kedua yang dapat ditempuh adalah dengan melakukan *go public* BUMN secara langsung di pasar modal yang berarti bahwa pemerintah langsung menawarkan saham-saham BUMN yang dinyatakan sehat kepada masyarakat luas, baik investor lokal maupun asing. Namun sebelumnya yang perlu dikaji lebih mendalam adalah kesehatan BUMN itu, baik ditinjau dari segi likuiditas, solvabilitas, maupun rentabilitas serta prospek kegiatan usahanya agar pelaksanaan *go public* berjalan dengan baik (Usman, 1998: 25).

Selanjutnya yang menjadi menarik adalah mengapa ide privatisasi BUMN itu ada dan perlu dilakukan. Hal ini antara lain ditunjang oleh adanya alternatif baru yang dapat ditempuh oleh perusahaan yang ada di Indonesia untuk memenuhi kebutuhan dana yang relatif murah yaitu dengan pembiayaan melalui pasar modal sesuai dengan UU RI No. 8 tahun 1995

tentang pasar modal. Setiap perusahaan dalam rangka perluasan usahanya pasti memerlukan modal atau pendanaan. Dana tersebut tidak akan mencukupi jika hanya diperoleh dari dalam perusahaan sendiri, terutama yang diperlukan untuk pengembangan investasi. Perusahaan dapat pula memenuhi kebutuhan dananya lewat pinjaman jangka panjang antara lain dari lembaga keuangan seperti bank. Namun kegiatan ini menimbulkan keterbatasan, artinya bila dilakukan terus menerus akan berdampak negatif terhadap likuiditas dan solvabilitas perusahaan. Pembiayaan melalui pasar modal merupakan alternatif lain yang dapat ditempuh oleh perusahaan yang berupa pembiayaan jangka panjang yang murah, cepat, dan secara umum akan meningkatkan jumlah pemasukan modal perusahaan serta membantu meningkatkan laba usaha. Selain itu pasar modal juga merupakan sarana untuk mendapatkan modal sendiri yang memungkinkan perusahaan untuk menghindari *debt to equity ratio* (perbandingan antara hutang dan modal sendiri) yang terlalu tinggi. Penambahan modal sendiri juga akan dapat membantu memperbaiki struktur modal perusahaan dan menambah dana untuk emisi saham baru berikutnya.

Perusahaan yang memilih pembiayaan melalui pasar modal harus menempuh mekanisme penjualan saham kepada masyarakat luas atau yang dikenal dengan istilah *go public* atau IPO (*Initial Public Offering*). IPO akan berpengaruh bagi perusahaan yang bersangkutan. Perusahaan yang telah terdaftar di bursa efek adalah perusahaan yang telah memenuhi kriteria tertentu yang ditentukan oleh otoritas pasar modal dalam hal hukum, bisnis dan pendanaan. Hal ini akan membantu meningkatkan kepercayaan rekan usaha perusahaan tersebut seperti *supplier*, pelanggan atau institusi pendanaan yang diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan secara keseluruhan. Selain itu, sebagai perusahaan publik juga akan selalu dimonitor

secara berkesinambungan lewat para analis sekuritas dan *fund manager*, sehingga perusahaan akan terpacu untuk menjadi lebih efisien dan *profitable* dalam upaya mempertahankan *value* di mata investor (Yusuf, 1997: 25).

Dampak IPO di sisi internal perusahaan adalah berupa perubahan komposisi atau perimbangan modal yang ada, karena dengan penjualan saham kepada masyarakat berarti peningkatan jumlah modal sendiri. Setiap perusahaan akan selalu berupaya untuk mencapai struktur modal atau komposisi modal yang optimal, karena dengan demikian nilai perusahaan (*value of the firm*) akan dapat dimaksimalkan dengan tetap mempertimbangkan tingkat resiko tertentu. Penggunaan modal dalam perusahaan akan sangat berkaitan pula dengan kinerja perusahaan atau prestasi perusahaan dalam mengoptimalkan penggunaan dana secara efektif dan efisien dengan menghemat pengeluaran-pengeluaran yang berkaitan dengan pembiayaan modal. Perubahan-perubahan pada struktur modal, sebagai akibat IPO juga akan mengakibatkan perubahan kinerja perusahaan dan diharapkan perubahan tersebut positif.

Proses swastanisasi atau IPO yang telah dilakukan oleh pemerintah terhadap enam BUMN yaitu : PT Semen Gresik, PT Indosat, PT Tambang Timah, PT Telkom, PT Aneka Tambang, dan BNI, juga membawa dampak terhadap perusahaan-perusahaan tersebut. Pada tahun 1994, total laba bersih BUMN adalah sebesar Rp 3,37 M, sehingga dengan *Total Asset* sebesar Rp 295,19 M, rasio laba bersih atas total asset BUMN adalah sebesar 1,14% dan ini tentunya diharapkan meningkat. Kinerja BUMN setelah terdaftar di bursa efek diharapkan juga lebih baik, sehingga pemasukan pemerintah dari deviden dan juga pajak dari perusahaan tersebut akan bertambah. Pertambahan pendapatan tersebut akan membantu membiayai proyek-proyek pemerintah lainnya melalui APBN. Hal ini yang nampaknya juga

menjadi motif pemerintah untuk melakukan privatisasi pada tujuh BUMN lainnya. (Yusuf, 1997: 385).

Ditinjau dari dampak yang ditimbulkan dari IPO, maka penilaian kinerja perusahaan yang *listed* kiranya menjadi menarik. Penilaian kinerja perusahaan yang melakukan IPO dimaksudkan untuk mengetahui apakah IPO telah berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan sebagai suatu unit usaha. Pemahaman atas pengaruh IPO terhadap kinerja emiten sangat penting, terutama bagi investor yang membutuhkan adanya jaminan bahwa investasi yang ditanamkan digunakan secara efektif dan efisien sesuai janji-janji manajemen dalam prospektus. Penilaian kinerja perusahaan sebagai suatu unit usaha juga penting bagi manajemen, pemerintah maupun *stakeholder* yang lain, karena hal ini menyangkut distribusi kesejahteraan di antara mereka. Bagi pemerintah secara umum dapat dijadikan sebagai pertimbangan untuk mengambil tindakan privatisasi pada BUMN lainnya. Penilaian kinerja perusahaan ini dapat diproksikan dengan rasio-rasio keuangan serta penilaian lewat pergerakan harga dan *return* saham yang diperjualbelikan di bursa saham (Payamta, 1998: 19).

Penelitian-penelitian sebelumnya mengenai penilaian kinerja perusahaan telah banyak dilakukan sebagaimana disebutkan oleh Payamta (1998: 43) antara lain: DeoGeorge dan Zeckhauser (1993) menguji kinerja operasi dari IPO *firms* berdasarkan *reserve leverage buyouts* (LBOs), Helen Wijaya (1997) menganalisis kinerja bank sebelum dan sesudah menjadi perusahaan publik, Hartini (1997) menggunakan proksi perubahan harga dan rasio-rasio keuangan untuk menganalisis kinerja perusahaan sebelum dan sesudah penawaran umum perdana. Demikian pula Pangastuti (1992) dan Nurofik (1994) yang mengukur tingkat efisiensi perusahaan sebelum dan sesudah IPO. Penelitian-penelitian tersebut dimaksudkan untuk mengetahui

apakah IPO telah berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan sebagai suatu unit usaha.

1.2 POKOK PERMASALAHAN

Masalah utama penelitian ini adalah apakah kinerja perusahaan yang melakukan IPO tersebut mengalami peningkatan atau dengan kata lain terdapat perbedaan kinerja perusahaan antara sebelum dan sesudah dilakukan IPO. Permasalahan tersebut dapat diperinci sebagai berikut:

1. Bagaimanakah kinerja perusahaan sebelum dan sesudah IPO ditinjau dari struktur modal dan nilai perusahaan?
2. Bagaimanakah kinerja perusahaan sebelum dan sesudah IPO ditinjau dari rasio keuangan perusahaan?
3. Apakah terdapat perbedaan antara kinerja sebelum dan sesudah IPO?

1.3 TUJUAN PENELITIAN

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menentukan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah IPO ditinjau dari struktur modal dan nilai perusahaan.
2. Untuk menentukan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah IPO ditinjau dari rasio keuangan perusahaan.
3. Menentukan apakah terdapat perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah IPO.

1.4 KEGUNAAN PENELITIAN

Hasil penelitian ini diharapkan dapat dimanfaatkan oleh berbagai pihak yang berkepentingan dengan penelitian ini, antara lain:

1. Bagi Peneliti dan Analis

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai dasar pertimbangan dan referensi untuk melakukan penelitian lebih lanjut. Sedangkan bagi analis, penelitian ini dapat digunakan untuk memberikan advis bagi para investor maupun pihak manajemen perusahaan.

2. Bagi Investor dan Calon Investor

Penelitian ini berguna untuk memberikan informasi mengenai kinerja perusahaan sebagai dasar untuk membuat keputusan untuk membeli, mempertahankan atau menjual saham perusahaan tersebut.

3. Bagi Manajemen Perusahaan

Penelitian ini dapat dijadikan sebagai sumbangan pemikiran bagi perusahaan dalam mengukur kinerjanya sekaligus mengetahui tingkat hasil nyata yang diperoleh selama periode waktu tertentu.

4. Bagi Pemerintah

Pengukuran kinerja perusahaan sebelum dan sesudah IPO dapat dijadikan sebagai dasar pertimbangan untuk melakukan privatisasi pada BUMN lainnya.

1.5 HIPOTESIS

Mengacu pada penelitian-penelitian sebelumnya serta latar belakang permasalahan guna menjawab permasalahan utama, maka dapat disusun hipotesis (hipotesis kerja) sebagai berikut: "diduga kinerja perusahaan sebelum melakukan *go public* (IPO) berbeda dengan kinerja perusahaan setelah melakukan IPO atau terdapat perbedaan kinerja perusahaan antara sebelum dan sesudah dilakukan IPO", atau dapat dirumuskan sebagai berikut:

H_0 : Diduga tidak terdapat perbedaan antara kinerja perusahaan sebelum dan sesudah dilakukan IPO.

H_a : Diduga terdapat perbedaan antara kinerja perusahaan sebelum dan sesudah dilakukan IPO.



II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 PENELITIAN SEBELUMNYA

Dyah Ani Pangastuti (1992) mengukur tingkat efisiensi perusahaan sebelum dan sesudah IPO dengan menggunakan: (1) Rasio Likuiditas, meliputi: *Current Asset*, *Acid Test Ratio* dan *Quick Ratio*; (2) Rasio Solvabilitas meliputi: rasio modal sendiri terhadap total aset, rasio modal sendiri terhadap total hutang, rasio modal sendiri terhadap aktiva tetap, rasio aktiva tetap terhadap hutang jangka panjang, dan rasio laba operasi terhadap biaya bunga; (3) Rasio Profitabilitas, meliputi: rasio laba operasi terhadap aktiva operasi, rasio aktiva operasi terhadap penjualan, rasio profit margin, dan *Return On Investment* (ROI). Hasil penelitiannya menunjukkan rasio-rasio tersebut *mixed* dan hanya beberapa yang berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah IPO. Secara keseluruhan pengujian dengan Manova menunjukkan tidak berbeda secara signifikan, kecuali rasio likuiditas dan rasio laba operasi terhadap biaya bunga.

Nurofik (1994) menguji efisiensi perusahaan sebelum dan sesudah IPO dengan menggunakan delapan alat analisis yaitu: (1) *Return On Equity*, (2) *Return On Permanent Capital*, (3) *Return On Asset*, (4) Rasio nilai tambah dengan rupiah bahan baku dan penolong yang digunakan dalam produksi, (5) Rasio nilai tambah dengan rupiah tenaga kerja langsung yang digunakan dalam produksi, (6) Rasio nilai tambah dengan total biaya produksi, (7) Rasio nilai tambah dengan modal sendiri, (8) Rasio nilai tambah dengan total aktiva produktif. Rasio nomor 1,2,3 mewakili konsep efisiensi teknis, sedangkan rasio nilai tambah mewakili konsep efisiensi ekonomis. *Return On Permanent Capital* mewakili sudut pandang pemegang saham dan kreditur, ROA mewakili sudut pandang perusahaan, sedangkan rasio nilai tambah mewakili

sudut pandang kepentingan pemerintah dan masyarakat. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa: (1) dari sudut pandang pemegang saham dan kreditur, IPO membawa pengaruh yang lebih baik terhadap efisiensi perusahaan; (2) tingkat efisiensi perusahaan setelah IPO tidak lebih baik ditinjau dari sudut pandang perusahaan, (3) dari sudut pandang perusahaan IPO tidak mempunyai pengaruh positif signifikan, kecuali rasio nilai tambah per modal sendiri.

Hartini (1997) menguji kinerja perusahaan sebelum dan sesudah IPO dengan menggunakan proksi rasio keuangan berupa: *Return On Asset (ROA)*, *Asset Turn Over (ATO)*, *Price Earning Ratio (PER)*, *Market to Book Ratio (MBR)*, *Price to Sales Ratio (PSR)*, sebagai variabel dependen dan variabel independennya berupa *underpricing*. Pengujian dilakukan terhadap 114 sampel yang diambil secara *purposive random sampling* selama periode tahun 1989-1994 di Bursa Efek Jakarta menunjukkan hasil yang berbeda secara signifikan. Hasil studi menunjukkan bahwa: (1) kinerja perusahaan sesudah IPO berbeda secara signifikan terutama dilihat dari perbedaan rasio ROA, ATO, PER, MBR, dan PSR masing-masing sebesar -0,011; -0,108; -3,562; -1,163; dan -0,316 pada akhir tahun kedua dibandingkan dengan sebelum IPO. Penurunan kinerja sesudah IPO ini menunjukkan bahwa perusahaan telah menetapkan kinerja sebelum IPO terlalu tinggi (*window dressing*), yang pada akhirnya akan menurun secara signifikan sampai akhir tahun kedua setelah IPO.

Helen Wijaya (1997) mengukur tingkat efisiensi antar bank sebelum dan sesudah IPO dengan menggunakan: (1) Rasio Likuiditas, meliputi: *Quick Ratio*, *Banking Ratio*, *Asset to Loan Ratio*, *Current Ratio (Cash Ratio)*; (2) Rasio Solvabilitas, meliputi: *Primary Ratio*, *Capital Ratio*, *Capital Adequacy Ratio (CAR)*, *Deposit Risk Ratio*; (3) Rasio Rentabilitas, meliputi: *Return On Equity*

Capital, ROI, Net Profit Margin, Operating Profit Margin. Studi tersebut menunjukkan hasil yang *mixed*.

Rasio-rasio keuangan banyak digunakan oleh para peneliti terdahulu untuk mengukur kinerja perusahaan, sebagaimana W.H. Beaver yang menggunakan rasio-rasio keuangan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan, yang meliputi: *Cash Flow to Total Debt Ratio, Net Income to Total Assets Ratio, Current Assets to Current Liabilities Ratio, Total Debt to Total Assets Ratio, Working Capital to Total Asset Assets Ratio, Working Capital to Total Assets ratio*. Hasil studinya menunjukkan bahwa: (1) *The best successful predictor is Cash Flow to Total Debt Ratio*; (2) *The second best predictor is Net Income to Total Assets Ratio*; (3) *The worst predictor is Current Ratio*.

Demikian pula Mas'ud (1994) yang melakukan penelitian untuk mengetahui indikator (rasio keuangan) yang terbaik sebagai pengukur kinerja perusahaan. Penelitiannya dilakukan dengan cara mendelesi 49 rasio keuangan dengan teknik pengujian MAXS. Hasil akhirnya menunjukkan bahwa hanya terdapat 13 rasio keuangan yang *'fit*, yang dapat digunakan untuk memprediksikan laba 2 tahun mendatang. Rasio-rasio tersebut antara lain: (1) *Cash Flow to Current Liabilities*, (2) *Net Worth and Total Liabilities to Fixed Assets*, (3) *Gross Profit to Sales*, (4) *Operating Income to Sales*, (5) *Net Income to Sales*, (6) *Quick Assets to Inventory*, (7) *Operating Income to Total Liabilities*, (8) *Net Worth to Sales*, (9) *Current Liabilities to Net Worth*, (11) *Net Income to Total Liabilities*, (12) *Current Liabilities to Net Worth*, (13) *Net Worth to Total Liabilities*.

Penelitian-penelitian lain mengenai kinerja perusahaan sebelum dan sesudah IPO telah banyak dilakukan oleh para peneliti dengan penggunaan alat analisis yang berbeda-beda serta sampel yang berbeda pula. Deogorge dan Zeckhauser (1993) menguji kinerja operasi perusahaan yang melakukan

IPO berdasarkan *reserve leverage buyouts* (LBOs). Dalam industri perbankan Whalen dan Thompson (1988) menggunakan rasio keuangan untuk memprediksi kebangkrutan bank.

Penelitian ini juga menggunakan rasio-rasio keuangan untuk mengukur kinerja perusahaan, dalam hal ini BUMN, yaitu sebelum dan sesudah dilakukan IPO. Penggunaan rasio-rasio keuangan dengan mengkombinasikan rasio-rasio yang telah terbukti sebagai indikator yang baik dalam penelitian-penelitian sebelumnya serta kesesuaian dengan jenis sampel yang dipilih.

2.2 LANDASAN TEORI

2.2.1 *Initial Public Offering* (IPO)

a. Pengertian *Go Public* atau IPO

Kelangsungan hidup dan kemampuan berkembang suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana dan akses perusahaan tersebut ke sumber dana. Pada dasarnya ada dua bentuk pendanaan bagi perusahaan, yaitu melalui modal sendiri dan hutang. Pendanaan melalui hutang akan memungkinkan perusahaan untuk merealisasikan kesempatan investasi yang menguntungkan di tengah kondisi keterbatasan ekuitas. Namun perlu diingat bahwa penggunaan hutang yang berlebih akan mempengaruhi solvabilitas dan likuiditas perusahaan. Untuk itu perusahaan hendaknya mempertimbangkan alternatif lain perolehan dana melalui pasar modal dengan menempuh mekanisme yang dikenal sebagai *go public* atau IPO.

IPO atau *go public* merupakan salah satu alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan melalui peningkatan ekuitas, dengan cara menawarkan saham kepada masyarakat. Seiring dengan perkembangan pasar modal Indonesia sejak tahun 1989, pembiayaan melalui penawaran umum perdana (IPO) telah menjadi salah satu alternatif pendanaan yang menarik. Sebagaimana dinyatakan oleh Irawan (1996: 15), jumlah perusahaan yang *go*

public telah meningkat dari 139 perusahaan pada tahun 1991 menjadi 238 perusahaan pada tahun 1995.

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 tahun 1995 mendefinisikan Penawaran Umum Perdana sebagai kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tatacara yang diatur dalam Undang-Undang ini dan peraturan pelaksanaannya. IPO dapat diartikan pula sebagai proses penjualan saham perusahaan kepada masyarakat luas atau memberi kesempatan pada masyarakat untuk turut memiliki perusahaan. Dengan *go public*, perusahaan yang bersangkutan akan menjadi perusahaan yang *listed* di bursa efek.

Banyaknya perusahaan yang melakukan IPO didasari oleh adanya kemungkinan bagi perusahaan untuk memperoleh tambahan dana bagi pengembangan perusahaan melalui pasar modal serta memungkinkan pula untuk mengurangi ketergantungannya pada pendanaan melalui pinjaman. Dengan IPO, perusahaan juga dapat memperbaiki struktur permodalannya atau dengan kata lain perusahaan dapat memilih sumber pendanaan yang memberikan biaya modal minimal.

b. Manfaat *Go Public*

Semakin banyaknya perusahaan yang melakukan IPO dan mencatatkan sahamnya di bursa, didorong oleh berbagai manfaat yang akan diterima oleh perusahaan, baik dari segi finansial maupun non finansial. Irawan (1996: 16) mengemukakan beberapa manfaat utama yang dapat diperoleh perusahaan dengan melakukan *go public*, yaitu:

- (1). Perusahaan akan mendapatkan tambahan dana. Dana ini diperoleh melalui penjualan saham yang telah dicatatkan di bursa. Dana yang diperoleh ini tidak harus dibayar kembali pada batas waktu tertentu

seperti halnya pendanaan melalui hutang. Sumber pendanaan ini akan membuat perusahaan lebih leluasa untuk mengembangkan usahanya.

- (2). Perusahaan dapat memperbaiki struktur keuangannya atau menurunkan rasio hutang terhadap modal sendiri (*debt to equity ratio*). Dengan *go public* perusahaan akan memperoleh dana yang sebagian dapat digunakan untuk melakukan pembayaran hutang bank yang dapat mengurangi pembayaran bunga dan angsuran, yang berarti pula dapat meningkatkan laba perusahaan.
- (3). Penurunan *debt to equity ratio*, akan memungkinkan perusahaan untuk memperoleh pinjaman di masa mendatang.
- (4). Perusahaan yang melakukan IPO berarti telah menjadi perusahaan publik. Dengan menjadi perusahaan publik, perusahaan akan memiliki akses terhadap sumber dana yang lebih beragam. Untuk membiayai perluasan usahanya, perusahaan dapat pula melakukan penawaran umum terbatas (*right issue*).
- (5). Masuknya investor sebagai pemegang saham, menuntut perusahaan untuk lebih transparan dalam melakukan pengelolaan usahanya. Manajemen dituntut untuk lebih profesional dalam menjalankan perusahaan.
- (6). Adanya kewajiban transparansi bagi perusahaan publik, akan memungkinkan perusahaan untuk memperoleh kepercayaan dari pihak luar, dibandingkan perusahaan non-publik. Perusahaan akan memperoleh posisi yang lebih baik dalam persaingan yang dihadapi.
- (7). IPO merupakan sarana untuk publikasi secara luas. Baik di mata pelanggan, pemasok, kreditur, maupun masyarakat umum, perusahaan dianggap memiliki status dan kedudukan yang lebih tinggi dibanding perusahaan serupa yang tidak melakukan *go public*.

- (8) Dengan '*go public*', pihak luar seperti: pemasok, pelanggan atau pegawai, memiliki kesempatan untuk turut memiliki saham perusahaan. Dengan posisinya sebagai pemilik perusahaan, pihak-pihak tersebut akan lebih memfokuskan perhatiannya terhadap kesuksesan perusahaan.
- (9) Dengan mencatatkan sahamnya di bursa efek, para pemegang saham akan lebih mudah memperjualbelikan sahamnya, bahkan saham perusahaan tersebut dapat digunakan sebagai agunan.

c. Beban dan Tanggung jawab IPO

Terlepas dari manfaat yang diperoleh perusahaan dengan melakukan IPO, terdapat berbagai persyaratan yang harus dipenuhi oleh suatu perusahaan yang akan *go public*. Beberapa persyaratan yang harus dipenuhi agar perusahaan dapat menerbitkan saham dan terdaftar di bursa efek, antara lain: (Husnan, 1996: 18)

- (1) Mengajukan surat permohonan *listing* ke Bapepam.
- (2) Laporan keuangan harus diaudit oleh akuntan publik dengan pendapat wajar tanpa pengecualian.
- (3) Jumlah saham yang *listed* minimal 1.000.000 lembar.
- (4) *Company listing* berlaku batasan 49%.
- (5) Perusahaan telah beroperasi lebih dari 3 tahun.
- (6) Menghasilkan laba (operasi dan bersih) selama dua tahun terakhir.
- (7) Total kekayaan minimal Rp 20 milyar dan telah disetor minimal Rp 2 milyar.
- (8) Kapitalisasi saham yang *listed* minimal Rp 4 Milyar.
- (9) Dewan Komisaris dan Dewan Direksi mempunyai reputasi yang baik.

Selain harus memenuhi persyaratan-persyaratan tersebut, perusahaan yang akan melakukan *go public* juga harus menyisihkan pos biaya tertentu.

Biaya yang dikeluarkan dalam rangka IPO tidak dapat dikatakan murah, karena proses ini melibatkan cukup banyak pihak, baik Lembaga Penunjang maupun Profesi Penunjang Pasar Modal, disamping berbagai biaya seperti biaya pencetakan, pencatatan efek, dan lain-lain.

Setelah *go public*, beban dan tanggung jawab perusahaan publik juga semakin bertambah karena perusahaan dituntut untuk lebih transparan dengan adanya pengawasan yang dilakukan oleh pemegang surat berharga. Pengawasan tersebut membawa konsekuensi dalam bentuk, antara lain: (Payamta, 1998: 28)

- (1). Adanya keharusan keterbukaan (*full disclosure*).
- (2). Kewajiban untuk mengikuti peraturan-peraturan pasar modal.
- (3). Perubahan gaya manajemen dari informal menjadi formal.
- (4). Kewajiban membayar deviden atau bunga.
- (5). Senantiasa berusaha untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

d. Hubungan Kinerja Perusahaan dan *Go Public*

Perusahaan yang *go public* dituntut untuk dapat meningkatkan kinerjanya. Hal ini disebabkan oleh kondisi keuangan perusahaan setelah IPO dapat dipantau oleh public yang memiliki saham (*stakeholders*) melalui laporan keuangannya. Berdasarkan laporan keuangan tersebut masyarakat yang ingin membeli saham akan memperoleh informasi yang benar sehingga tidak dirugikan.

Dengan IPO Diharapkan perusahaan akan lebih profesional dalam pengelolaan sumber daya yang ada, khususnya menyangkut kinerja perusahaan. Perusahaan yang *go public*, aktifitasnya akan tercermin dari laporan keuangannya, dan tidak hanya diamati oleh seseorang atau beberapa orang di lingkungan internal perusahaan saja, tetapi juga oleh publik. Laporan

keuangan tersebut akan menjadi tolok ukur nilai suatu perusahaan (*value of the firm*) yang *go public*.

2.2.2 Penilaian Kinerja Perusahaan

a. Pengertian Kinerja dan Arti Pentingnya Penilaian Kinerja

Kinerja (*performance*) menurut kamus bisnis dan manajemen didefinisikan sebagai hasil nyata yang dicapai, kadang-kadang dipergunakan untuk menunjukkan dicapainya hasil yang positif (Tunggal, 1995). Kinerja juga dapat diartikan sebagai prestasi perusahaan secara keseluruhan dalam menggunakan sumber dayanya, baik manusia, mesin, uang, yang ada dalam perusahaan. Menurut Menkeu RI berdasarkan Keputusan No. 740/KMK.00/1989 tanggal 28 Juni 1989, bahwa yang dimaksud dengan kinerja adalah prestasi yang dicapai oleh perusahaan dalam suatu periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan dari perusahaan tersebut. Kinerja perusahaan publik atau perusahaan yang *listed* di bursa, bagi pemegang saham dapat dikaitkan dengan prospek perusahaan yang sahamnya dibeli. Harga sekuritas (saham) yang terbentuk lewat mekanisme pasar di lantai bursa dapat menggambarkan prospek perusahaan, karena harga saham merupakan fungsi dari nilai perusahaan (Payamta, 1998: 20)

Penilaian kinerja perusahaan merupakan upaya untuk mengetahui prestasi yang dicapai oleh perusahaan sebagai suatu unit usaha dalam kurun waktu tertentu. Penilaian kinerja pada umumnya banyak dilakukan oleh pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap eksistensi perusahaan, baik langsung maupun tidak langsung. Pihak manajemen perusahaan, pemegang saham (*stockholder*), pemerintah, kreditur dan calon kreditur. Investor dan calon investor, serta karyawan, merupakan pihak yang berkepentingan langsung terhadap eksistensi perusahaan, karena menyangkut distribusi kesejahteraan diantara mereka.

Penilaian kinerja perusahaan yang melakukan IPO, pada dasarnya merupakan upaya untuk mengetahui apakah IPO telah berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan sebagai suatu unit usaha. Artinya, dengan adanya penawaran umum perdana dan perubahan posisi perusahaan sebagai perusahaan publik, akan berakibat peningkatan prestasi perusahaan.

Secara terperinci, arti penting penilaian kinerja perusahaan bagi masing-masing pihak yang berkepentingan dengan perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut:

(1). Investor (pemegang saham)

Penilaian kinerja perusahaan penting bagi investor tidak lain untuk menjamin bahwa uang yang diinvestasikan dalam perusahaan itu digunakan sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai, sebagaimana yang dijanjikan oleh pihak manajemen perusahaan. Bagi investor dan calon investor, penilaian kinerja ini juga berguna sebagai dasar untuk menentukan tindakan membeli, mempertahankan atau menjual saham perusahaan yang bersangkutan.

(2) Kreditur

Setiap perusahaan akan selalu berhubungan dengan pihak kreditur dalam hal pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari hutang. Bagi kreditur atau calon kreditur, penilaian kinerja perusahaan ini dapat memberikan dasar untuk mengambil keputusan yang menyangkut jaminan kepastian pembayaran pokok pinjaman serta bunganya oleh debitur sesuai perjanjian yang disepakati.

(3) Manajemen perusahaan

Bagi manajemen perusahaan, penilaian kinerja sangat penting, terutama untuk memastikan tingkat keberhasilan usahanya serta memberikan dasar untuk melanjutkan perencanaan strategis dan operasional di masa

mendatang. Dengan kata lain penilaian kinerja perusahaan bertujuan untuk mengetahui tingkat keberhasilan manajemen atas misi yang diembannya. Melalui penilaian kinerja ini akan dapat diketahui tingkat hasil nyata yang dicapai suatu unit usaha selama periode waktu tertentu.

(4) Pemerintah

Pemerintah juga berkepentingan terhadap penilaian kinerja perusahaan, karena dapat dijadikan sebagai dasar untuk penetapan beban pajak, pembuatan berbagai kebijakan, regulasi, pemberian fasilitas terhadap suatu bidang usaha serta pengawasan terhadap kondisi ekonomi dan moneter suatu negara. Khusus bagi perusahaan publik, Bapepam berkepentingan terhadap kinerja emiten sebagai dasar pengawasan bursa efek.

(5) Pihak-pihak lain

Pihak-pihak lain seperti para *underwriter* dan analis sekuritas yang berkepentingan langsung terhadap penilaian kinerja perusahaan maupun yang tidak langsung seperti: konsultan bisnis dan keuangan serta peneliti bidang keuangan. *Underwriter* berkepentingan terhadap penilaian kinerja karena dapat dijadikan dasar untuk penetapan harga perdana (IPO), sedangkan analis perlu untuk memberikan bahan masukan kepada para pelaku pasar modal seperti pialang dan investor untuk mengambil tindakan sehubungan dengan sekuritas yang dimiliki. Konsultan dan peneliti berkepentingan dengan penilaian kinerja, umumnya berkenaan dengan hasil yang akan dipublikasikan kepada masyarakat.

b. Pemilihan Tolok Ukur Kinerja Perusahaan

Penilaian kinerja perusahaan dimaksudkan untuk menilai keberhasilannya sebagai suatu unit usaha. Untuk dapat memperoleh manfaat optimal dari penilaian tersebut, maka perlu ditentukan tolok ukurnya secara tepat. Pemilihan indikator penilaian sebagai proksi kinerja perusahaan merupakan faktor yang penting, karena menyangkut ketepatan hasil. Penggunaan tolok ukur yang salah akan membuat bias hasil penilaian, sehingga keputusan yang diambil menjadi bias pula. Kriteria penentuan tolok ukur umumnya didasarkan pada tujuan perusahaan, tujuan penilaian, karakteristik dan jenis industri.

Sejak informasi keuangan diyakini mempunyai kandungan informasi, maka penilaian kinerja perusahaan sering diproksikan dengan rasio-rasio keuangan, disamping penilaian terhadap pergerakan harga saham dan return saham yang diperjualbelikan di bursa. Kondisi keuangan suatu perusahaan dapat diketahui dengan suatu tolok ukur yaitu rasio-rasio keuangan. Penggunaan rasio-rasio keuangan ini akan disesuaikan dengan tujuan penelitian. Dalam menganalisis rasio keuangan memang akan dapat memberikan gambaran yang lengkap jika menggunakan rasio-rasio yang lebih banyak. Walaupun demikian tidak berarti menghitung semua rasio, karena yang terpenting adalah apakah rasio yang dihitung tersebut cukup memadai atau sesuai dengan tujuan analisa. Pada berbagai situasi, penggunaan beberapa rasio saja sudah dapat menggambarkan kondisi kinerja perusahaan.

Analisis kinerja suatu perusahaan yang didasarkan pada rasio keuangan menurut Brealey dan Myers (1991: 677), meliputi antara lain:

- (1). *Leverage ratios*, terdiri dari: *Debt Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, dan *Time Interest Earned Ratio*

- (2) *Liquidity ratios*, terdiri dari: *Net Working Capital to Total Asset Ratio*, *Current Ratio*, *Cash Ratio*, *Internal Measures*
- (3) *Profitability (Efficiency) ratios*, terdiri dari: *Sales to Total Asset*, *Sales to Net Working Capital*, *Net Profit Margin*, *Inventory Turnover*, *Average Collection Period*, *Return on Total Asset*, *Return on Equity*
- (4) *Market Value ratios*, terdiri dari *Price Earning Ratio*, *Dividend Yield*, *Market to Book Ratio*

Brigham dan Gapenski (1997: 57) juga menggolongkan rasio-rasio ini ke dalam lima kelompok yaitu:

- (1) *Liquidity ratios*, meliputi: *Current Ratio*, *Quick Ratio*, dan *Acid Test Ratio*
- (2) *Asset Management Ratios*, meliputi: *Inventory Turnover*, *Days Sales Outstanding*, *Fixed Asset Turnover*, *Total Asset Turnover*
- (3) *Debt Management Ratios*, meliputi: *Total Debt to Total Asset*, *Time Interest Earned Ratio*, *Fixed Charge Coverage*
- (4) *Profitability Ratios*, meliputi: *Profit Margin on Sales*, *Basic Earning Power*, *Return on Total Asset*, *Return on Common Equity*
- (5) *Market Value Ratios*, meliputi: *Price / Earning Ratio*, *Market / Book Ratio*

Dalam penulisan skripsi ini, rasio-rasio yang digunakan sebagai tolok ukur kinerja perusahaan adalah sebagai berikut:

(1) Rasio Likuiditas

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendeknya. Ada beberapa rasio likuiditas, antara lain: *Current Ratio*, *Cash Ratio*, dan *Acid Test Ratio*. Dalam hal ini yang digunakan adalah *Cash Ratio* yang dihitung dengan cara membagi kas ditambah surat berharga dengan hutang lancar perusahaan. Rasio ini dipilih karena lebih ketat dibandingkan *Current Ratio* dan pada dasarnya sama dengan atau *Acid Test Ratio* karena perusahaan yang dijadikan sampel adalah

perusahaan jasa. Semakin besar rasio ini, perusahaan semakin likuid dan diharapkan kinerjanya semakin baik pula.

(2). Rasio *Leverage*

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek maupun jangka panjangnya. Selain itu juga menunjukkan proporsi hutang yang digunakan untuk investasi. Ada beberapa rasio hutang, antara lain: *Debt to Asset Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, *Time Interest Earned Ratio* dan *Fixed Charge Coverage Ratio*, namun yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

- a). *Debt to Equity Ratio*, dihitung dengan cara membagi total hutang perusahaan dengan total modal sendiri. Rasio ini dipilih karena dapat menunjukkan proporsi dana yang berasal dari dalam dan luar perusahaan dan hal ini sesuai dengan tujuan penelitian sebab IPO mengindikasikan adanya tambahan dana dari dalam perusahaan. Semakin besar nilainya, semakin besar pula proporsi dana yang berasal dari luar perusahaan.
- b). *Time Interest Earned Ratio*, dihitung dengan cara membagi laba sebelum bunga dan pajak (*Earning Before Interest and Taxes*) dengan bunga hutang jangka panjang. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi pembayaran kontrak hutang. Semakin besar nilainya, semakin baik kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban pembayaran bunga yang berarti kinerja perusahaan akan semakin baik pula.

(3). Rasio Aktifitas

Rasio aktifitas atau efisiensi ini dapat digunakan untuk mengukur keefektifan perusahaan dalam menggunakan aktivitya. Beberapa rasio aktifitas ini antara lain: *Inventory Turnover*, *Average Collection Period*, *Fixed Asset Turnover*, dan *Total Asset Turnover*. Rasio yang tepat untuk penelitian ini

adalah *Total Asset Turnover*, karena *Inventory Turnover* dan *Average Collection Period* tepat digunakan apabila perusahaan yang diteliti adalah perusahaan manufaktur, sedangkan *Fixed Asset Turnover* pada dasarnya adalah bagian dari *Total Asset Turnover*. *Total Asset Turnover* dihitung dengan cara membagi penjualan bersih dengan total aktiva. Rasio ini menunjukkan efisiensi penggunaan total asset untuk menghasilkan *revenue* dan kemampuan dana yang tertanam dalam aktiva untuk berputar dalam satu periode. Semakin besar nilainya, kinerja perusahaan akan semakin baik pula.

(4). Rasio Profitabilitas

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba. Semakin baik kinerja perusahaan, maka akan ditunjukkan oleh nilai yang semakin besar pula. Ada beberapa rasio laba antara lain: *Gross Profit Margin*, *Net Profit Margin*, *Operating Profit Margin*, *Return on Asset*, *Return on Investment*, *Return on Equity*, dan *Earning per Share*. Rasio laba yang sesuai dan dapat mencerminkan pengaruh IPO terhadap kinerja perusahaan adalah sebagai berikut:

- a). *Return on Investment*, dihitung dengan cara membagi laba bersih setelah pajak (*Earning After Taxes*) dengan total investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Rasio ini menunjukkan kemampuan modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bersih.
- b). *Return on Equity*, dihitung dengan cara membagi laba bersih per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Rasio ini menunjukkan *return* yang diberikan kepada pemegang saham. Semakin besar nilainya, maka kinerja perusahaan akan semakin baik.
- c). *Earning per Share*, dihitung dengan cara membagi laba bersih dengan jumlah saham yang beredar. Semakin besar EPS ini kinerja perusahaan

akan semakin baik.

(5) Rasio Solvabilitas

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melunasi semua kewajibannya pada saat perusahaan dilikuidasikan. Sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh Mas'ud (dalam Payamta, 1998: 43) mengenai pemilihan rasio keuangan yang terbaik sebagai proksi kinerja perusahaan, maka untuk menunjukkan solvabilitas perusahaan ini digunakan rasio *Net Worth to Total Liabilities*. Rasio ini dihitung dengan cara membagi selisih aktiva dan hutang dengan total hutang. Semakin besar rasio ini maka kinerja perusahaan akan semakin baik pula.

Melalui penghitungan rasio-rasio tersebut diharapkan dapat memberikan gambaran mengenai kinerja finansial perusahaan. Analisis rasio merupakan hal yang penting karena suatu rasio akan mewakili suatu hubungan yang berarti.

2.2.3 Teori Struktur Modal

a. Pemenuhan Kebutuhan Dana Perusahaan

Kelangsungan hidup perusahaan maupun kesempatan berkembang dalam iklim persaingan yang semakin ketat dewasa ini, sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana dan akses perusahaan tersebut pada sumber dana yang tersedia. Sumber dana perusahaan ini ditunjukkan oleh semua perkiraan yang terdapat pada sisi kanan neraca. Gambaran ini lebih dikenal dengan struktur keuangan perusahaan.

Struktur keuangan suatu perusahaan secara umum dapat dibagi ke dalam dua kelompok berdasarkan jangka waktunya, yaitu: sumber pembiayaan jangka pendek dan sumber pembiayaan jangka panjang. Sumber pembiayaan jangka pendek adalah sumber pembiayaan yang berbentuk pinjaman yang jatuh tempo pelunasannya kurang dari 12 bulan,

sedangkan sumber pembiayaan jangka panjang jatuh tempo pelunasannya lebih dari 12 bulan.

Ditinjau dari segi sumber dananya, dana perusahaan ini dapat berasal dari dalam maupun luar perusahaan. Bambang Riyanto (1994:156) menyatakan bahwa , *Modal yang berasal dari sumber intern adalah modal atau dana yang dibentuk sendiri di dalam perusahaan*. Hal ini berarti bahwa perusahaan tersebut memenuhi dananya dengan pembelanjaan dari dalam perusahaan atau *internal financing*. Sumber dana intern ini meliputi laba ditahan dan akumulasi penyusutan. Sedangkan sumber ekstern adalah sumber yang berasal dari luar perusahaan. Hal ini berarti perusahaan menempuh pemeblanjaan dari luar atau *external financing*. Dana ekstern ini dapat berupa modal asing maupun modal sendiri. Modal asing adalah dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan hutang bagi perusahaan. Sedangkan modal sendiri adalah dana yang berasal dari pemilik, peserta atau pengambil bagian dalam perusahaan yang akan tetap ditanamkan dalam perusahaan.

b. Jenis-jenis Modal

Modal menurut sumbernya dapat dibedakan menjadi dua bagian, yaitu: modal asing dan modal sendiri (Riyanto,1994: 171). Modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan dan bagi perusahaan yang bersangkutan merupakan hutang yang pada saatnya harus dibayar kembali. Modal sendiri pada dasarnya adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan untuk waktu yang tidak tertentu lamanya.

Modal asing atau hutang dapat dibedakan menjadi 3, yaitu: (Riyanto,1994:171)

- (1) Hutang jangka pendek, yang jangka waktu pelunasannya kurang dari satu tahun. Sebagian besar berasal dari kredit perdagangan seperti: kredit rekening koran, kredit dari penjual, kredit dari pembeli dan kredit wesel.
- (2) Hutang jangka menengah, yang jangka waktu pelunasannya lebih dari satu tahun. Bentuknya berupa kredit usaha atau *term loan* dan pembiayaan dengan *leasing* atau *lease financing*.
- (3) Hutang jangka panjang, yang jangka waktu pelunasannya lebih dari 10 tahun dan umumnya digunakan untuk membiayai ekspansi perusahaan. Bentuknya berupa obligasi dan hipotek. Obligasi adalah pinjaman uang untuk jangka waktu yang panjang, dimana debitur mengeluarkan surat pengakuan hutang yang mempunyai nilai nominal tertentu dan besarnya bunga yang akan dibayarkan. Hipotek adalah pinjaman jangka panjang dimana kreditur diberi hak untuk menjual suatu barang yang dijadikan jaminan bila debitur tidak dapat memenuhi kewajibannya.

Modal sendiri, selain berasal dari luar perusahaan, dapat juga berasal dari dalam perusahaan. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan berbentuk keuntungan yang dihasilkan perusahaan, sedangkan dari luar perusahaan berupa modal yang berasal dari pemilik perusahaan (ekuitas). Bambang Riyanto (1994:181) menyebutkan 3 bentuk modal sendiri yang ada dalam perusahaan berbentuk perseroan terbatas, meliputi:

(1) Saham

Saham adalah tanda bukti keikutsertaan dalam sebuah perusahaan. Jenis-jenis saham ini antara lain:

a). Saham Biasa (*Common Stock*)

Pemegang saham biasa akan mendapat dividen pada akhir tahun buku hanya jika perusahaan tersebut mendapat keuntungan. Jika perusahaan menderita kerugian, selama belum tertutup perusahaan

tidak akan dapat membagikan deviden.

b). Saham Preferen (*Preferred Stock*)

Pemegang saham preferen memiliki kelebihan dibandingkan pemegang saham biasa, yaitu dalam hal pembagian deviden yang akan didahulukan dan pembagian kekayaan bila perusahaan dilikuidasi. Namun seperti halnya pemegang saham biasa, pemegang saham preferen hanya akan memperoleh deviden bila perusahaan memperoleh keuntungan.

c). Saham Preferen Kumulatif (*Cummulative Preferred Stock*)

Saham ini pada dasarnya sama dengan saham preferen, perbedaannya terletak pada adanya hak kumulatif. Apabila pemegang saham preferen kumulatif tidak menerima deviden selama beberapa periode waktu tertentu, maka berhak menuntut di kemudian hari bila perusahaan memperoleh keuntungan.

(2) Cadangan

Cadangan ini berasal dari penyesihan keuntungan yang diperoleh perusahaan selama beberapa periode waktu yang lampau atau tahun yang berjalan. Cadangan yang termasuk modal sendiri antara lain: cadangan ekspansi, cadangan modal kerja, cadangan selisih kurs dan cadangan untuk menampung hal-hal yang tidak diduga sebelumnya (cadangan umum). Cadangan yang tidak termasuk modal sendiri antara lain: cadangan depresiasi, cadangan piutang ragu-ragu dan cadangan yang bersifat hutang (cadangan pensiun pegawai, cadangan pajak).

(3) Laba Ditahan

Keuntungan yang diperoleh suatu perusahaan dapat dibayarkan sebagian sebagai deviden dan sebagian ditahan oleh perusahaan. Jika keuntungan tersebut ditahan untuk tujuan tertentu, maka dibentuk cadangan

sebagaimana telah disebutkan sebelumnya, tetapi jika perusahaan belum mempunyai tujuan tertentu mengenai penggunaannya maka disebut laba ditahan.

c. Biaya Penggunaan Modal

Biaya penggunaan modal atau *Cost of Capital* merupakan konsep yang sangat penting berkaitan dengan pemenuhan kebutuhan dana perusahaan. Sebagaimana telah disebutkan sebelumnya, setiap perusahaan memerlukan modal dalam menjalankan usahanya, dan modal ini dapat diperoleh dari berbagai sumber. Tiap-tiap jenis modal mengandung biaya modal atau biaya yang secara riil harus ditanggung oleh perusahaan. Biaya modal ini penting untuk dipertimbangkan oleh perusahaan. Brigham dan Gapenski (1997: 341) mengemukakan 3 alasan pentingnya perhitungan biaya modal, yaitu: *(1) maximizing the value of a firm requires that costs of all inputs including capital be minimized and to minimize the cost of capital we must be able to estimate it, (2) Capital budgeting decisions require an estimate of the cost of capital, (3) many other types of decisions, including those related to public utility regulation, leasing, bond refunding, and short-term asset management, require estimates of the cost of capital**

Dalam menghitung biaya penggunaan modal perusahaan, pertamanya harus ditentukan dan dihitung biaya masing-masing komponen modal. Selanjutnya dapat dihitung biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*). Namun yang perlu diperhatikan tidak semua komponen modal relevan untuk penghitungan biaya modal. Disamping itu perhitungan biaya modal ini juga mempertimbangkan pajak, karena jika tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, maka pengaruh pajak harus diperhitungkan.

Beberapa bentuk biaya modal untuk masing-masing komponen modal yang akan dimasukkan dalam perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) antara lain: (Brigham dan Gapenski, 1997:345)

(1) Biaya penggunaan modal yang berasal dari hutang (*Cost of Debt*)

Komponen hutang jangka pendek tidak diikutsertakan dalam perhitungan, karena dalam perhitungan WACC terutama digunakan untuk pengambilan keputusan mengenai investasi jangka panjang, yang untuk keperluan ini seharusnya dibiayai dengan dana jangka panjang atau dana permanen. Hutang jangka panjang yang umum digunakan oleh perusahaan dalam bentuk obligasi. Untuk menghitung biaya hutang jangka panjang (K_d) ini dapat kita lakukan dengan mencari tingkat bunga yang menyamakan nilai sekarang dari pembayaran bunga tahunan dan pembayaran akhir sama dengan nilai sekarang dari penerimaan, atau dapat dituliskan dalam persamaan berikut:

$$\text{Net proceeds} = \sum_{t=1}^{2n} \frac{\text{Semiannual interest payment}}{(1 + K_d / 2)^t} + \frac{\text{Par Value}}{(1 + K_d / 2)^{2n}}$$

of bonds

Biaya hutang ini masih harus disesuaikan dengan tingkat pajak yang berlaku dengan menggunakan persamaan berikut:

$$\text{After Tax Cost of Debt} = \text{Pre-Tax Cost} (1 - T)$$

(2) Biaya penggunaan modal yang berasal dari saham preferen (*Cost of Preferred Stock*)

Biaya penggunaan modal yang berasal dari saham preferen (K_p) dapat dihitung dengan membagi dividen perlembar saham preferen (D_p) dengan harga neto (*net price*) yang diperoleh dari penjualan selembar saham preferen baru (P_n). Jika dituliskan dalam persamaan sebagai berikut:

$$K_p = \frac{D_p}{P_n}$$

- (3) Biaya penggunaan modal yang berasal dari laba ditahan (*Cost of Retained Earning*)

Dana yang diperoleh dari laba ditahan juga harus diperhitungkan biayanya. Jika laba ini tidak ditanamkan kembali dalam perusahaan, tetapi dibagikan, maka investor mempunyai kesempatan untuk menginvestasikannya pada hal lain yang lebih menguntungkan. Besarnya biaya penggunaan dana yang berasal dari laba ditahan ini adalah sebesar tingkat pendapatan investasi (*rate of return*) dalam saham yang diharapkan diterima oleh investor atau dengan kata lain biayanya dianggap sama dengan biaya penggunaan dana yang berasal dari saham biasa (Riyanto, 1994: 191).

Untuk menghitung biaya laba ditahan ini ada 3 pendekatan yang dapat digunakan, yaitu:

- a). Pendekatan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)

Melalui cara ini biaya laba ditahan dapat dihitung dengan cara menambahkan tingkat bunga bebas resiko dengan premi resiko. Premi resiko itu sendiri berasal dari pengurangan tingkat bunga terhadap resiko pasar dikalikan beta sekuritas (resiko sistematis). Jika dituliskan dalam persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} K_s &= \text{Risk free rate} + \text{Risk Premium} \\ &= K_{rf} + (K_M - K_{rf})b_i \end{aligned}$$

- b). Pendekatan DCF (*Discounted Cash Flow*)

Melalui pendekatan ini, biaya laba ditahan dihitung seperti halnya penilaian saham. Dalam tingkat pertumbuhan konstan, biaya laba ditahan diperoleh dengan menambahkan tingkat pertumbuhan perusahaan yang diharapkan dan tingkat dividen yang diharapkan, seperti dalam persamaan berikut:

$$K_s = D_1 / P_0 + g$$

c). Pendekatan *Bond Yield Plus Risk Premium*

Pendekatan ini menghitung K_s dengan cara menambahkan premi resiko terhadap biaya hutang (*cost of debt*) atau bunga obligasi yang dikeluarkan perusahaan. Persamaannya ditunjukkan sebagai berikut:

$$K_s = \text{Company's own bond yield} + \text{risk premium}$$

(4) Biaya penggunaan modal yang berasal dari emisi saham baru (*Cost of New Common Stock*)

Modal sendiri dalam perusahaan dapat diperoleh dari dua sumber yaitu keuntungan tahun berjalan yang tidak dibagikan (*retained earning*) atau dengan menjual saham baru. Apabila kebutuhan dana perusahaan sangat besar dan tidak dapat dipenuhi dengan laba ditahan maka perusahaan dapat mengeluarkan saham baru. Saat mengeluarkan saham baru ini perusahaan akan dibebani *floatation cost* yang berupa biaya emisi saham baru, sehingga biaya saham baru ini akan lebih besar daripada biaya laba ditahan.

Untuk menghitung biaya saham baru ini dengan menggunakan metode DCF, pertama-tama harga saham dikurangi dengan biaya emisi saham baru (F). Selanjutnya dihitung *dividen yield* atas dasar harga saham yang sebenarnya diterima oleh perusahaan dan ditambah dengan tingkat pertumbuhan. Jika dituliskan dalam persamaan sebagai berikut:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g$$

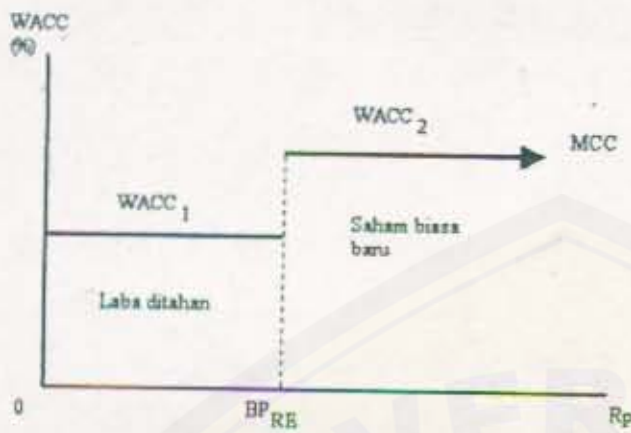
Setelah mengetahui biaya masing-masing komponen modal, kita dapat menghitung biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan (WACC) dengan cara mengalikan proporsi masing-masing komponen modal yang ada dalam perusahaan dengan biaya modalnya, atau dinyatakan sebagai berikut:

$$WACC = w_d \cdot k_d + w_p \cdot k_p + w_s \cdot (k_s \text{ or } k_e)$$

Biaya modal rata-rata tertimbang ini akan berubah jika ada perubahan struktur modal maupun perubahan biaya masing-masing komponen penyusunnya. Hal ini berarti bahwa setiap tambahan dana yang dilakukan dalam perimbangan modal yang sama dan biaya komponen yang tetap sama, maka biaya modal dari tambahan dana tersebut akan tetap sama dengan biaya modal rata-rata sebelum ada tambahan dana, atau biaya modal marginalnya (*marginal cost of capital*) tetap sama. Apabila kebutuhan dana perusahaan itu demikian besarnya sehingga tidak mencukupi hanya dengan penambahan laba ditahan maka perusahaan harus mengadakan emisi saham baru dan hal ini akan mengakibatkan kenaikan *marginal cost of capital*-nya (MCC), karena biaya saham biasa lebih besar daripada biaya laba ditahan.

Brigham dan Gapenski (1997: 327) mendefinisikan MCC sebagai berikut: *"MCC is defined as the cost of the last dollars of new capital the firm raises. The MCC increases as the firm raises more and more capital during a given period."* MCC merupakan tambahan biaya modal yang harus dikeluarkan oleh perusahaan setiap adanya penambahan modal.

Perubahan biaya modal rata-rata (WACC) ini dapat ditunjukkan dalam grafik yang disebut *MCC Schedule* atau skedul yang menggambarkan tentang seberapa besar peningkatan biaya modal sebagai akibat adanya tambahan modal yang diperlukan. Untuk dapat menentukan *MCC Schedule* ini sebelumnya perlu dihitung terlebih dahulu *Break Point Retained Earning* yang menunjukkan kapan perusahaan harus memenuhi kebutuhan dananya dengan menjual saham baru. Cara menghitungnya dengan membagi laba ditahan (*retained earning*) dengan proporsi modal sendiri dari total modal. Secara sederhana *MCC Schedule* ini dapat ditunjukkan sebagai berikut:



GAMBAR 1 MCC Schedule

Selain komponen-komponen modal yang telah disebutkan sebelumnya, perusahaan juga dimungkinkan untuk menggunakan dana yang berasal dari depresiasi. Besarnya biaya penggunaan dana yang berasal dari depresiasi (*Cost of Depreciation*) adalah sama besarnya dengan biaya modal rata-rata sebelum menggunakan dana yang berasal dari emisi saham baru (Riyanto, 1994: 199). Oleh karenanya biaya ini tidak diikutsertakan dalam perhitungan biaya modal rata-rata. Penggunaan modal yang berasal dari depresiasi ini hanya jika dapat menghasilkan *rate of return* yang lebih besar daripada biaya modal rata-ratanya. Penggunaan dana dari depresiasi ini akan berpengaruh memperbesar batas jumlah maksimal kebutuhan dana yang akan dapat mempertahankan biaya modal rata-rata sebelumnya. Sebagai contoh, perusahaan mempunyai batas maksimal tambahan dana Rp 50.000.000,00 dengan biaya modal rata-rata sebesar 11,46%. Dengan adanya dana yang berasal dari depresiasi sebesar Rp 2.000.000,00 maka batas jumlah maksimal tambahan dana yang dapat mempertahankan biaya modal rata-rata naik menjadi Rp 52.000.000,00.

d. Struktur Modal Optimal

Struktur modal dapat diartikan sebagai komposisi dari hutang jangka panjang dan ekuitas (modal sendiri) yang ada dalam perusahaan. Struktur modal ini juga menunjukkan sumber pembiayaan aset-aset jangka panjang perusahaan yang berasal dari kombinasi hutang jangka panjang, saham preferen, saham biasa dan laba ditahan yang sifatnya lebih permanen.

Dalam kondisi tertentu, perusahaan dapat memenuhi kebutuhan dananya dengan mengutamakan sumber-sumber dari dalam perusahaan. Apabila kebutuhan dana demikian besarnya, maka perusahaan harus memenuhi tambahan dananya dengan menggunakan sumber dari luar perusahaan baik berupa hutang maupun ekuitas atau dalam istilah yang dikenal dengan IPO atau mengeluarkan saham baru. Jika dalam pemenuhan kebutuhan dana ini perusahaan mengutamakan pada hutang saja, maka ketergantungan perusahaan pada pihak luar akan makin besar dan resiko keuangannya akan meningkat. Sebaliknya apabila perusahaan hanya mendasarkan pada saham saja (emisi saham baru), perusahaan akan kehilangan kesempatan dalam memperoleh penghematan pajak. Oleh karena itu perlu diusahakan adanya keseimbangan penggunaan kedua sumber tersebut.

Dengan mempertimbangkan faktor *tax benefit* dan *financial distress* secara simultan, dapat dikatakan bahwa perusahaan dapat memaksimumkan nilainya dengan membentuk suatu struktur modal seimbang. Setiap perusahaan akan selalu berusaha mencapai struktur modal yang optimal. Jika kita mendasarkan pada konsep *cost of capital*, maka yang dimaksud struktur modal optimal adalah struktur modal yang dapat meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata (Riyanto, 1994: 226). Namun demikian target struktur modal yang tepat bagi suatu perusahaan tidak mudah ditentukan,

karena dalam penentuannya sangat dipengaruhi oleh karakteristik masing-masing perusahaan. Struktur modal suatu perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor. Faktor-faktor tersebut antara lain: (Mirza, 1996: 23)

(1) *Asset Structure*

Perusahaan dengan susunan aktiva yang layak sebagai jaminan, cenderung untuk menggunakan pinjaman yang lebih besar.

(2) *Growth Rate*

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat cenderung menggunakan lebih banyak pinjaman dibandingkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah.

(3) *Profitability*

Perusahaan dengan *Return on Investment* yang tinggi, umumnya menggunakan sedikit pinjaman. Pada prakteknya perusahaan yang mampu menghasilkan laba tinggi tidak perlu menggunakan pinjaman, karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan mereka untuk melakukan pembiayaan dengan laba ditahan.

(4) *Taxes*

Bunga adalah suatu *deductible expense*, sedangkan dividen tidak, maka tarif perusahaan yang tinggi menyebabkan perusahaan lebih menguntungkan jika menggunakan hutang dalam pembiayaannya.

(5) *Control*

Pemilik perusahaan yang cenderung mempertahankan kendalinya atas perusahaan akan memilih menggunakan pembiayaan melalui hutang dibandingkan modal sendiri.

Dengan mempertimbangkan faktor-faktor tersebut, manajemen perusahaan dapat menentukan struktur modal yang tepat, yang memberikan

tingkat imbalan yang terbaik bagi pemilik perusahaan pada tingkat resiko tertentu.

2.2.4 EVA Sebagai Pengukur Nilai Perusahaan

a. Pengertian dan Konsep Dasar EVA

Economic Value Added (EVA) merupakan salah satu konsep manajemen yang saat ini banyak digunakan oleh kalangan dunia usaha di Amerika Serikat seperti: Coca cola, AT & T, Polaroid, dan Quaker Oats (Soetjipto, 1997: 14). EVA sendiri merupakan suatu konsep pengukuran kinerja keuangan perusahaan yang dikembangkan oleh G. Bennet Stewart dan Joel M. Stern, analis keuangan dari perusahaan konsultan Stern Stewart and Co. Konsep ini muncul didorong adanya ketidakpuasan atas kelemahan-kelemahan yang ada pada metode-metode penilaian yang selama ini dikenal, seperti: analisis ekonomi industri, analisis laporan keuangan, atau penilaian perusahaan secara individu dengan menggunakan model penilaian dividen, serta konsep akuntansi lain (Rousana, 1997: 18).

EVA sendiri didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak (*after tax operating income*) dikurangi total biaya modal (*total cost of capital*) dari seluruh modal yang dipergunakan untuk menghasilkan laba tersebut. Brigham dan Gapenski (1997: 63) menyatakan dalam persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{Operating Profit After Taxes} - \text{Cost of All Capital} \\ &= \left(\begin{array}{c} \text{Sales} \\ \text{Revenues} \end{array} - \begin{array}{c} \text{Operating} \\ \text{Costs} \end{array} - \text{Taxes} \right) - \left(\begin{array}{c} \text{Total} \\ \text{Capital} \\ \text{Supplied} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Cost} \\ \text{of} \\ \text{Capital} \end{array} \right) \end{aligned}$$

Operating Profit After Taxes merupakan laba operasi setelah pajak. Laba operasi setelah pajak ini merupakan penyesuaian dari laba setelah pajak, yang diperoleh dari penjualan dikurangi dengan biaya-biaya operasi serta pajak. Besar laba operasi setelah pajak ini tidak memberi dampak pada

profitabilitas maupun resiko bisnis yang sekarang. Dengan kata lain, laba operasi setelah pajak ini akan identik baik perusahaan dibiayai dengan hutang maupun modal sendiri.

Cost of all capital atau total biaya modal menunjukkan besarnya kompensasi atau pengembalian yang dituntut investor atas modal yang diinvestasikan di perusahaan. Besar kompensasi ini tergantung pada tingkat risiko perusahaan tersebut. Dengan asumsi investor adalah *risk averse* (tidak menyukai risiko), maka semakin tinggi tingkat risiko, semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang dituntut investor. Total biaya modal ini diperoleh dengan cara mengalikan jumlah modal keseluruhan (*total capital supplied*) dengan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). WACC ini ditentukan berdasarkan rata-rata tertimbang dari biaya hutang dan biaya modal sendiri sesuai dengan proporsi masing dalam struktur modal perusahaan. Jumlah modal keseluruhan menunjukkan besarnya dana yang tersedia bagi perusahaan untuk membiayai usahanya, yang diperoleh dari hasil penjumlahan total hutang dan modal saham.

b. Hubungan antara EVA dan Nilai Perusahaan

Penilaian merupakan suatu hal yang penting dalam proses perencanaan, pengendalian dan proses transaksional perusahaan seperti: *merger*, akuisisi, dan emisi saham. Melalui penilaian, perusahaan dapat memilih strategi dan struktur keuangannya, mengadakan pembenahan terhadap unit-unit produksi yang tidak produktif dan menentukan balas jasa internal serta harga saham yang wajar.

EVA sebagai salah satu ukuran kinerja keuangan perusahaan diharapkan dapat memberikan jawaban atas tuntutan metode penilaian kinerja yang lebih baik. Penggunaan EVA akan membuat perusahaan memusatkan perhatiannya pada penciptaan nilai perusahaan (*creating a firm value's*),

karena EVA mencoba mengukur nilai tambah (*value creation*) yang dihasilkan oleh suatu perusahaan dengan cara mengurangi beban biaya modal yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan.

Persamaan EVA yang telah disebutkan sebelumnya, menunjukkan bahwa EVA yang positif menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang diharapkan investor atas investasi yang dilakukannya. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mampu menciptakan nilai bagi pemilik modal, sesuai dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Sebaliknya, EVA yang negatif menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang karena tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut investor (Utama, 1997: 11). Hal ini menunjukkan bahwa manajer harus memaksimalkan EVA jika ingin meningkatkan nilai perusahaan, karena EVA secara langsung juga memberi gambaran seberapa besar perusahaan telah menciptakan nilai bagi pemilik modal.

c. Manfaat dan Kelemahan EVA

EVA banyak digunakan oleh perusahaan-perusahaan dalam melakukan penilaian kinerja karena beberapa keunggulan serta manfaat yang diberikan. Beberapa manfaat tersebut dapat diperinci sebagai berikut:

- (1) EVA memfokuskan penilaiannya pada penciptaan nilai (*value creation*), dengan memperhitungkan biaya modal sebagai konsekuensi investasi. Melalui EVA, manajer akan semakin terpacu untuk memaksimalkan nilai perusahaan serta meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Para manajer akan bertindak seperti halnya pemegang saham, yaitu memilih investasi yang akan memaksimalkan tingkat pengembalian dan

meminimumkan tingkat biaya modal, sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimumkan.

- (2) EVA dapat mengurangi kelemahan alat pengukur kinerja tradisional. Alat ukur kinerja akuntansi tersebut mengabaikan adanya biaya modal sehingga sulit untuk mengetahui apakah perusahaan telah menciptakan nilai atau tidak. Dengan EVA, dapat dihindari pula kesimpulan yang salah karena dasar evaluasi kinerja adalah maksimisasi nilai perusahaan.
- (3) EVA akan membantu manajemen perusahaan untuk lebih memperhatikan kebijakan struktur modalnya. EVA secara eksplisit akan memperhitungkan biaya modal sendiri yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan biaya hutang. Hal ini sering diabaikan oleh perusahaan, karena menganggap dana ekuitas yang diperoleh dari pasar modal adalah dana yang murah yang tidak perlu dikompensasi dengan tingkat pengembalian yang tinggi.
- (4) EVA dapat digunakan untuk mengidentifikasi kegiatan atau proyek yang memberikan pengembalian yang lebih tinggi daripada biaya modalnya. Proyek dengan total EVA yang positif menunjukkan bahwa proyek tersebut menciptakan nilai bagi perusahaan, dan sebaliknya.
- (5) Perhitungan EVA relatif lebih mudah dilakukan dan dapat digunakan secara mandiri tanpa memerlukan data pembanding seperti standar industri atau data perusahaan lain yang dalam prakteknya seringkali tidak ada.

Dengan berbagai keunggulan yang dimiliki EVA tidak berarti konsep ini tidak memiliki kelemahan. Beberapa kelemahan yang dimiliki EVA, antara lain:

- (1) EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu periode tertentu. Nilai perusahaan merupakan akumulasi EVA selama umur

perusahaan. Dengan demikian biasa saja suatu perusahaan memiliki EVA yang positif pada tahun tertentu, tetapi nilai perusahaannya rendah, karena EVA di masa yang akan datangnya negatif. Untuk itu dalam menggunakan EVA untuk menilai kinerja kita harus melihat EVA masa kini dan masa yang akan datang.

- (2) EVA secara konseptual memang lebih unggul daripada pengukur akuntansi tradisional, namun secara praktis belum tentu dapat diterapkan dengan mudah. Hal ini disebabkan perhitungan EVA memerlukan estimasi atas biaya modal dan estimasi ini sulit dilakukan terutama bagi perusahaan yang belum *go public*. Adanya estimasi yang berbeda dapat menyebabkan kesalahan dalam perhitungan biaya modal.
- (3) EVA hanya mengukur hasil akhir saja tanpa mempertimbangkan aktifitas-aktifitas penentu kinerja lainnya seperti: loyalitas dan tingkat retensi konsumen (Mirza, 1997: 68).
- (4) Konsep EVA bertumpu pada keyakinan bahwa investor mengandalkan pendekatan fundamental dalam mengkaji dan mengambil keputusan untuk menjual dan membeli dan menjual saham, padahal faktor-faktor lain terkadang justru lebih dominan.
- (5) Perhitungan EVA juga tergantung pada transparansi internal perusahaan. Dalam praktek, perusahaan seringkali kurang transparan dalam mengemukakan kondisi internalnya.

Terlepas dari kelemahan-kelemahan tersebut, EVA tetap berguna dalam penilaian kinerja perusahaan, mengingat EVA mampu memberikan pertimbangan bagi investor terhadap investasi mereka.

III. METODE PENELITIAN



3.1 RANCANGAN PENELITIAN

Penelitian yang dilakukan dalam rangka penulisan skripsi ini dapat digolongkan ke dalam penelitian sekunder. Penelitian sekunder artinya penelitian yang dilakukan dengan berdasarkan data-data sekunder. Hal ini sesuai dengan jenis penelitian yang dilakukan yaitu penelitian kasus atau studi terhadap sampel yang diambil.

3.2 POPULASI DAN SAMPEL

Populasi penelitian adalah perusahaan-perusahaan milik negara (BUMN) yang telah melakukan IPO dan *listed* di Bursa Efek Jakarta. BUMN yang *listed* ini meliputi enam perusahaan yaitu: PT Semen Gresik, PT Indosat, PT Tambang Timah, PT Telkom Indonesia, PT Aneka Tambang, dan BNI. Sampel diambil sebanyak dua perusahaan yaitu PT Telkom Indonesia dan PT Indosat, dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Sampel ini dipilih berdasarkan pertimbangan-pertimbangan tertentu antara lain: IPO dilakukan pada atau setelah tahun 1994, sehingga dampak tiga tahun sesudahnya dapat diamati, IPO yang dilakukan tergolong sukses, yang diindikasikan dengan harga saham yang cenderung meningkat, volume transaksi perdagangan besar, kapitalisasi pasarnya juga besar dan sahamnya banyak diminati. Selain itu pada kedua perusahaan ini juga tidak ada *right issue*.

3.3 PROSEDUR PENGUMPULAN DATA

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data-data ini berupa laporan keuangan perusahaan, yang meliputi: neraca, laporan rugi laba, laporan perubahan posisi keuangan perusahaan,

laporan perubahan arus kas, dan data-data penunjang lainnya seperti: harga saham dan dividen. Data-data tersebut diperoleh dari perusahaan yang dijadikan sampel penelitian, yaitu PT Telkom Indonesia dan PT Indosat serta Bursa Efek Jakarta, disamping sumber-sumber lain seperti jurnal, majalah, surat kabar dan penelitian-penelitian terdahulu.

Dalam penelitian ini, pengumpulan data dilakukan melalui dua tahap yaitu:

1. Tahap pertama dilakukan dengan studi kepustakaan, yaitu dengan mengumpulkan data pendukung dari literatur-literatur, penelitian-penelitian sebelumnya, jurnal, dan laporan yang dipublikasikan untuk mendapatkan gambaran mengenai permasalahan yang akan diteliti serta analisis penelitian yang akan dilakukan.
2. Tahap kedua dilakukan dengan mengumpulkan data-data sekunder yang diperlukan untuk analisis.

Periode analisis data dibagi menjadi dua bagian, yaitu tiga tahun sebelum perusahaan melakukan IPO dan tiga tahun sesudah perusahaan melakukan IPO. Penentuan periode waktu ini disesuaikan dengan ketersediaan data, sebab sebelum perusahaan tersebut *listed* di bursa harus menyertakan laporan keuangan yang diaudit selama tiga tahun berturut-turut. Selain itu, dengan pemilihan tiga tahun periode, diharapkan pengaruh IPO terhadap kinerja perusahaan akan nampak. Untuk keseimbangan analisis, maka sesudah IPO juga diambil tiga periode seperti halnya sebelum IPO.

3.4 DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL

Variabel-variabel yang digunakan sebagai alat ukur dalam penelitian ini dikelompokkan menjadi dua, yaitu variabel yang menunjukkan nilai perusahaan dan variabel yang menunjukkan kinerja keuangan perusahaan

berupa rasio-rasio keuangan. Secara terperinci variabel-variabel yang digunakan ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

I. Nilai Perusahaan (*Value of the Firm*)

Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan konsep *Economic Value Added* (EVA), yang dirumuskan (Brigham dan Gapenski, 1997: 63):

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{Operating Profit After Taxes} - \text{Cost of All Capital} \\ &= \left(\begin{array}{c} \text{Sales} \\ \text{Revenues} \end{array} - \begin{array}{c} \text{Operating} \\ \text{Costs} \end{array} - \text{Taxes} \right) - \left(\begin{array}{c} \text{Total} \\ \text{Capital} \\ \text{Supplied} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Cost} \\ \text{of} \\ \text{Capital} \end{array} \right) \end{aligned}$$

Yang dimaksud dengan EVA adalah nilai tambah ekonomis perusahaan, yang diperoleh dengan cara mengurangi *Operating Profit After Taxes* dengan *Cost of All Capital*. *Operating Profit After Taxes* adalah laba operasi sesudah pajak yang dihitung dengan cara mengurangi penjualan dengan biaya operasi dan pajak. *Cost of all capital* adalah biaya modal total yang dihitung dengan cara mengalikan jumlah modal keseluruhan dengan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Untuk dapat mengetahui besarnya biaya modal tertimbang terlebih dahulu perlu dihitung biaya modal masing-masing komponen modal, yang meliputi:

a. *Cost of Debt*, yang dirumuskan (Brigham dan Gapenski, 1993: 180):

$$\text{Net proceeds} = \sum_{t=1}^{2n} \frac{\text{Semiannual interest payment}}{(1 + Kd/2)^t} + \frac{\text{Par Value}}{(1 + Kd/2)^{2n}}$$

of bonds

$$\text{After Tax Cost of Debt} = \text{Pre-Tax Cost} (1 - T)$$

dimana:

Kd = biaya hutang jangka panjang

Net proceeds of bonds = *Par Value* - *Floatation Cost*

= Penerimaan Obligasi

Par Value = nilai nominal per lembar obligasi

| | |
|--------------------------------------|------------------------------|
| <i>Floatation Cost</i> | = biaya emisi obligasi |
| <i>n</i> | = umur obligasi |
| <i>After Tax Cost of Debt</i> | = biaya hutang setelah pajak |
| <i>Pre Tax Cost</i> | = biaya hutang sebelum pajak |
| <i>T</i> | = tingkat pajak |
| <i>Semmi annual interest payment</i> | = bunga setengah tahunan |

- b. *Cost of Preferred Stock*, yang dirumuskan (Brigham dan Gapenski, 1993: 182):

$$K_p = \frac{D_p}{P_n}$$

dimana :

K_p = biaya saham preferen

D_p = dividen per lembar saham preferen

P_n = harga neto yang diperoleh dari penjualan selembar saham preferen baru

- c. *Cost of Retained Earning*, yang dirumuskan (Weston dan Copeland, 1995: 78)

$$K_s = D_1 / P_0 + g$$

dimana:

K_s = biaya modal saham

D_1 = dividen yang diharapkan

P_0 = harga saham periode yang lalu

g = *growth earning*

Untuk mengetahui besarnya dividen yang diharapkan, maka sebelumnya perlu dilakukan tahapan berikut :

- (1) Menghitung *Pay Out Ratio* dengan rumus (Husnan, 1995: 74):

$$\text{Pay Out Ratio} = \frac{DPS}{EPS}$$

dimana:

DPS = dividen per lembar saham

EPS = laba per lembar saham

- (2) Menghitung besarnya *Plow Back Ratio* dengan rumus (Husnan, 1995: 74):

$$\text{Plow Back Ratio} = 1 - \text{Pay Out Ratio}$$

- (3) Menghitung *growth earning* dengan rumus (Husnan, 1995: 75):

$$g = \text{Plow Back Ratio} \times \text{ROE}$$

ROE = *Return on Equity*

- (4) Menghitung besarnya dividen yang diharapkan dengan rumus:

$$D1 = D0 (1 + g)$$

dimana:

D1 = dividen yang diharapkan

D0 = dividen periode yang lalu

g = *growth earning*

- d. *Cost of New Common Stock*, yang dirumuskan (Weston dan Copeland, 1994: 138):

$$K_e = \frac{D1}{P_0 (1 - F)} + g$$

dimana:

K_e = biaya saham baru

D1 = dividen yang diharapkan

P_0 = harga saham periode yang lalu

g = *growth earning*

F = *floatation cost* atau biaya emisi saham baru

e. Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) dihitung dengan rumus (Brigham dan Gapenski, 1993: 202):

$$WACC = wd \cdot Kd + wp \cdot Kp + ws \cdot (Ks \text{ or } Ke)$$

dimana:

WACC = biaya modal rata-rata tertimbang

wd = persentase hutang dari total modal

wp = persentase saham preferen dari total modal

ws = persentase modal sendiri dari total modal

Kd = biaya modal yang berasal dari hutang

Kp = biaya modal yang berasal dari saham preferen

Ks = biaya modal yang berasal dari laba ditahan

Ke = biaya modal yang berasal dari saham baru

Selanjutnya perubahan WACC ini dapat ditunjukkan dalam MCC *Schedule*. Untuk dapat menggambarkan MCC *Schedule* ini terlebih dahulu perlu dihitung besarnya *Break point retained earning* yang dirumuskan (Brigham dan Gapenski, 1993: 202):

$$Break\ Point = X = \frac{Retained\ Earning}{Equity\ fraction}$$

dimana:

X = *Break Point Retained Earning*

Retained Earning = laba ditahan

Equity fraction = persentase (proporsi) modal sendiri dari total modal

2. Rasio-rasio Keuangan

Rasio-rasio yang digunakan meliputi:

- a. *Cash Ratio* (X1), yang dirumuskan (Hornngren, 1998: 125):

$$\frac{\text{Kas} + \text{Investasi jangka pendek} + \text{Piutang lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

- b. *Debt to Equity Ratio* (X2), yang dirumuskan (Riyanto, 1994: 256):

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

- c. *Time Interest Earned Ratio* (X3), rumusnya (Brigham dan Gapenski, 1993: 687):

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{Interest Charge}}$$

dimana:

EBIT = laba sebelum bunga dan pajak

Interest Charge = bunga hutang jangka panjang

- d. *Total Asset Turn Over* (X4), rumusnya (Van Horne, 1997: 146):

$$\frac{\text{Penjualan bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

- e. *Return on Investment* (X5), yang rumusnya (Van Horne, 1997: 148):

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

dimana:

EAT = Laba bersih setelah pajak

- f. *Earning per Share* (EPS) (X6), rumusnya (Brigham dan Gapenski, 1993: 389):

$$\frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

g. *Return on Equity* (X7), yang rumusnya (Husnan, 1995: 74):

$$\frac{\text{EPS}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$$

Sedangkan Nilai buku per lembar saham dapat dihitung dengan rumus :

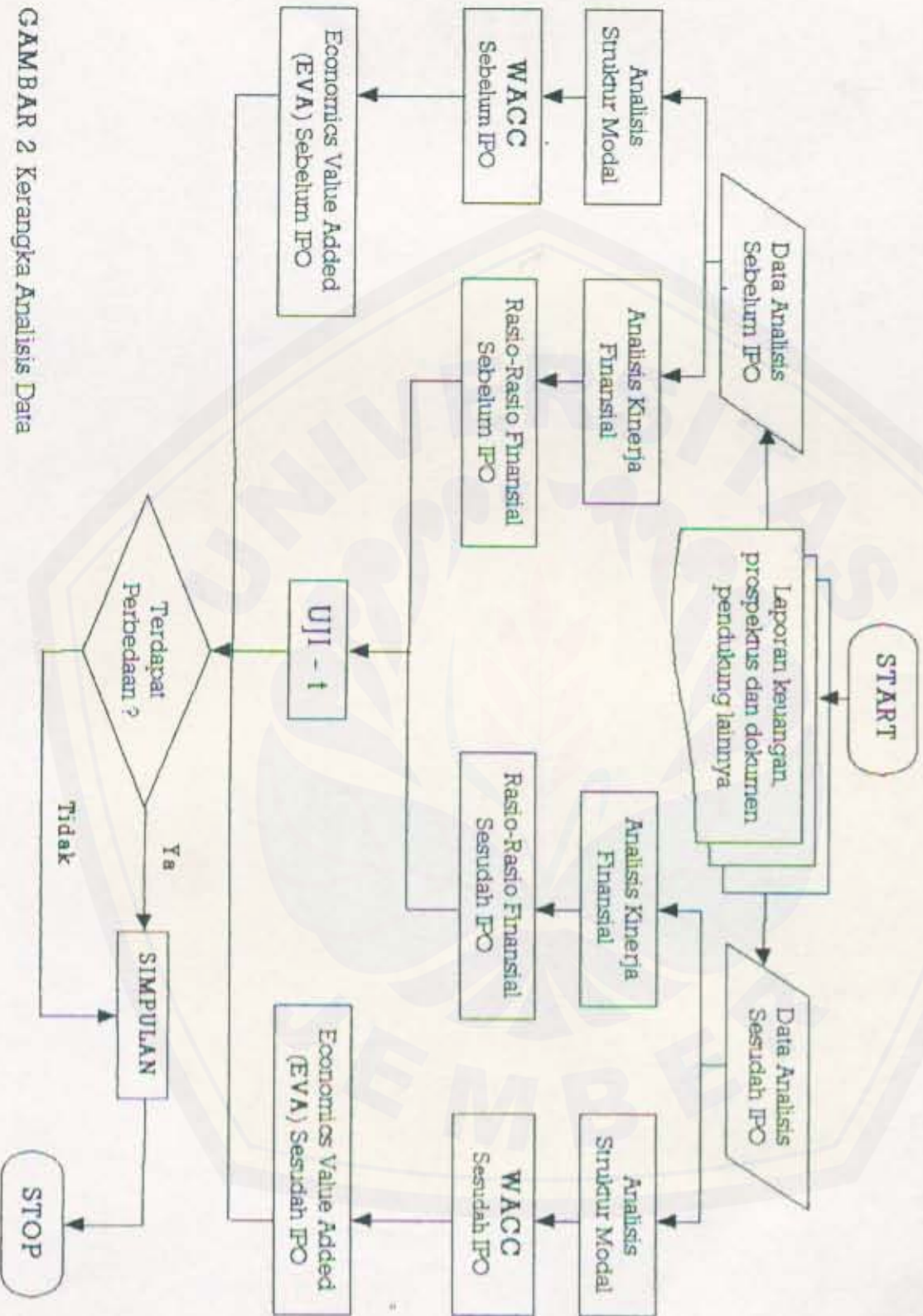
$$\text{Nilai buku per lembar saham} = \frac{\text{Jumlah Modal Sendiri}}{\text{Jumlah lembar saham}}$$

h. *Net worth to total Liabilities* (X8), rumusnya (Riyanto, 1994: 26):

$$\frac{\text{Modal Sendiri}}{\text{Total hutang}}$$

3.4 METODE ANALISIS

Dengan mendasarkan pada rumusan masalah, hipotesis dan data yang telah dikumpulkan, untuk menganalisis data tersebut ditempuh cara sebagaimana digambarkan dalam kerangka analisis data sebagai berikut:



GAMBAR 2 Kerangka Analisis Data

Seperti dijelaskan pada kerangka di atas, untuk menguji hipotesis dilakukan tahapan sebagai berikut:

1. Menganalisis struktur permodalan perusahaan untuk dapat mengetahui nilai perusahaan. Nilai perusahaan dihitung dengan menggunakan konsep EVA. Untuk dapat menghitung nilai perusahaan ini terlebih dahulu perlu dihitung biaya masing-masing komponen modal dan biaya modal rata-rata tertimbang sebagaimana telah dijelaskan pada definisi operasional variabel. Nilai perusahaan ini selanjutnya dapat dibandingkan antara sebelum dan sesudah dilakukan IPO untuk menjawab pokok permasalahan pertama dan kedua.
2. Mencari angka dari masing-masing rasio keuangan yang menggambarkan kinerja keuangan perusahaan seperti telah dijelaskan pada definisi operasional variabel.
3. Selanjutnya untuk membuktikan hipotesis guna menjawab pokok permasalahan ketiga mengenai perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah IPO, dilakukan uji t untuk sampel berpasangan (*before and after t test*). Uji t untuk sampel berpasangan ini dapat digunakan apabila hasil observasi menunjukkan harga-harga yang berpasangan, misalnya: (X_{11}, X_{21}) , (X_{12}, X_{21}) , (X_{1n}, X_{2n}) dimana X_{11} adalah observasi pertama dari sampel pertama, X_{21} adalah observasi pertama dari sampel kedua dan seterusnya. Hipotesis ini bisa diuji dengan menggunakan perbedaan antara harga-harga yang berpasangan itu.

Langkah-langkah dalam pengujian hipotesis dengan uji t sampel berpasangan ini adalah sebagai berikut:

- a. Merumuskan hipotesis nol dan hipotesis alternatif

Hipotesis yang akan diuji adalah:

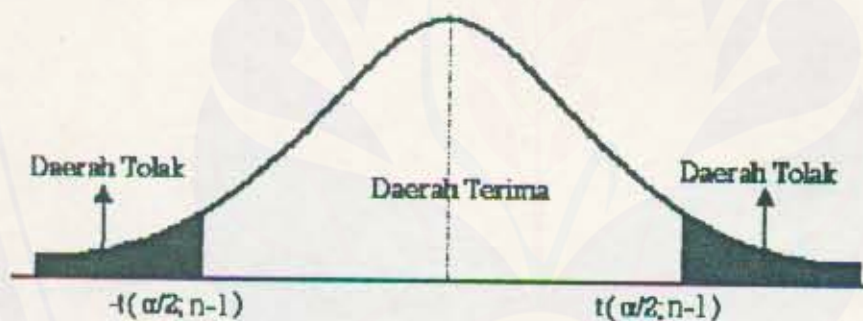
$H_0 : \mu_1 = \mu_2$, artinya tidak terdapat perbedaan antara kinerja sesudah dan sebelum dilakukan IPO.

$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$, artinya terdapat perbedaan antara kinerja sesudah dan sebelum dilakukan IPO.

b. Menentukan derajat keyakinan (*level of significance*)

Interval keyakinan yang digunakan untuk menguji hipotesis (α) adalah 5%. Hal ini berarti bahwa dalam jangka panjang jika pengujian dilakukan secara berulang-ulang dan dalam cara yang sama, kemungkinan H_0 benar, tetapi kita tolaknya adalah sebesar 5% dari keseluruhan waktu. Andaikan H_0 benar, penolakan H_0 dengan koefisien keyakinan sebesar 95% berarti beda antara μ hipotesis dengan statistik sampel adalah cukup nyata. (Dajan,1991: 250)

c. Menentukan kriteria pengujian (*rule of the test*)



GAMBAR 3 Pengujian Dua Sisi

H_0 diterima apabila : $-t(\alpha/2; n-1) < t < t(\alpha/2; n-1)$

H_0 ditolak apabila : $t > t(\alpha/2; n-1)$ atau $t < -t(\alpha/2; n-1)$

d. Menghitung nilai t dengan rumus (Djarwanto, 1996 :212):

$$t = \frac{\bar{D}}{SD/\sqrt{n}}$$

$$D_1 = X_{11} - X_{12}$$

$$D_2 = X_{12} - X_{22}$$

$$D_n = X_{1n} - X_{2n}$$

dimana

D = mean atau rata-rata dari harga D_i yang diperoleh dari perbedaan harga-harga yang berpasangan

SD = standar deviasi dari harga -harga D_i yang dicari dengan rumus (Djarwanto, 1996 :212):

$$SD = \frac{\sqrt{\sum (D - \bar{D})^2}}{n}$$

n = banyaknya pasangan

e. Kesimpulan : H_0 diterima atau ditolak

Jika H_0 diterima berarti tidak terdapat perbedaan antara kinerja sebelum dan sesudah IPO. Sebaliknya, apabila H_0 ditolak atau H_1 diterima, artinya terdapat perbedaan antara kinerja sebelum dan sesudah IPO.



IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

4.1.1 PT Indonesian Satellite Corporation, Tbk.

Indosat merupakan badan penyelenggara jasa telekomunikasi internasional di Indonesia, yang menghubungkan Indonesia dengan 240 negara tujuan di seluruh dunia. Usaha utama Indosat adalah menyediakan jasa telekomunikasi suitsing internasional, meliputi: telepon, teleks, telegram dan Sambungan Komunikasi Data Paket (SKDP), jasa faksimili *store and forward* serta jasa telekomunikasi bergerak Inmarsat (berupa jasa telekomunikasi maritim dan jasa telekomunikasi bergerak di darat). Indosat juga menyediakan berbagai jasa telekomunikasi internasional bukan suitsing, meliputi: sirkuit berlangganan berkecepatan rendah dan tinggi, *video conferencing*, kanal televisi dan jasa-jasa lain yang merupakan transmisi data atau video selain transmisi suara. Pelanggan jasa suitsing dihubungkan melalui fasilitas telekomunikasi domestik Telkom sedangkan pelanggan jasa bukan suitsing dihubungkan langsung dengan fasilitas telekomunikasi Indosat. Pada saat ini, Indosat memiliki dan mengoperasikan Sentral Gerbang Internasional (SGI) di Jakarta, Medan, Batam, dan Surabaya untuk melayani trafik internasional dari dan ke jaringan telekomunikasi domestik baik dengan menggunakan sistem transmisi satelit, kabel laut, maupun gelombang mikro.

Sejak beroperasi secara komersial pada tahun 1969, Indosat berhasil meningkatkan efisiensi terhadap pemanfaatan fasilitas jaringan, terutama melalui penambahan SGI, dan investasi peralatan transmisi dan suitsing digital. Sejak tahun 1989 semua kapasitas suitsing yang dimiliki Indosat telah menggunakan sistem digital. Usaha Indosat juga menunjukkan perkembangan yang cukup pesat sejalan dengan kemajuan pembangunan di bidang ekonomi

dan besarnya perhatian pemerintah terhadap perkembangan jaringan telekomunikasi domestik.

Tuntutan akan sarana dan prasarana investasi yang semakin besar ini, juga mendorong Indosat untuk melakukan perubahan-perubahan dalam perusahaan, khususnya mengenai struktur permodalannya. Pada saat didirikan, modal dasar Indosat adalah sebesar Rp 20.000.000,00 yang terbagi atas 200 saham dengan nilai nominal Rp 100.000,00. Susunan kepemilikan saham, modal yang ditempatkan dan modal disetor adalah sebagai berikut:

TABEL 1
Susunan Kepemilikan Saham PT Indosat Tahun 1967

| Pemegang Saham | Jumlah Saham | Modal ditempatkan (Rp) | Modal disetor (Rp) | Persentase kepemilikan (%) |
|------------------------------------|--------------|------------------------|--------------------|----------------------------|
| American Cable & Radio Corporation | 199 | 19.900.000 | 1.990.000 | 99.5 |
| Wayne Tim Maglio | 1 | 100.000 | 10.000 | 0.5 |
| Jumlah | 200 | 20.000.000 | 2.000.000 | 100 |

Sumber: Prospektus PT Indosat

Indosat juga beberapa kali meningkatkan jumlah modal dasar dan modal ditempatkan dalam rangka pemenuhan kebutuhan dana untuk investasi yang juga terus meningkat. Perubahan ini juga menyangkut kepemilikan saham. Pada tahun 1968, saham seluruhnya diambil alih oleh American Cable & Radio Corporation dengan diikuti peningkatan modal dasar dan jumlah saham. Hingga tahun 1980 jumlah modal dasar, modal ditempatkan dan modal disetor nampak sebagai berikut:

TABEL 2
Susunan Kepemilikan Saham PT Indosat Tahun 1980

| Pemegang Saham | Jumlah Saham | Modal ditempatkan (Rp) | Modal disetor (Rp) | Persentase kepemilikan (%) |
|------------------------------------|--------------|------------------------|--------------------|----------------------------|
| American Cable & Radio Corporation | 1.200 | 12.900.000 | 12.000.000 | 100 |
| Jumlah | 1.200 | 12.000.000 | 12.000.000 | 100 |

Sumber: Prospektus PT Indosat

Berdasarkan *Agreement* tanggal 20 Nopember 1980, *American Cable & Radio Corporation* menjual seluruh saham-saham Indosat yang telah dikeluarkan dan dimilikinya yaitu sebanyak 1.200 saham kepada Negara Republik Indonesia dengan harga Rp 27.260.000.000,00. Setelah pembelian saham tersebut susunan pemegang saham menjadi sebagai berikut:

TABEL 3
Susunan Kepemilikan Saham PT Indosat Tahun 1980
Setelah Penjualan Kepada Pemerintah Indonesia

| Pemegang Saham | Jumlah Saham | Modal ditempatkan (\$) | Persentase kepemilikan (%) |
|--------------------------|--------------|------------------------|----------------------------|
| NegaraRepublik Indonesia | 1.200 | 12.000.000 | 100 |
| Jumlah | 1.200 | 12.000.000 | 100 |

Sumber: Prospektus PT Indosat

Pada tanggal 31 Desember 1980, Indosat mengadakan perubahan anggaran dasar dan meningkatkan modal dasarnya menjadi Rp 70.000.000.000,00 yang terbagi atas saham prioritas dan saham biasa dengan nilai nominal Rp 10.000.000,00 seperti nampak sebagai berikut:

TABEL 4
Susunan Kepemilikan Saham PT Indosat Tahun 1980
Setelah Peningkatan Modal Dasar

| Pemegang Saham | Jumlah Saham | Modal ditempatkan dan disetor penuh (Rp) | Persentase kepemilikan (%) |
|--------------------------|--------------|--|----------------------------|
| NegaraRepublik Indonesia | | | 100 |
| - Saham prioritas | 1.400 | 14.000.000.000 | |
| - Saham biasa | 1.326 | 13.260.000.000 | |
| Jumlah | 2.726 | 27.260.000.000 | 100 |

Sumber: Prospektus PT Indosat

Pada tahun 1985, Indosat menurunkan nilai nominal sahamnya dari Rp 10.000.000,00 menjadi Rp 1.000.000,00, sehingga modal dasarnya yang besarnya Rp 70.000.000.000,00 terbagi atas 14.000 saham prioritas dan 56.000 saham biasa. Sampai akhir tahun 1993 Indosat telah beberapa kali

meningkatkan modal dasarnya hingga jumlah modal yang ditempatkan dan disetor penuh menjadi Rp 120.000.000.000,00 yang terbagi atas 40.000 lembar saham prioritas dan 80.000 saham biasa.

Untuk memperkuat permodalan, pemerintah memutuskan Indosat untuk *go public* dengan mencatatkan sahamnya di pasar modal Indonesia dan di New York. Dalam rangka penawaran umum perdana ini PT Indosat meningkatkan modal dasarnya menjadi Rp 2.000.000.000.000,00 yang terbagi atas 1 saham seri A dan 3.999.999.999 saham seri B dengan nilai nominal Rp 500,00. Dari modal dasar ini telah ditempatkan dan disetor penuh sebesar Rp 465.975.000.000 yang terdiri dari 1 saham seri A dan 931.949.999 saham seri B.

Para investor antusias menyambut penjualan saham perdana PT Indosat, karena BUMN ini dianggap sebagai salah satu dari sedikit *blue chips* yang berasal dari Indonesia. Jumlah emisi saham yang ditawarkan adalah 35% dari total saham perusahaan yang terdiri dari 103.550.000 saham baru seri B yang ditawarkan kepada masyarakat Indonesia dengan harga perdana Rp 7.000,00 per lembar dan 25.887.550 *American Depository Shares* (ADS) yang mewakili 258.875.000 saham seri B yang ditawarkan kepada publik di luar Indonesia.

Penawaran umum yang dilakukan Indosat ini dapat digolongkan ke dalam penawaran kombinasi karena dilakukan di dua tempat yang terpisah yaitu di Indonesia dan di luar Indonesia namun pada saat yang bersamaan. Tujuan pemerintah menawarkan saham baru Indosat ini adalah untuk membiayai pengembangan fasilitas pelayanan jasa telekomunikasi internasional yang merupakan bisnis utama Indosat, melengkapi investasi pada infrastruktur telekomunikasi domestik, perluasan usaha di lingkup regional dan menunjang rencana diversifikasi terbatas Indosat.

Susunan kepemilikan saham setelah penawaran umum perdana ini nampak sebagai berikut:

TABEL 5
Susunan Kepemilikan Saham PT Indosat
Setelah Penawaran Umum Perdana

| Pemegang Saham | Modal ditempatkan dan disetor penuh | Persentase Kepemilikan (%) | Jumlah Dalam Jutaan Rp |
|----------------------|-------------------------------------|----------------------------|------------------------|
| Saham Seri A: | | | |
| Negara RI | 1 | 0,00 | 500 |
| Saham Seri B: | | | |
| Negara RI | 673.074.999 | 65,00 | 336.537.499.500 |
| Masyarakat-DN | 103.580.000 | 7,75 | 51.775.000.000 |
| Masyarakat-LN | 258.875.000 | 27,25 | 129.437.500.000 |
| Total | 1.035.500.000 | 100,00 | 517.750.000.000 |

Sumber: Prospektus PT Indosat

Dalam hal pengembangan usaha, Indosat juga melaksanakan strategi yang disebut "Strategi 3 plus 1". Indosat berupaya untuk menjadi penyelenggara telekomunikasi tingkat dunia (*world class telecommunication company*) melalui (1) penyelenggaraan jasa telekomunikasi internasional sebagai bisnis utama dan memperkuatnya melalui (2) ikut serta dalam pengembangan infrastruktur telekomunikasi nasional, (3) meningkatkan peranan Indosat di kawasan regional dan internasional, serta (4) melakukan diversifikasi usaha terbatas sesuai dengan kompetensi perusahaan dalam bidang telekomunikasi. Disamping itu, untuk mengantisipasi kebutuhan masyarakat akan jasa telekomunikasi di masa yang akan datang, Indosat juga telah merencanakan investasi sekitar Rp 1,94 triliun dalam periode 1994 -1999 dengan alokasi 41% untuk pengembangan prasarana telekomunikasi internasional, 31% untuk pengembangan prasarana telekomunikasi domestik, 13 % untuk usaha-usaha di kawasan regional dan 15 % untuk diversifikasi usaha terbatas.

4.1.2 PT Telekomunikasi Indonesia Tbk.

PT Telekomunikasi Indonesia atau Telkom adalah BUMN yang mempunyai hak eksklusif dalam penyelenggaraan jasa telekomunikasi dalam negeri. Perusahaan ini dulunya merupakan bagian dari badan usaha bernama *Post-en Telegraafdienst* yang didirikan pada tahun 1894. Pada tahun 1906, pemerintah Hindia Belanda mengambil alih kepemilikan hartanya dan mengubah namanya menjadi *Post Telegraaf en Telefoondienst (PTT-Dienst)*. Pada tahun 1934, *PTT Dienst* ditetapkan sebagai Perusahaan Negara dan pada tahun 1961 ditetapkan menjadi PN Pos dan Telekomunikasi.

Sejalan dengan pesatnya perkembangan lapangan usaha yang ditangani PN Pos dan Telekomunikasi, maka pemerintah membaginya menjadi dua perusahaan negara yaitu PN Pos dan Giro dan PN Telekomunikasi. Pada tahun 1974, PN Telekomunikasi diubah menjadi perusahaan umum dengan nama PERUMTEL, yang merupakan badan usaha tunggal penyelenggara jasa telekomunikasi untuk umum baik dalam maupun luar negeri. Kemudian pada tahun 1980, jasa telekomunikasi internasional diserahkan PERUMTEL kepada PT Indosat. Pada tahun 1991, pemerintah mengubah status Perum menjadi Perusahaan Perseroan yang menjalankan bisnis komersial bernama Perusahaan Perseroan (Persero) PT Telekomunikasi Indonesia.

Telkom sebagai BUMN, pada saat ini merupakan salah satu perusahaan terbesar di Indonesia. Telkom adalah penyelenggara jasa telekomunikasi dalam negeri (lokal dan jarak jauh), yang mengoperasikan satu-satunya *Public Swicth Telephone Network (PSTN)* nasional. Selain itu, Telkom juga menyelenggarakan dan memiliki penyertaan di perusahaan-perusahaan yang menyelenggarakan beraneka jasa telekomunikasi termasuk STBS, komunikasi data, sirkuit berlangganan dan jasa terkait lainnya. Sejak 1 Januari 1996,

data, sirkuit berlangganan dan jasa terkait lainnya. Sejak 1 Januari 1996, pemerintah memberikan hak eksklusif penyelenggaraan telekomunikasi dalam negeri yang meliputi:

- a. Hak eksklusif penyelenggaraan jasa telekomunikasi lokal dengan menggunakan jaringan tetap (*wireline* dan *fixed wireless*), untuk jangka waktu selama minimum 15 tahun.
- b. Hak eksklusif penyelenggaraan jasa telekomunikasi jarak jauh untuk jangka waktu selama minimum 10 tahun.
- c. Hak eksklusif tersebut termasuk pula penyelenggaraan yang dilakukan untuk dan atas nama Telkom

Sebagai perusahaan perseroan, kepemilikan saham dan permodalan Telkom juga beberapa kali mengalami perubahan. Pada saat didirikan tahun 1991, modal dasarnya sebesar Rp 10.000.000.000.000,00 yang terbagi atas 10.000.000 saham, terdiri dari 2.000.000 saham prioritas dan 8.000.000 saham biasa dengan nilai nominal masing-masing Rp 1.000.000,00. Dari modal dasar tersebut, telah ditempatkan dan disetor penuh sebanyak Rp 2.000.000.000.000,00 dengan susunan kepemilikan sebagai berikut:

TABEL 6
Susunan Kepemilikan Saham PT Telkom Tahun 1967

| Pemegang Saham | Jumlah Saham | Modal ditempatkan dan disetor penuh (Rp) | Persentase kepemilikan (%) |
|---------------------|--------------|--|----------------------------|
| Negara RI | 1.999.999 | 1.999.999.000.000 | 99,95 |
| Soetjipto, S.H.,M.H | 1 | 1 | 0,05 |
| Jumlah | 2.000.000 | 2.000.000.000.000 | 100 |

Sumber: Prospektus PT Telkom Indonesia

Pada tanggal 5 Desember 1991 Soetjipto, S.H., M.H., menjual dan menyerahkan 1 saham prioritas kepada Negara Republik Indonesia, sehingga 100% saham PT Telkom kini dimiliki oleh pemerintah. Kemudian dalam rangka

penawaran umum yang akan dilakukan oleh PT Telkom, pada tanggal 25 Juli 1995 diadakan perubahan susunan permodalannya. Modal dasar PT Telkom ditingkatkan menjadi Rp 20.000.000.000,00 yang terbagi atas 40.000.000.000 saham, yang terdiri dari 1 (satu) saham seri A Dwiwarna dan 39.999.999.999 saham seri B dengan nilai nominal Rp 500,00 per lembar. Dari modal dasar tersebut telah ditempatkan dan disetor penuh sebesar Rp 4.200.000.000.000,00 yang terdiri dari 1 saham seri A Dwiwarna dan 399.999.999 saham seri B.

Selanjutnya pada tanggal 14 Nopember 1995, PT Telkom melakukan IPO dengan mencatatkan sahamnya di BEJ dan BES. Pada saat yang sama, saham Telkom juga mulai diperjualbelikan di *New York Stock Exchange* (NYSE) dan *London Stock Exchange*. Saham yang ditawarkan kepada masyarakat saat itu sejumlah 3.266.667.000 saham atau 25% terdiri dari 933.333.000 saham seri B baru dan 2.333.334.000 saham seri B milik negara RI (divestasi) dengan harga perdana Rp 2.050,00 per lembar. Seperti halnya Indosat, Telkom juga melakukan penawaran kombinasi, yaitu selain ditawarkan kepada masyarakat Indonesia, saham juga ditawarkan kepada masyarakat luar negeri dalam bentuk *American Depository* (ADS). Susunan kepemilikan saham setelah penawaran umum perdana ini nampak sebagai berikut:

TABEL 7
Susunan Kepemilikan Saham PT Telkom
Setelah Penawaran Umum Perdana

| Pemegang Saham | Modal ditempatkan dan disetor penuh | Persentase Kepemilikan (%) | Jumlah Dalam Jutaan Rp |
|-------------------------------|-------------------------------------|----------------------------|------------------------|
| Saham Seri A Dwiwarna: | | | |
| Negara RI | 1 | - | - |
| Saham Seri B: | | | |
| Negara RI | 7.466.665.999 | 80 | 3.733.333 |
| Masyarakat | 1.866.667.000 | 20 | 933.334 |
| Total | 9.333.333.000 | 100 | 4.666.667 |

Sumber: Prospektus PT Telkom Indonesia

Sehubungan dengan IPO yang dilakukan, Telkom juga melakukan restrukturisasi perusahaan. Bidang usaha Telkom dibagi menjadi 3 yaitu (1) bidang usaha utama, (2) bidang usaha terkait, dan (3) bidang usaha pendukung. Bidang usaha utama Telkom adalah menyelenggarakan jasa telepon lokal dan jarak jauh dalam negeri. Bidang usaha terkait, termasuk STBS, sirkit langganan, teleks, penyewaan transponder satelit, VSAT dan jasa nilai tambah tertentu, diselenggarakan oleh Telkom sendiri atau melalui perusahaan patungan Telkom dengan pola bagi hasil (PBH).

Selain itu sejak 1 Juli 1995, Telkom juga telah menghapus struktur Witel (Wilayah Telekomunikasi), yang tadinya meliputi 12 witel, dan menggantinya dengan struktur 7 Divisi Regional dan 1 Divisi Network. Divisi Regional menyelenggarakan jasa telekomunikasi di wilayahnya masing-masing sedangkan Divisi Network menyelenggarakan jasa telekomunikasi jarak jauh dalam negeri, melalui pengoperasian jaring transmisi jalur utama nasional. Struktur divisi regional dan pengelolanya ini dijelaskan sebagai berikut:

TABEL 8
Pembagian Divisi Regional dan Network PT Telkom

| Divisi | Lokasi | Pengelola |
|--------|-------------------------|----------------------------------|
| I | Sumatera | Pramindo Ikat Nusantara |
| II | Jakarta dan sekitarnya | TELKOM |
| III | Jawa Barat | Aria West International |
| IV | Jawa Tengah | Mitra Global Telekomunikasi Inti |
| V | Jawa Timur | TELKOM |
| VI | Kalimantan | Daya Mitra Malindo |
| VII | Wilayah Indonesia Timur | Bukaka Singtel International |

Sumber: Propektus PT Telkom Indonesia

Pada bulan Oktober 1995, Telkom juga telah memulai perjanjian KSO (Kerjasama Operasi) dengan 5 perusahaan mitra KSO untuk mengelola 5 divisi regional kecuali Jakarta dan Jawa Timur. Untuk memenuhi permintaan jasa telekomunikasi Telkom telah merencanakan pengembangan PSTN-nya

dengan menambah 6,5 juta kapasitas sambungan dengan dan kurang lebih 15 triliun hingga akhir tahun 1998. Rencana ini meliputi program penambahan kapasitas sambungan secara ekstensif yang mencakup penyelesaian lengkapan sambungan di daerah yang memiliki kelebihan kapasitas sentral lokal serta mengadakan berbagai peningkatan kemampuan untuk meningkatkan efisiensi PSTN secara keseluruhan.

Telkom juga berupaya untuk mengembangkan usahanya ke arah pelayanan jasa multimedia dengan cara digitalisasi jaringan, mengganti kawat tembaga dengan serat optik dan memperkenalkan teknologi *broadband* kepada pelanggan bisnis bertrafik tinggi. Di samping itu Telkom juga berupaya untuk meningkatkan mutu pelayanannya hingga dapat mencapai operator kelas dunia (*World Class Operator*) pada tahun 2001.

4.2 ANALISIS DATA DAN PENGUJIAN HIPOTESIS

4.2.1 Analisis struktur modal

Initial Public Offering atau penawaran umum perdana saham-saham BUMN kepada masyarakat luas akan berdampak secara langsung terhadap komposisi permodalan perusahaan. Dengan *go public*, ekuitas perusahaan akan meningkat sehingga berpengaruh pada nilai perusahaan. Hal ini juga berimplikasi pada biaya modal yang secara eksplisit harus dikeluarkan oleh perusahaan. Biaya modal yang minimal, akan dapat membantu perusahaan untuk meningkatkan nilainya.

Pengukuran kinerja perusahaan ditinjau dari struktur permodalan dan pengukuran nilai perusahaan, dapat digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh pengeluaran saham baru terhadap peningkatan nilai perusahaan. Untuk itu dapat dibandingkan nilai perusahaan antara periode

sebelum IPO dan sesudah IPO, yang masing-masing mencerminkan komposisi permodalan yang berbeda.

Analisis struktur modal ini diawali dengan menghitung biaya untuk masing-masing komponen modal, kemudian biaya modal rata-rata tertimbang dan selanjutnya menghitung nilai perusahaan.

a. Menghitung *Cost of Debt*

Perhitungan biaya penggunaan modal yang berasal dari hutang jangka panjang, yang umumnya berbentuk obligasi, dapat dilakukan dengan menghitung tingkat bunga yang menjadikan nilai sekarang dari pembayaran bunga tahunan dan pembayaran akhir sama dengan nilai sekarang dari penerimaan obligasi. Perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini juga menggunakan hutang jangka panjang untuk membiayai usahanya, namun bentuk hutang jangka panjang yang digunakan adalah hutang dari bank dan pinjaman pemerintah baik dari dalam maupun luar negeri. Perusahaan-perusahaan sampel ini tidak menggunakan obligasi untuk memperoleh hutang jangka panjang. Untuk itu, biaya penggunaan modal yang berasal dari hutang jangka panjang dihitung dengan cara membagi beban bunga yang dibayarkan per tahunnya dengan jumlah hutang perusahaan. Komponen hutang yang relevan dalam perhitungan ini adalah hutang jangka panjang.

Selengkapnya perhitungan *Cost of Debt* untuk masing-masing perusahaan sampel adalah sebagai berikut:

(1) PT INDOSAT

Cost of Debt dihitung untuk masing-masing periode, yaitu sebelum IPO dan sesudah IPO. Selanjutnya dari rata-rata K_d ini akan disesuaikan dengan tingkat pajak yang berlaku. Untuk tingkat pajak ini terdapat perbedaan antara periode sebelum dan sesudah IPO, karena disesuaikan

dengan perubahan peraturan pemerintah sejak 1 Januari 1995, yaitu penurunan tarif pajak yang berlaku dari 35% menjadi 30%. Tabel 9 berikut menunjukkan perhitungan Kd PT Indosat.

TABEL 9
Perhitungan *Cost of Debt* PT Indosat (dalam jutaan Rp)

| Tahun | Hutang jangka panjang | Beban bunga | <i>Cost of Debt</i> (Kd) | Tingkat pajak |
|-----------|-----------------------|-------------|--------------------------|---------------|
| 1991 | 13.925 | 2.378 | 0,1708 | 35% |
| 1992 | 32.168 | 2.926 | 0,0910 | |
| 1993 | 49.398 | 4.963 | 0,1950 | |
| Jumlah | | | 0,3568 | |
| Rata-rata | | | 0,1189 | |
| 1994 | 44.200 | 6.215 | 0,1406 | 30% |
| 1995 | 50.266 | 7.230 | 0,1438 | |
| 1996 | 41.474 | 7.999 | 0,1943 | |
| Jumlah | | | 0,4787 | |
| Rata-rata | | | 0,1596 | |

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Besarnya *Cost of Debt* setelah disesuaikan dengan tingkat pajak yang berlaku adalah:

$$\begin{aligned} \text{Sebelum IPO: } Kd &= Kd (1-t) \\ &= 0,1189(1-0,35) \\ &= 0,0773 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Sesudah IPO: } Kd &= Kd (1-t) \\ &= 0,1596(1-0,30) \\ &= 0,1117 \end{aligned}$$

(2) PT TELKOM

Cost of Debt untuk PT Telkom juga dihitung dengan cara yang sama seperti halnya PT Indosat, karena komponen hutang jangka panjangnya juga berasal dari pinjaman pemerintah dan hutang bank. Tingkat pajak yang berlaku juga sama, yaitu 35% sebelum IPO dan 30% sesudah IPO.

TABEL 10
Perhitungan *Cost of Debt* PT Telkom (dalam jutaan Rp)

| Tahun | Hutang jangka panjang | Beban bunga | <i>Cost of Debt</i> (Kd) | Tingkat pajak |
|-----------|-----------------------|-------------|--------------------------|---------------|
| 1992 | 2.240.378 | 231.019 | 0,1031 | 35% |
| 1993 | 2.776.932 | 238.447 | 0,0859 | |
| 1994 | 3.300.466 | 270.698 | 0,0820 | |
| Jumlah | | | 0,2710 | |
| Rata-rata | | | 0,0903 | |
| 1995 | 4.088.053 | 318.879 | 0,0780 | 30% |
| 1996 | 4.424.186 | 452.089 | 0,1022 | |
| 1997 | 5.636.673 | 523.535 | 0,0929 | |
| Jumlah | | | 0,2731 | |
| Rata-rata | | | 0,0910 | |

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Besarnya *Cost of Debt* setelah disesuaikan dengan tingkat pajak yang berlaku adalah:

$$\begin{aligned} \text{Sebelum IPO: } K_d &= K_d (1-t) \\ &= 0,0903(1-0,35) \\ &= 0,0587 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Setelah IPO: } K_d &= K_d (1-t) \\ &= 0,0910(1-0,30) \\ &= 0,0637 \end{aligned}$$

b. Menghitung *Cost of Preferred Stock*

Untuk menghitung biaya saham preferen dapat dilakukan dengan membagi dividen per lembar saham preferen dengan harga neto per lembar saham preferen. Biaya saham preferen untuk masing-masing perusahaan sampel adalah sebagai berikut:

(1) PTINDOSAT

Sebagaimana telah disebutkan di atas, bahwa sebelum *go public*, modal saham Indosat terdiri dari 40.000 lembar saham preferen dan 80.000 lembar saham biasa dengan nilai nominal masing-masing Rp 1.000.000,00. Sedangkan setelah *go public* tidak terdapat saham preferen atau saham prioritas. Pada tahun 1994 modal dasar Indosat ditingkatkan menjadi Rp 2.000.000.000.000,00 yang terbagi atas 1 lembar saham seri A dan 3.999.999.999 lembar saham seri B dengan nilai nominal masing-masing Rp 500,00. Saham seri A hanya dimiliki oleh negara Republik Indonesia dan tidak dapat dipindahtanggankan. Pemegang saham ini memperoleh hak-hak istimewa tertentu disamping hak-hak yang diperoleh pemegang saham biasa. Hak istimewa tersebut antara lain: hak menyetujui penunjukan dan pemberhentian anggota direksi dan dewan komisaris perusahaan, serta hak untuk menyetujui perubahan anggaran dasar. Namun baik saham seri A maupun seri B mempunyai hak yang sama dalam hal pembagian dividen.

Perhitungan biaya saham preferen untuk PT Indosat (Kp) diperoleh dengan cara membagi dividen per lembar saham preferen dengan harga neto per lembar saham preferen. Hasil perhitungan selengkapnya biaya saham preferen ini, nampak pada tabel di berikut:

TABEL 11
Perhitungan *Cost of Preferred Stock* PT Indosat

| Tahun | Dividen per lembar saham preferen (Dp) | Harga penjualan neto (Pn) | Biaya Saham preferen (Kp) |
|-----------|--|---------------------------|---------------------------|
| 1991 | 1.083.333 | 1.000.000 | 1,083 |
| 1992 | 1.167.667 | 1.000.000 | 1,167 |
| 1993 | 625.000 | 1.000.000 | 0,625 |
| Jumlah | | | 2,875 |
| Rata-rata | | | 0,958 |

Sumber: Prospektus PT Indosat

(2) PT TELKOM

Sebelum *go public* seperti halnya Indosat, saham Telkom juga terbagi atas saham prioritas dan saham biasa. Modal dasar Telkom sebelum IPO sebesar Rp 20.000.000.000.000,00 dan terbagi atas 10.000.000 lembar saham yang terdiri atas 2.000.000 lembar saham prioritas dan 8.000.000 lembar saham biasa dengan nilai nominal masing-masing Rp 1.000.000,00. Pada tahun 1995 modal dasar ini ditingkatkan menjadi Rp 40.000.000.000.000,00 yang terbagi atas 40.000.000.000 lembar saham yang terdiri atas 1 lembar saham seri A Dwiwarna milik pemerintah dan 39.999.999.999 saham seri B. Pemegang saham seri B memiliki hak yang sama dan sederajat dengan pemegang saham seri A dalam hal pembagian dividen, sehingga untuk periode setelah IPO tidak terdapat biaya saham preferen.

Perhitungan biaya saham preferen PT Telkom adalah sebagai berikut:

TABEL 12
Perhitungan *Cost of Preferred Stock* PT Telkom

| Tahun | Dividen per lembar saham preferen (Dp) | Harga penjualan neto (Pn) | Biaya Saham preferen (Kp) |
|-----------|--|---------------------------|---------------------------|
| 1992 | 24.750 | 1.000.000 | 0,0248 |
| 1993 | 42.500 | 1.000.000 | 0,0428 |
| 1994 | 63.717 | 1.000.000 | 0,0637 |
| Jumlah | | | 0,1310 |
| Rata-rata | | | 0,0437 |

Sumber: Prospektus PT Telkom

c. Menghitung *Cost of Retained Earning*

Besarnya biaya penggunaan modal yang berasal dari laba ditahan adalah sebesar tingkat pendapatan investasi (*rate of return*) dalam bentuk saham yang diharapkan diterima oleh para investor. Dengan kata lain

biayanya adalah sama dengan biaya penggunaan modal yang berasal dari saham biasa. Perhitungan biaya laba ditahan untuk kedua perusahaan sampel adalah sebagai berikut:

(1) PT INDOSAT

Untuk dapat menghitung besarnya biaya laba ditahan masing-masing periode, baik sebelum maupun sesudah IPO, melalui tahapan sebagai berikut:

(a) Perhitungan *Pay Out Ratio*

Pay Out Ratio dihitung dengan cara membagi dividen per lembar saham (DPS) pada suatu periode dengan laba bersih per lembar saham (EPS) pada periode yang bersangkutan. *Pay Out Ratio* masing-masing periode nampak berikut ini:

TABEL 13
Perhitungan *Cost of Retained Earning* PT Indosat

| Tahun | DPS | EPS | <i>Pay Out Ratio</i> |
|-----------|-----------|-----------|----------------------|
| 1991 | 1.083.333 | 1.737.592 | 0,6234 |
| 1992 | 1.167.667 | 1.977.283 | 0,5900 |
| 1993 | 625.000 | 2.095.767 | 0,2928 |
| Jumlah | | | 1,5116 |
| Rata-rata | | | 0,5040 |
| 1994 | 83,73 | | 0,2759 |
| 1995 | 133,10 | | 0,2999 |
| 1996 | 151,40 | | 0,3005 |
| Jumlah | | | 0,8737 |
| Rata-rata | | | 0,2921 |

Sumber: Lampiran 3

(b) Perhitungan *Plow Back Ratio*

Plow Back Ratio adalah rasio yang menunjukkan besarnya keuntungan yang ditanamkan kembali ke dalam perusahaan untuk keperluan perkembangan perusahaan. Keuntungan yang diperoleh perusahaan,

selain dibagikan dalam bentuk dividen, sebagian juga ditanamkan lagi dalam perusahaan *Plow Back Ratio* untuk masing-masing periode sebelum dan sesudah IPO dihitung dengan cara mengurangi angka 1 (100%) dengan *Pay Out Ratio*, sebab *Pay Out Ratio* menunjukkan bagian laba yang dibagikan dalam bentuk dividen. Perhitungan *Plow Back Ratio* ini adalah sebagai berikut:

$$1991 = 1 - 0,6234 = 0,3766$$

$$1992 = 1 - 0,5900 = 0,4100$$

$$1993 = 1 - 0,7018 = 0,7018$$

$$\text{Rata-rata sebelum IPO} = 1,4884/3 = 0,4961$$

$$1994 = 1 - 0,2759 = 0,7241$$

$$1995 = 1 - 0,2999 = 0,7001$$

$$1996 = 1 - 0,3005 = 0,6995$$

$$\text{Rata-rata sesudah IPO} = 2,1237/3 = 0,7079$$

(c) Perhitungan *growth earning*

Growth earning yang dalam hal ini berupa tingkat pertumbuhan dividen, diperoleh dengan cara mengalikan *Plow Back Ratio* dengan *Return On Equity* (ROE). Untuk itu sebelumnya perlu dihitung terlebih dahulu ROE dengan cara membagi EPS dengan nilai buku per lembar saham. Besarnya *g* untuk periode sebelum dan sesudah IPO adalah sebagai berikut:

TABEL 14
Perhitungan *Growth Earning* PT Indosat
(dalam jutaan Rp untuk Ekuitas)

| Tahun | Ekuitas | Jumlah lembar saham yang beredar | NBPS | EPS | ROE |
|-----------|-----------|----------------------------------|-----------|-----------|--------|
| 1991 | 463.573 | 120.000 | 3.863.108 | 1.737.592 | 0,4499 |
| 1992 | 525.877 | 120.000 | 4.382.308 | 1.977.283 | 0,4512 |
| 1993 | 618.884 | 120.000 | 5.157.367 | 2.095.767 | 0,4064 |
| Jumlah | | | | | 1,3075 |
| Rata-rata | | | | | 0,4358 |
| 1994 | 1.480.215 | 949.208.333 | 1.559,42 | 303,43 | 0,1946 |
| 1995 | 1.786.682 | 1.035.500.000 | 1.725,43 | 443,68 | 0,2751 |
| 1996 | 2.557.423 | 1.035.500.000 | 2.469,75 | 503,80 | 0,2040 |
| Jumlah | | | | | 0,6557 |
| Rata-rata | | | | | 0,2186 |

Sumber: Lampiran 3

$$\text{Sebelum IPO: } g = 0,4961 \times 0,4358 = 0,216$$

$$\text{Sesudah IPO: } g = 0,7079 \times 0,2186 = 0,155$$

(d) Perhitungan dividen yang diharapkan

Dividen yang diharapkan untuk periode yang akan datang dihitung dengan cara menambahkan dividen periode sekarang dengan tingkat pertumbuhan. Besarnya dividen yang diharapkan untuk periode sebelum dan sesudah IPO adalah:

Sebelum IPO:

$$\begin{aligned} D_1 &= D_0 (1 + g) \\ &= 958.333 (1 + 0,216) \\ &= 1.165.333 \end{aligned}$$

Sesudah IPO:

$$\begin{aligned} D_1 &= D_0 (1 + g) \\ &= 122,74 (1 + 0,155) \\ &= 141,77 \end{aligned}$$

(e) Perhitungan biaya laba ditahan

Besarnya biaya laba ditahan (K_s) PT Indosat adalah:

Sebelum IPO:

$$\begin{aligned} K_s &= (D1/P_0) + g \\ &= (1.165.333/1.000.000) + 0,216 \\ &= 1,381 \end{aligned}$$

Sesudah IPO:

$$\begin{aligned} K_s &= (D1/P_0) + g \\ &= (141,77/7685) + 0,155 \\ &= 0,1735 \end{aligned}$$

(2) PT TELKOM

Tahapan yang dilakukan untuk menghitung biaya laba ditahan seperti halnya PT Indosat adalah sebagai berikut:

(a) Perhitungan Pay Out Ratio

Besarnya dividen per lembar saham, laba bersih per lembar saham dan *Pay Out Ratio* untuk masing-masing periode nampak pada tabel berikut:

TABEL 15
Perhitungan *Cost of Retained Earning* PT Telkom

| Tahun | DPS | EPS | <i>Pay Out Ratio</i> |
|-----------|--------|---------|----------------------|
| 1992 | 24.750 | 151.394 | 0,1635 |
| 1993 | 42.500 | 250.489 | 0,1697 |
| 1994 | 63.717 | 390.275 | 0,1633 |
| Jumlah | | | 0,4965 |
| Rata-rata | | | 0,1635 |
| 1995 | 24,28 | 100,03 | 0,2427 |
| 1996 | 41,25 | 161,07 | 0,2561 |
| 1997 | 48,47 | 123,44 | 0,3927 |
| Jumlah | | | 0,8915 |
| Rata-rata | | | 0,2972 |

Sumber: Lampiran 3

(b) Perhitungan *Plow Back Ratio*

Besarnya *Plow Back Ratio* untuk masing-masing periode sebelum dan sesudah IPO yang diperoleh dengan cara mengurangkan angka 1 (100%) dengan Pay Out Ratio adalah sebagai berikut:

$$1992 = 1 - 0,1635 = 0,8365$$

$$1993 = 1 - 0,1697 = 0,8303$$

$$1994 = 1 - 0,1633 = 0,8367$$

$$\text{Rata-rata sebelum IPO} = 2,5034/3 = 0,8345$$

$$1995 = 1 - 0,2477 = 0,7241$$

$$1996 = 1 - 0,2561 = 0,7001$$

$$1997 = 1 - 0,3927 = 0,6995$$

$$\text{Rata-rata sesudah IPO} = 2,1035/3 = 0,7012$$

(c) Perhitungan *growth earning*

Growth earning yang dalam hal ini berupa tingkat pertumbuhan dividen, diperoleh dengan cara mengalikan *Plow Back Ratio* dengan *Return On Equity* (ROE). Untuk itu sebelumnya perlu dihitung terlebih dahulu ROE dengan cara membagi EPS dengan nilai buku per lembar saham. Besarnya *g* untuk periode sebelum dan sesudah IPO adalah sebagai berikut:

$$\text{Sebelum IPO: } g = 0,8345 \times 0,1318 = 0,110$$

$$\text{Sesudah IPO: } g = 0,7012 \times 0,1373 = 0,096$$

TABEL 16
Perhitungan *Growth Earning* PT Telkom
(dalam jutaan Rp untuk Ekuitas)

| Tahun | Ekuitas | Jumlah lembar saham yang beredar | NBPS | EPS | ROE |
|-----------|-----------|----------------------------------|-------------|---------|--------|
| 1992 | 3.323.239 | 2.000.000 | 1.661.619,5 | 151.394 | 0,0911 |
| 1993 | 3.808.679 | 2.000.000 | 1.904.339,5 | 250.489 | 0,1315 |
| 1994 | 4.519.155 | 2.000.000 | 2.259.577,5 | 390.275 | 0,1727 |
| Jumlah | | | | | 0,3953 |
| Rata-rata | | | | | 0,1318 |
| 1995 | 7.391.930 | 9.066.544.633 | 815,30 | 100,03 | 0,1230 |
| 1996 | 8.866.989 | 9.333.333.000 | 950,04 | 161,07 | 0,1695 |
| 1997 | 4.519.155 | 9.333.333.000 | 1032,70 | 123,44 | 0,1195 |
| Jumlah | | | | | 0,4120 |
| Rata-rata | | | | | 0,1373 |

Sumber: Lampiran 3

(d) Perhitungan dividen yang diharapkan

Besarnya dividen yang diharapkan untuk periode sebelum dan sesudah IPO adalah:

Sebelum IPO:

$$\begin{aligned} D_1 &= D_0 (1 + g) \\ &= 45.581 (1 + 0,108) \\ &= 50.504 \end{aligned}$$

Sesudah IPO:

$$\begin{aligned} D_1 &= D_0 (1 + g) \\ &= 38,0 (1 + 0,096) \\ &= 41,65 \end{aligned}$$

(e) Perhitungan biaya laba ditahan

Besarnya biaya laba ditahan (K_s) PT Telkom adalah:

Sebelum IPO:

$$\begin{aligned} K_s &= (D_1/P_0) + g \\ &= (50.504/1.000.000) + 0,110 \\ &= 0,1605 \end{aligned}$$

Sesudah IPO:

$$\begin{aligned} K_s &= (D1/P_0) + g \\ &= (41,65/3333) + 0,096 \\ &= 0,1085 \end{aligned}$$

d. Menghitung *Cost of New Common Stock*

Dengan melakukan penawaran umum perdana, berarti pula bahwa perusahaan yang bersangkutan mengeluarkan saham baru yang akan diperjualbelikan di bursa. Penggunaan modal yang berasal dari saham baru ini juga mengandung biaya modal. Biaya modal ini lebih tinggi jika dibandingkan dengan biaya laba ditahan, karena perusahaan dibebani biaya emisi saham (*floatation cost*).

Dalam analisis data kedua perusahaan sampel, biaya emisi saham baru ini diasumsikan hanya ada pada periode setelah IPO, karena pada saat *go public* berarti ada penambahan jumlah saham yang beredar berikut biaya penggunaan modal yang berasal dari emisi saham biasa baru ini. Perhitungan *Cost of New Common Stock* selengkapnya sebagai berikut:

(1) PTINDOSAT

Cost of New Common Stock dihitung dengan cara membagi tingkat pendapatan yang diharapkan dari saham biasa dibagi hasil pengurangan satu dengan biaya emisi dalam bentuk persentase dari harga jual. *Rate of return* saham biasa adalah sama besar dengan biaya penggunaan modal yang berasal dari laba ditahan yaitu 17,35% seperti telah dihitung sebelumnya. Sedangkan biaya emisi saham baru ini adalah sebesar 0,34% yang diperoleh dari rata-rata biaya emisi saham yang ditanggungkan dibagi jumlah lembar saham yang beredar, sebagaimana terlampir, sehingga besarnya *Ke* untuk PT Indosat adalah:

$$\begin{aligned} K_e &= \text{Rate of Return saham biasa} / (1 - \text{floatation cost}) \\ &= 0,1735 / (1 - 0,00334) \\ &= 0,17408 \end{aligned}$$

(2) PT TELKOM

Rate of Return saham biasa untuk PT Telkom adalah sebesar 10,85%, sedangkan biaya emisi saham baru sebesar 0,354%. Perhitungan biaya emisi saham baru ini selengkapnya terdapat pada lampiran 4. Besarnya biaya penggunaan modal yang berasal dari saham baru (K_e) untuk PT Telkom adalah sebesar:

$$\begin{aligned} K_e &= \text{Rate of Return saham biasa} / (1 - \text{floatation cost}) \\ &= 0,1085 / (1 - 0,00354) \\ &= 0,1089 \end{aligned}$$

e. Menghitung *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

Setelah diketahui besarnya biaya modal masing-masing komponen modal, selanjutnya dapat dihitung besarnya biaya modal rata-rata tertimbang (*WACC*). Penentuan bobot (*weight*) dapat didasarkan pada proporsi masing-masing komponen dalam struktur permodalan perusahaan yang dinyatakan dalam persentase. *WACC* dapat diketahui dengan cara mengalikan biaya masing-masing komponen modal tersebut dengan bobot atau proporsinya.

IPO atau penjualan saham kepada masyarakat luas dapat mengakibatkan perubahan dalam komposisi permodalan perusahaan. Hal ini juga mengakibatkan perubahan biaya modal rata-rata tertimbangnya. Perhitungan *WACC* untuk masing-masing perusahaan adalah sebagai berikut:

(1) PT INDOSAT

Sebelum IPO

Struktur modal PT Indosat yang tercermin pada Neraca perusahaan sebelum melakukan penawaran umum perdana terdiri dari hutang jangka panjang, modal saham, yang terdiri dari saham biasa dan saham preferen, dan laba ditahan. Proporsi komponen-komponen modal ini dalam persentase nampak sebagai berikut:

TABEL 17
Komposisi Permodalan PT Indosat Sebelum IPO
 (dalam jutaan Rp)

| Komponen Modal | 1991 | 1992 | 1993 | Jumlah | Rata-rata | % |
|--------------------------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-------|
| Hutang jangka panjang | 13.925 | 32.168 | 49.398 | 95.491 | 31.830 | 5,6 |
| Saham preferen dan saham biasa | 120.000 | 120.000 | 120.000 | 360.000 | 120.000 | 21,13 |
| Laba ditahan | 343.573 | 405.877 | 668.292 | 1.248.334 | 416.111 | 73,23 |
| Jumlah | 477.498 | 558.045 | 668.282 | 1.703.825 | 567.941 | 100,0 |

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Komponen modal berupa saham preferen dan saham biasa dapat digabungkan, karena pada dasarnya biaya yang dikeluarkan untuk kedua jenis modal ini tidak berbeda untuk periode sebelum IPO. Hal ini disebabkan baik saham preferen maupun saham biasa mempunyai hak yang sama dalam hal pembagian dividen, sehingga besarnya dividen per lembar sahamnya pun sama dan besar biaya modalnya pun dianggap sama.

Dari hasil perhitungan *Cost of Debt*, *Cost of Preferred Stock*, *Cost of Retained Earning*, dan proporsi masing-masing komponen modal, maka besarnya WACC untuk periode sebelum IPO adalah:

$$\begin{aligned}
 WACC_{\text{sebelum IPO}} &= K_d \cdot W_d + K_p \cdot W_p + K_s \cdot W_s \\
 &= 0,0773 \cdot 0,0560 + 0,958 \cdot 0,2113 + 1,381 \cdot 0,7327 \\
 &= 0,0043 + 0,2024 + 1,0112 \\
 &= 1,2566 \text{ atau } 125,66\%
 \end{aligned}$$

Jika digambarkan dalam MCC Schedule, biaya modal rata-rata tertimbang PT Indosat untuk periode sebelum IPO adalah sebagai berikut:



GAMBAR 4 *MCC Schedule* PT Indosat periode sebelum IPO

Sesudah IPO

Penjualan saham baru yang dilakukan oleh Indosat pada tahun 1994 telah mengakibatkan perubahan struktur permodalan perusahaan. Komponen modal perusahaan kini menjadi hutang jangka panjang, laba ditahan dan saham biasa baru. Pada periode setelah IPO tidak terdapat saham prioritas atau saham preferen dalam perusahaan. Saham yang ada adalah saham seri A dan saham seri B yang keduanya memiliki hak yang sama dalam hal pembagian dividen. Proporsi komponen-komponen modal tersebut nampak pada tabel berikut:

TABEL 18
Komposisi Permodalan PT Indosat Sesudah IPO
(dalam jutaan Rp)

| Komponen Modal | 1994 | 1995 | 1995 | Jumlah | Rata-rata |
|-----------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Hutang jangka panjang | 44.200 | 50.266 | 41.754 | 135.640 | 45.213 |
| Laba ditahan | 289.390 | 459.853 | 975.492 | 1.724.735 | 574.992 |
| Saham biasa baru | 517.750 | 517.750 | 517.750 | 1.553.250 | 517.750 |
| Jumlah | 851.340 | 1.027.869 | 1.534.416 | 3.413.625 | 1.137.955 |

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) untuk periode setelah IPO dibagi menjadi dua, yaitu WACC untuk komponen modal yang berasal dari kombinasi hutang jangka panjang dan laba ditahan serta WACC untuk komponen modal yang berasal dari kombinasi hutang jangka panjang dan saham biasa baru. WACC ini perlu dibedakan karena biaya modal untuk saham biasa baru adalah lebih besar jika dibandingkan dengan biaya laba ditahan. Hal ini disebabkan adanya biaya emisi saham baru yang dibebankan kepada perusahaan seperti komisi untuk pialang, penjamin emisi dan lain sebagainya. WACC untuk periode setelah IPO adalah sebagai berikut:

1. Jika kebutuhan modal dipenuhi dengan laba ditahan

TABEL 19
Perhitungan WACC dengan Menggunakan Laba Ditahan
(dalam jutaan Rp)

| Komponen Modal (1) | Jumlah (2) | Persentase (3) | Biaya Modal (4) | WACC1 (5)=(3)x 4) |
|-----------------------|---------------|-------------------|--------------------|----------------------|
| Hutang Jangka Panjang | 45.213 | 7,29 | 0,1117 | 0,0081 |
| Laba Ditahan | 574.992 | 92,71 | 0,1735 | 0,1608 |
| Jumlah | 620.205 | 100,00 | - | 0,1689 |

Sumber: Lampiran 1

2. Jika kebutuhan modal dipenuhi dengan emisi saham baru

TABEL 20
Perhitungan WACC dengan Menggunakan Emisi Saham Baru
(dalam Jutaan Rp)

| Komponen Modal (1) | Jumlah (2) | Persentase (3) | Biaya Modal (4) | WACC2 (5)=(3)x(4) |
|-----------------------|---------------|-------------------|--------------------|----------------------|
| Hutang Jangka Panjang | 45.213 | 7,89 | 0,1117 | 0,0081 |
| Laba Ditahan | 517.750 | 92,11 | 0,1741 | 0,1604 |
| Jumlah | 572.963 | 100,00 | - | 0,1692 |

Sumber: Lampiran 1

Sehingga WACC rata-rata untuk periode setelah IPO adalah

$$\begin{aligned}
 WACC_{\text{sesudah IPO}} &= (WACC1 + WACC2) / 2 \\
 &= (0,1689 + 0,1692) / 2 \\
 &= 0,3381 / 2 \\
 &= 0,1691 \text{ atau } 16,91\%
 \end{aligned}$$

Dari kedua macam komposisi modal di atas dapat dihitung pula besarnya *Break Point Retained Earning* (BP_{RE}). Titik ini nantinya akan dapat menunjukkan saat dimana perusahaan harus memenuhi kebutuhan dananya dengan mengeluarkan saham baru. BP_{RE} untuk periode setelah IPO adalah sebesar:

$$\begin{aligned}
 BP_{RE} &= \text{Laba ditahan} / \text{persentase laba ditahan dalam struktur modal} \\
 &= 574.992.000.000 / 0,9271 \\
 &= 620.205.000.000
 \end{aligned}$$

Dari jumlah tersebut dapat diketahui bahwa kebutuhan tambahan dana maksimal untuk dapat mempertahankan biaya modal rata-rata sebesar 16,89% adalah Rp 620.205.000.000,00 Apabila kebutuhan dana perusahaan melebihi jumlah tersebut, maka perusahaan dapat mengeluarkan saham biasa baru yang akan mengakibatkan biaya modal

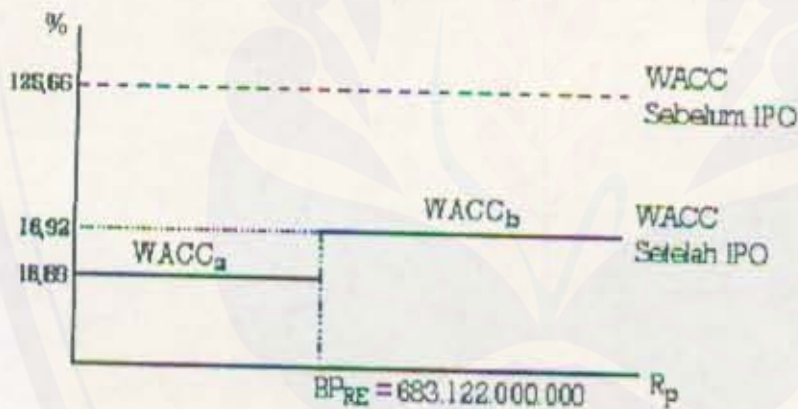
rata-rata dari tambahan modal tersebut (MCC) akan lebih besar daripada biaya modal rata-ratanya, yaitu 16,89%. Hal ini sesuai jika dengan nilai WACC2 yang lebih tinggi jika dibandingkan WACC1. Batas maksimal ini akan dapat diperbesar lagi karena adanya tambahan dana yang berasal dari depresiasi. Biaya penggunaan modal yang berasal dari depresiasi ini (*cost of depreciation*) dapat dihitung dari rata-rata selama 3 tahun sesudah perusahaan *go public* sebagaimana tercantum dalam laporan Rugi Laba, yaitu:

$$\frac{31.016.000.000 + 42.737.000.000 + 55.297.000.000}{3} = 42.917.000.000$$

3

Sehingga besarnya BP_{RE} menjadi:

$$620.205.000.000 + 429.917.000.000 = 683.122.000.000$$



GAMBAR 5 MCC *Schedule* PT Indosat periode sesudah IPO

Dari grafik di atas nampak bahwa WACC setelah IPO jauh lebih rendah dibandingkan WACC sebelum IPO. Hal ini menunjukkan adanya penurunan biaya modal rata tertimbang perusahaan.

(1) PT TELKOM

Sebelum IPO

Sebelum melakukan penawaran umum perdana, komposisi modal PT Telkom juga terdiri dari tiga komponen yaitu utang jangka panjang, saham preferen dan laba ditahan. Proporsi masing-masing komponen modal ini nampak pada tabel di bawah ini:

TABEL 21
Komposisi Permodalan PT Telkom Sebelum IPO
(dalam jutaan Rp)

| Komponen Modal | 1992 | 1993 | 1994 | Jumlah | Rata-rata | % |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|--------|
| Hutang jangka panjang | 2.240.378 | 2.776.932 | 3.300.466 | 8.317.776 | 2.772.592 | 42,97 |
| Saham preferen dan saham biasa | 2.000.000 | 2.000.000 | 2.000.000 | 6.000.000 | 2.000.000 | 30,99 |
| Laba ditahan | 1.159.194 | 1.590.758 | 2.290.308 | 5.040.260 | 1.680.087 | 26,04 |
| Jumlah | 5.399.572 | 4.776.932 | 7.590.774 | 19.358.036 | 6.452.678 | 100,00 |

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Besarnya biaya modal rata-rata tertimbang untuk periode sebelum IPO adalah:

$$\begin{aligned}
 WACC_{\text{sebelum IPO}} &= K_d \cdot W_d + K_p \cdot W_p + K_s \cdot W_s \\
 &= 0,0587 \cdot 0,4297 + 0,0437 \cdot 0,3099 + 0,1605 \cdot 0,2604 \\
 &= 0,4884 + 0,3536 + 0,4209 \\
 &= 1,2629 \text{ atau } 126,29\%
 \end{aligned}$$

Jika digambarkan dalam *MCC Schedule*, biaya modal rata-rata tertimbang PT Telkom untuk periode sebelum IPO adalah sebagai berikut:



GAMBAR 6 MCC *Schedule* PT Telkom periode sebelum IPO

Sesudah IPO

Struktur permodalan PT Telkom juga mengalami perubahan seperti halnya PT Indosat. Hal ini disebabkan adanya emisi saham baru. Pada periode ini juga tidak terdapat saham preferen. Modal saham yang ada terdiri dari saham seri A Dwiwarna dan saham seri B. Proporsi masing-masing komponen modal tersebut nampak sebagai berikut:

TABEL 22
Komposisi permodalan PT Telkom sesudah IPO
(dalam jutaan Rp)

| Komponen Modal | 1995 | 1996 | 1997 | Jumlah | Rata-rata |
|-----------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Hutang jangka panjang | 4.088.053 | 4.424.184 | 5.636.673 | 14.148.910 | 4.716.303 |
| Laba ditahan | 1.086.059 | 2.360.855 | 3.105.431 | 6.552.345 | 2.184.115 |
| Saham biasa baru | 4.666.667 | 4.666.667 | 4.666.667 | 14.000.001 | 4.666.667 |
| Jumlah | 9.840.779 | 11.451.706 | 13.408.771 | 11.567.085 | 11.567.085 |

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Biaya modal rata-rata tertimbang untuk periode setelah IPO juga dibedakan menjadi dua, yaitu WACC untuk komponen modal yang tersusun atas hutang jangka panjang dan laba ditahan serta WACC untuk

komponen modal yang berasal dari kombinasi antara hutang jangka panjang dan saham biasa baru. WACC untuk kombinasi hutang jangka panjang dan saham biasa baru akan lebih besar nilainya jika dibandingkan dengan WACC untuk kombinasi hutang jangka panjang dengan laba ditahan. Hal ini disebabkan adanya biaya emisi saham baru yang harus dikeluarkan oleh perusahaan. Perhitungan WACC setelah IPO adalah sebagai berikut:

1. Jika kebutuhan modal dipenuhi dengan laba ditahan

TABEL 23

Perhitungan WACC PT Telkom dengan menggunakan laba ditahan (dalam jutaan Rp)

| Komponen Modal (1) | Jumlah (2) | Persentase (3) | Biaya Modal (4) | WACC1 (5)=(3)x(4) |
|-----------------------|---------------|-------------------|--------------------|----------------------|
| Hutang Jangka Panjang | 4.716.303 | 68,35 | 0,0637 | 0,0435 |
| Laba Ditahan | 2.184.115 | 31,65 | 0,10885 | 0,0343 |
| Jumlah | 6.900.418 | 100,00 | - | 0,0778 |

Sumber: Lampiran 1

2. Jika kebutuhan modal dipenuhi dengan emisi saham baru

TABEL 24

Perhitungan WACC PT Telkom dengan menggunakan emisi saham baru (dalam jutaan Rp)

| Komponen Modal (1) | Jumlah (2) | Persentase (3) | Blaya Modal (4) | WACC2 (5)=(3)x(4) |
|-----------------------|---------------|-------------------|--------------------|----------------------|
| Hutang Jangka Panjang | 4.716.303 | 50,26 | 0,0637 | 0,0320 |
| Laba Ditahan | 4.666.667 | 49,74 | 0,1089 | 0,0524 |
| Jumlah | 9.382.970 | 100,00 | - | 0,1692 |

Sumber: Lampiran 1

Sehingga WACC rata-rata untuk periode setelah IPO adalah:

$$\begin{aligned} WACC_{\text{sesudah IPO}} &= (WACC1 + WACC2) / 2 \\ &= (0,0778 + 0,0862) / 2 \\ &= 0,1640 / 2 \\ &= 0,0820 \text{ atau } 8,20\% \end{aligned}$$

Selanjutnya *Break Point Retained Earning* (BP_{RE}) untuk PT Telkom dapat diketahui dengan membagi rata-rata laba ditahan dengan persentase laba ditahan tersebut dalam komposisi modal perusahaan. BP_{RE} PT Telkom adalah sebesar:

$$\begin{aligned} BP_{RE} &= \text{Laba ditahan} / \text{persentase laba ditahan dalam struktur modal} \\ &= 2.184.115.000.000 / 0,3165 \\ &= 6.900.837.000.000 \end{aligned}$$

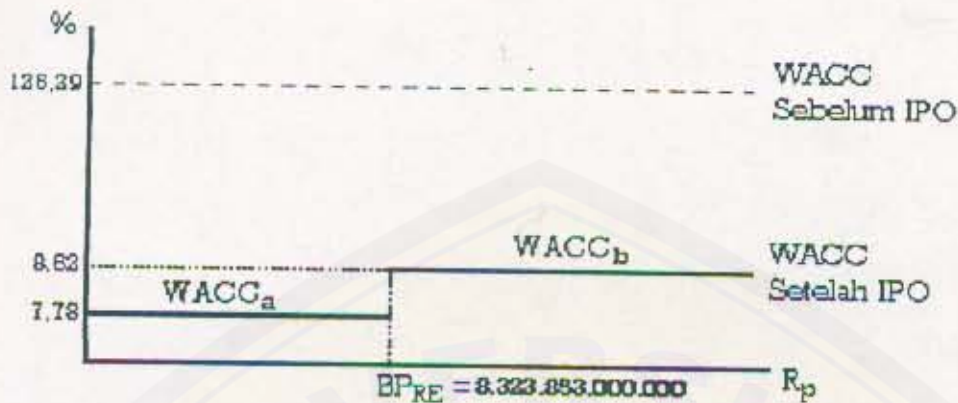
Jadi jumlah maksimal tambahan modal yang dapat dipenuhi oleh perusahaan tanpa meningkatkan biaya modal rata-rata adalah sebesar Rp 6.900.837.000.000,00 Jumlah ini akan lebih besar lagi karena adanya *Cost of Depreciation* (biaya penggunaan modal yang berasal dari depresiasi) Dari laporan rugi laba perusahaan diperoleh rata-rata biaya depresiasi untuk periode setelah IPO adalah sebesar: (dalam jutaan Rupiah)

$$\frac{1.170.885 + 1.401.484 + 1.169.680}{3} = 1.423.016$$

Sehingga besarnya BP_{RE} menjadi:

$$6.900.837.000.000 + 1.423.016.000.000 = 8.323.853.000.000$$

Perubahan WACC untuk PT Telkom ini dapat digambarkan sebagai berikut:



GAMBAR 1 MCC Schedule PT Telkom periode sesudah IPO

Dari grafik di atas nampak bahwa WACC PT Telkom setelah IPO juga jauh lebih rendah dibandingkan WACC sebelum IPO. Hal ini berarti adanya penurunan biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan.

f. Menghitung *Value of The Firm*

Setelah diketahui besarnya biaya modal rata-rata tertimbang untuk masing-masing perusahaan sampel, selanjutnya dapat dihitung besarnya nilai perusahaan *Value of The Firm*. Dalam hal ini digunakan konsep nilai tambah ekonomis (*Economic Value Added*). EVA dapat dihitung dengan mengurangkan biaya modal keseluruhan dari laba operasi sesudah pajak. Besarnya EVA masing-masing perusahaan sampel adalah sebagai berikut:

(1) PT INDOSAT

Sebelum IPO

$$EVA = \left(\begin{array}{c} \text{Sales} \\ \text{Revenues} \end{array} - \begin{array}{c} \text{Operating} \\ \text{Costs} \end{array} - \text{Taxes} \right) - \left(\begin{array}{c} \text{Total} \\ \text{Capital} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Cost} \\ \text{of} \\ \text{Supplied} \\ \text{Capital} \end{array} \right)$$

$$\begin{aligned}
 &= (676.456.000.000 - 348.859.000.000 - 123.676.000.000) \\
 &\quad - (536.111.000.000 \times 1,2566) \\
 &= - 469.756.000.000
 \end{aligned}$$

Sesudah IPO

$$\begin{aligned}
 \text{EVA} &= \left(\begin{array}{c} \text{Sales} \\ \text{Revenues} \end{array} - \begin{array}{c} \text{Operating} \\ \text{Costs} \end{array} - \text{Taxes} \right) - \left(\begin{array}{c} \text{Total} \\ \text{Capital} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Cost} \\ \text{of} \end{array} \right. \\
 &\quad \left. \begin{array}{c} \\ \text{Supplied} \end{array} \begin{array}{c} \\ \text{Capital} \end{array} \right) \\
 &= (1.059.513.000.000 - 566.103.000.000 - 157.364.000.000) \\
 &\quad - (1.941.440.000.000 \times 0,1691) \\
 &= 7.748.000.000
 \end{aligned}$$

(2) PT TELKOM

Sebelum IPO

$$\begin{aligned}
 \text{EVA} &= \left(\begin{array}{c} \text{Sales} \\ \text{Revenues} \end{array} - \begin{array}{c} \text{Operating} \\ \text{Costs} \end{array} - \text{Taxes} \right) - \left(\begin{array}{c} \text{Total} \\ \text{Capital} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Cost} \\ \text{of} \end{array} \right. \\
 &\quad \left. \begin{array}{c} \\ \text{Supplied} \end{array} \begin{array}{c} \\ \text{Capital} \end{array} \right) \\
 &= (3.180.494.000.000 - 2.225.939.000.000 - 80.269.000.000) \\
 &\quad - (3.883.691.000.000 \times 1,2629) \\
 &= - 4.230.427.000.000
 \end{aligned}$$

Sesudah IPO

$$\begin{aligned}
 \text{EVA} &= \left(\begin{array}{c} \text{Sales} \\ \text{Revenues} \end{array} - \begin{array}{c} \text{Operating} \\ \text{Costs} \end{array} - \text{Taxes} \right) - \left(\begin{array}{c} \text{Total} \\ \text{Capital} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Cost} \\ \text{of} \end{array} \right. \\
 &\quad \left. \begin{array}{c} \\ \text{Supplied} \end{array} \begin{array}{c} \\ \text{Capital} \end{array} \right) \\
 &= (5.363.494.000.000 - 3.341.398.000.000 - 73.091.000.000) \\
 &\quad - (8.632.461.000.000 \times 0,0820) \\
 &= 840.947.000.000
 \end{aligned}$$

4.2.2 Analisis kinerja finansial

Kinerja perusahaan ditinjau dari aspek finansial dapat diketahui dengan cara menghitung rasio-rasio keuangan yang berkaitan. Melalui rasio-rasio ini dapat diketahui seberapa besar perbedaan kinerja BUMN yang dijadikan sampel, sesudah melakukan IPO jika dibandingkan dengan kinerjanya pada saat sebelum IPO.

Hasil perhitungan rasio-rasio keuangan perusahaan sampel ini nampak sebagai berikut:

a. Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas yang digunakan dalam hal ini adalah *Cash Ratio*. Tabel 25 berikut menggambarkan *Cash Ratio* perusahaan-perusahaan sampel sebelum dan sesudah IPO yang dihitung berdasarkan data pada lampiran 5 dan 6. *Cash Ratio* dihitung dengan rumus:

$$\frac{\text{Kas} + \text{Investasi jangka pendek} + \text{Piutang lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

Sebagai contoh jumlah kas PT Indosat pada tahun 1994 adalah Rp 1.220.000.000,00, investasi jangka pendek Rp 93.531.000,00, sedangkan jumlah kewajiban lancarnya Rp 57.388.000.000,00, sehingga besarnya *Cash Ratio* untuk tahun 1994 adalah:

$$\frac{1.220.000.000 + 93.531.000 + 183.222.000}{57.388.000}$$

Perhitungan ini berlaku sama untuk setiap tahunnya, demikian pula untuk PT Telkom Indonesia. Hasil perhitungan selengkapnya nampak pada lampiran 7. Rata-rata *Cash Ratio* untuk kedua perusahaan sampel ini adalah sebagai berikut:

TABEL 25
Cash Ratio Perusahaan-Perusahaan Sampel

| No | Nama Perusahaan | Sebelum IPO (%) | Sesudah IPO (%) |
|----|-----------------|--------------------|--------------------|
| 1 | PT Indosat | 326,43 | 725,67 |
| 2 | PT Telkom | 79,03 | 105,45 |
| | Jumlah | 405,86 | 831,12 |
| | Rata-rata | 202,73 | 415,56 |

Sumber: Lampiran 7 dengan pembulatan hingga dua tempat desimal

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa *Cash Ratio* perusahaan secara keseluruhan mengalami peningkatan sebesar 212,83% setelah IPO.

b. Rasio *Leverage*

Rasio *leverage* atau rasio hutang ditunjukkan dengan menghitung nilai *Debt to Equity Ratio* dan *Time Interest Earned Ratio*. *Debt to Equity Ratio* dihitung dengan rumus:

$$\frac{\text{Total hutang}}{\text{Total Modal sendiri}}$$

Sedangkan *Time Interest Earned Ratio* dihitung dengan rumus:

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{Beban bunga}}$$

Sebagai contoh Total hutang PT Indosat pada tahun 1994 adalah Rp 71.313.000.000,00, sedangkan jumlah modal sendiri Rp 463.573.000.000,00 sehingga besarnya *Debt to Equity Ratio* adalah:

$$\frac{71.313.000.000}{463.573.000.000} = 0,154$$

Sedangkan besarnya EBIT untuk tahun 1994 adalah Rp 279.290.000.000,00 dengan beban bunga sebesar Rp 2.378.000.000,00, sehingga besarnya *Time Interest Earned Ratio* adalah:

$$\frac{279.290.000.000}{2.378.000.000} = 117,447$$

Tabel 26 berikut menunjukkan nilai rata-rata kedua rasio tersebut pada periode sebelum dan sesudah IPO yang dihitung berdasarkan data pada lampiran 5 dan 6

TABEL 26
Debt to Equity Ratio dan Time Interest Earned Ratio
Perusahaan-Perusahaan Sampel

| No | Nama Perusahaan | <i>Debt to Equity Ratio</i> | | <i>Time Interest Earned Ratio</i> | |
|----|-----------------|-----------------------------|-----------------|-----------------------------------|-----------------|
| | | Sebelum IPO (%) | Sesudah IPO (%) | Sebelum IPO (%) | Sesudah IPO (%) |
| 1 | PT Indosat | 24,72 | 11,09 | 10.367,31 | 6.859,22 |
| 2 | PT Telkom | 146,95 | 107,39 | 380,96 | 464,63 |
| | Jumlah | 171,67 | 118,39 | 10.748,27 | 7.323,85 |
| | Rata-rata | 85,84 | 59,20 | 5.374,14 | 3.661,93 |

Sumber: Lampiran 7 dengan pembulatan hingga dua tempat desimal

Dari tabel di atas nampak bahwa secara keseluruhan *Debt to Equity Ratio* kedua perusahaan mengalami penurunan sebesar 26,64%. Demikian pula dengan *Time Interest Earned Ratio*, mengalami penurunan sebesar 1712,21%.

c. Rasio Aktivitas

Dalam hal ini rasio aktifitas diwakili oleh *Total Asset Turn Over*. Kedua perusahaan sampel ini adalah perusahaan yang bergerak di bidang jasa, oleh karena itu *Total Asset Turn Over* dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\frac{\text{Pendapatan Usaha}}{\text{Total Aktiva}}$$

Sebagai contoh, pada tahun 1994 jumlah pendapatan usaha PT Indosat sebesar Rp 573.211.000.000,00 dengan total aktiva Rp 534.886.000.000,00, sehingga besarnya *Total Asset Turn Over* untuk tahun 1994 adalah:

$$\frac{573.211.000.000}{534.886.000.000} = 1,0717$$

Perhitungan selengkapnya untuk masing-masing tahun dan perusahaan sebagaimana terlampir pada lampiran 7. Tabel 27 berikut menunjukkan rata-rata *Total Asset Turn Over* untuk kedua perusahaan sampel.

TABEL 27
***Total Asset Turn Over* Perusahaan-Perusahaan Sampel**

| No | Nama Perusahaan | Sebelum IPO (%) | Sesudah IPO (%) |
|----|-----------------|-----------------|-----------------|
| 1 | PT Indosat | 101,41 | 50,34 |
| 2 | PT Telkom | 32,77 | 30,07 |
| | Jumlah | 134,18 | 80,41 |
| | Rata-rata | 67,09 | 40,21 |

Sumber: Lampiran 7 dengan pembulatan hingga dua tempat desimal

Dari tabel di atas nampak bahwa secara keseluruhan *Total Asset Turn Over* perusahaan mengalami penurunan kurang lebih 26,88% pada periode setelah IPO.

d. Rasio Profitabilitas

Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba ditunjukkan dengan 3 macam rasio yaitu *Return On Investment* (ROI), *Earning per Share* (EPS) dan *Return On Equity* (ROE). ROI dihitung dengan menggunakan rumus:

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

Sebagai contoh pada tahun 1994 EAT PT Indosat sebesar Rp 208.547.000.000,00 sedangkan Total Aktiva Rp 534.886.000.000,00, sehingga besarnya ROI untuk tahun 1994 adalah:

$$\frac{208.547.000.000}{534.886.000.000} = 0,3898$$

EPS dihitung dengan cara membagi EAT dengan jumlah lembar saham yang beredar. Contoh perhitungan EPS PT Indosat untuk tahun 1994 adalah:

$$\begin{aligned} \text{EPS} &= \frac{\text{EAT}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \\ &= \frac{208.547.000.000}{120.000} \\ &= 1.737.891,667 \end{aligned}$$

Sedangkan ROE dihitung dengan cara membagi EPS dengan nilai buku per lembar saham. Nilai buku per lembar saham diperoleh dengan cara membagi jumlah modal sendiri dengan jumlah lembar saham yang beredar. Sebagai contoh pada tahun 1994 besar modal sendiri PT Indosat adalah Rp 463.573.000.000,00 dan jumlah lembar saham yang beredar adalah 120.000 lembar sehingga besarnya nilai buku per lembar saham adalah:

$$\begin{aligned} \text{NBPS} &= \frac{\text{Modal Sendiri}}{\text{Jumlah lembar saham yang beredar}} \\ &= \frac{463.573.000.000}{120.000} \\ &= 3.863.108,333 \end{aligned}$$

Sehingga besarnya ROE PT Indosat untuk tahun 1994 adalah:

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{\text{EPS}}{\text{NBPS}} \\ &= \frac{1.737.891,667}{3.863.108,333} \\ &= 0,4499 \end{aligned}$$

Perhitungan selengkapnya rasio-rasio ini terdapat pada lampiran 7 dan tabel di bawah ini menunjukkan rata-rata rasio kedua perusahaan sampel untuk tiap periode:

TABEL 28
Rasio Profitabilitas Perusahaan-Perusahaan Sampel

| No | Nama Perusahaan | ROI | | EPS | | ROE | |
|----|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | | Sebelum IPO (%) | Sesudah IPO (%) | Sebelum IPO (%) | Sesudah IPO (%) | Sebelum IPO (%) | Sesudah IPO (%) |
| 1 | PT Indosat | 35,08 | 19,67 | 193.698056 | 41.730,36 | 45,38 | 21,87 |
| 2 | PT Telkom | 5,33 | 6,64 | 26.638,60 | 13.026,15 | 13,28 | 13,73 |
| | Jumlah | 40,41 | 26,31 | 193.724.694,6 | 54.756,51 | 56,86 | 35,60 |
| | Rata-rata | 20,20 | 13,16 | 96.862.347,3 | 27.878,26 | 28,43 | 17,80 |

Sumber: Lampiran 7 dengan pembulatan hingga dua tempat desimal

Dari tabel 25 di atas nampak bahwa keseluruhan rasio rasio tersebut mengalami penurunan baik ROI, ROE maupun EPS. Hal ini antara lain disebabkan oleh peningkatan jumlah saham yang beredar dan perubahan nilai nominal saham sehingga berpengaruh pada rasio profitabilitas perusahaan.

e. Rasio Solvabilitas

Kemampuan perusahaan untuk melunasi semua kewajibannya pada saat perusahaan dilikuidasikan dalam hal ini tercermin dalam rasio *Net Worth to Total Liabilities*. Rasio ini dicari dengan menggunakan rumus:

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

Contoh perhitungan rasio ini untuk PT Indosat pada tahun 1994 adalah:

$$\frac{463.573.000.000}{71.313.000.000} = 650.05$$

Perhitungan ini berlaku sama untuk tiap tahun dan tiap perusahaan. Hasil perhitungan rata-rata rasio ini nampak sebagai berikut:

TABEL 29
Net Worth to Total Liabilities
Perusahaan-Perusahaan Sampel

| No | Nama Perusahaan | Sebelum IPO (%) | Sesudah IPO (%) |
|----|-----------------|-----------------|-----------------|
| 1 | PT Indosat | 444,41 | 913,44 |
| 2 | PT Telkom | 68,38 | 93,38 |
| | Jumlah | 512,79 | 1.006,82 |
| | Rata-rata | 256,40 | 503,41 |

Sumber: Lampiran 7 dengan pembulatan hingga dua tempat desimal

Dari tabel di atas nampak bahwa rasio ini meningkat kurang lebih sebesar 247,01% untuk periode sesudah IPO.

4.2.3 Pengujian Hipotesis

Berdasarkan perumusan masalah dan hipotesis yang telah dikemukakan sebelumnya, maka untuk menjawab permasalahan ketiga sekaligus menguji hipotesis yang diajukan, dilakukan uji statistik. Uji statistik yang digunakan adalah uji t untuk sampel berpasangan (*paired samples t-test*).

Data yang akan diuji berupa rasio-rasio keuangan perusahaan. Rasio-rasio keuangan ini dikelompokkan menjadi dua yaitu periode sebelum dan

sesudah IPO. Rasio-rasio ini telah dihitung sebelumnya dan hasil selengkapnya sebagaimana terdapat pada lampiran 7 dan 8.

Hasil perhitungan uji t sampel berpasangan dengan menggunakan program SPSS terhadap masing-masing rasio keuangan, nampak pada tabel di bawah ini:

TABEL 30
Rekapitulasi Hasil Program SPSS 7.5 for Windows
untuk Rasio-Rasio Keuangan

| Variabel | $T(\alpha/2; n-1)$ | T-Value | α | Signifikansi |
|--|--------------------|---------|----------|--------------|
| <i>Cash Ratio (X1)</i> | 4,303 | -4,061 | 0,05 | 0,056 |
| <i>Debt to Equity Ratio (X2)</i> | 4,303 | 4,128 | 0,05 | 0,054 |
| <i>Time Interest Earned Ratio (X3)</i> | 4,303 | 2,248 | 0,05 | 0,154 |
| <i>Total Asset Turn Over (X4)</i> | 4,303 | 21,428 | 0,05 | 0,002 |
| <i>Return On Investment (X5)</i> | 4,303 | 4,439 | 0,05 | 0,047 |
| <i>Earning per Share (X6)</i> | 4,303 | 18,400 | 0,05 | 0,003 |
| <i>Return On Equity (X7)</i> | 4,303 | 7,074 | 0,05 | 0,019 |
| <i>Net Worth to Total Liabilities (X8)</i> | 4,303 | -7,279 | 0,05 | 0,018 |

Sumber: Lampiran 9

Untuk menentukan kriteria penolakan H_0 atau menerima H_0 dilakukan dengan membandingkan nilai t-tabel dengan t-value yang diperoleh dari hasil uji t. H_0 diterima apabila: $-t(\alpha/2; n-1) < t < t(\alpha/2; n-1)$ dan H_0 ditolak apabila: $t > t(\alpha/2; n-1)$ atau $t < -t(\alpha/2; n-1)$. Derajat keyakinan yang digunakan (α) sebesar 5% dan *degree of freedom* (d.f) = $n-1 = 3 - 1 = 2$, sehingga besarnya t-tabel adalah 4,303. Kriteria penolakan H_0 ini juga dapat diperoleh dengan membandingkan α dengan signifikansi yang diperoleh dari hasil uji t. Jika α kurang dari signifikansi tersebut maka H_0 diterima dan sebaliknya jika α lebih besar maka H_0 ditolak atau H_1 diterima.

4.3 PEMBAHASAN

Hasil analisis terhadap kinerja finansial perusahaan secara umum menunjukkan adanya peningkatan kinerja perusahaan-perusahaan negara yang dijadikan sampel penelitian. Dari segi struktur modal dan nilai perusahaan, nampak adanya peningkatan nilai yang diukur dengan menggunakan konsep EVA. EVA perusahaan sampel baik PT Indosat maupun PT Telkom Indonesia sebelum melakukan IPO bernilai negatif yaitu sebesar - 469.756.000.000 dan - 4.230.427.000.000. Hal ini mengindikasikan bahwa biaya total penggunaan modal yang harus ditanggung oleh perusahaan lebih besar jika dibandingkan dengan laba operasi setelah pajak yang diperoleh dari penggunaan modal yang ada dalam perusahaan. Setelah melakukan IPO, EVA perusahaan menjadi positif, yaitu 7.748.000.000 untuk PT Indosat dan 840.947.000.000 untuk PT Telkom Indonesia, yang berarti lebih besar jika dibandingkan dengan periode sebelum IPO. Hal ini menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh perusahaan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang disyaratkan investor atas investasi yang dilakukannya. Keadaan ini bersesuaian pula dengan besarnya WACC atau biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan yang telah dihitung dan diperoleh hasil bahwa WACC sebelum IPO jauh lebih tinggi jika dibandingkan dengan WACC setelah IPO. Untuk PT Telkom Indonesia, WACC sebelum IPO adalah sebesar 126,29% dan 8,20% sesudah IPO, sedangkan PT Indosat 125,66% sebelum IPO dan 16,91% sesudah IPO, seperti yang ditunjukkan pada gambar 2 dan 3. Setiap perusahaan akan berusaha mencapai struktur modal yang optimal, yaitu struktur modal yang mencerminkan biaya penggunaan modal minimal. Biaya modal yang lebih rendah pada periode setelah IPO menunjukkan struktur modal yang optimal. Besarnya biaya modal ini juga dipengaruhi oleh besarnya komposisi masing-masing komponen

modal tersebut dalam struktur permodalan perusahaan. Dari hasil analisis di atas dapat diketahui bahwa komposisi struktur modal perusahaan yang dapat menghasilkan nilai perusahaan yang lebih tinggi adalah komposisi struktur modal yang terdiri dari hutang jangka panjang, laba ditahan dan saham biasa, atau dengan kata lain setelah melakukan IPO dengan cara mengeluarkan saham biasa baru, biaya modal rata-rata perusahaan menurun dan nilai perusahaan dapat ditingkatkan

Kinerja keuangan perusahaan juga dapat diketahui dari penghitungan rasio-rasio keuangan. Rasio-rasio ini meliputi: *Cash Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, *Time Interest Earned Ratio*, *Total Asset Turn Over*, *Return On Investment*, *Earning per Share*, *Return on Equity* dan *Net Worth to Total Liabilities*. Perubahan nilai rasio untuk periode sebelum dan sesudah IPO ini nampak pada tabel berikut:

TABEL 31
Perkembangan Rasio Keuangan Sebelum dan Sesudah IPO dari
Perusahaan Sampel Selama Enam Tahun

| No | Jenis Rasio | Sebelum IPO (%) | Sesudah IPO (%) | Perubahan (%) |
|----|---------------------------------------|-----------------|-----------------|---------------|
| 1 | <i>Cash Ratio</i> | 202,73 | 415,56 | 212,83 |
| 2 | <i>Debt to Equity Ratio</i> | 85,84 | 59,20 | 26,24 |
| 3 | <i>Time Interest Earned Ratio</i> | 5.374,14 | 3.661,93 | 1.712,21 |
| 4 | <i>Total Asset Turn Over</i> | 67,09 | 40,21 | 26,88 |
| 5 | <i>Return On Investment</i> | 20,20 | 13,16 | 7,04 |
| 6 | <i>Earning per Share</i> | 96.862.347,30 | 27.378,26 | 96.384.969,04 |
| 7 | <i>Return on Equity</i> | 28,43 | 17,80 | 10,63 |
| 8 | <i>Net Worth to Total Liabilities</i> | 256,40 | 503,41 | 247,01 |

Sumber: Tabel 22,23,24,25 dan 26

a. *Cash Ratio*

Cash Ratio perusahaan sampel mengalami peningkatan sebesar 212,83%. Hal ini berarti bahwa kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya semakin besar. Peningkatan ini disebabkan oleh nilai aktiva yang semakin besar pada periode sesudah IPO yang lebih besar jika dibandingkan dengan peningkatan nilai hutang lancar.

b. *Debt to Equity Ratio*

Debt to Equity Ratio perusahaan mengalami penurunan sebesar 26,24%. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan proporsi dana yang berasal dari luar perusahaan semakin kecil, berarti kinerja perusahaan meningkat sesudah IPO.

c. *Time Interest Earned Ratio*

Time Interest Earned Ratio perusahaan-perusahaan sampel mengalami penurunan sebesar 1.712,21%. Hal ini berarti kemampuan perusahaan untuk memenuhi pembayaran bunga berkurang. Penurunan ini disebabkan oleh peningkatan jumlah beban bunga pada periode sesudah IPO yang lebih besar jika dibandingkan dengan peningkatan laba operasi sebelum bunga dan pajak.

d. *Total Asset Turn Over*

Total Asset Turn Over perusahaan mengalami penurunan sesudah IPO, yaitu sebesar 26,28%. Hal ini antara lain dipengaruhi oleh jumlah aktiva yang meningkat lebih besar jika dibandingkan dengan peningkatan pendapatan usaha pada periode sesudah IPO.

e. *Return on Investment*

Return on Investment (ROI) perusahaan juga mengalami penurunan pada periode sesudah IPO, yaitu sebesar 7,04%. Hal ini disebabkan oleh

peningkatan total aktiva yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan peningkatan laba bersih yang dihasilkan perusahaan.

f. Earning per Share

Earning per Share (EPS) perusahaan yang telah dihitung di atas menunjukkan perbedaan yang cukup besar antara periode sebelum dan sesudah IPO. Hal ini antara lain dipengaruhi oleh penambahan jumlah saham yang beredar. Namun karena kedua perusahaan sampel ini adalah BUMN, yang pada saat sebelum IPO seluruh sahamnya dimiliki oleh pemerintah, EPS yang sangat berbeda tersebut tidak menandakan adanya penurunan kinerja. Kinerja keuangan yang ditinjau dari EPS ini setelah periode IPO menunjukkan peningkatan dari tahun ke tahun sebagaimana tampak pada lampiran 8.

g. Return on Equity

Return on Equity (ROE) perusahaan-perusahaan sampel juga mengalami penurunan pada periode sesudah IPO, yaitu sebesar 10,63%. Penurunan ini antara lain disebabkan oleh perubahan komposisi permodalan perusahaan, yang berpengaruh pada jumlah modal sendiri serta besarnya EPS dan nilai buku per lembar saham yang berbeda cukup besar untuk periode setelah IPO. Namun karena periode sebelum IPO seluruh saham dimiliki oleh pemerintah, penurunan ROE ini tidak menandakan adanya penurunan kinerja. Apabila ditinjau secara parsial, kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh ROE pada periode sesudah IPO mengalami peningkatan dari tahun ke tahun, seperti halnya nampak pada lampiran 8.

h. Net Worth to Total Liabilities

Rasio solvabilitas yang ditunjukkan dengan pengukuran Net Worth to Total Liabilities perusahaan sampel, menunjukkan peningkatan pada periode setelah IPO yaitu sesudah IPO yaitu sebesar 247,01%. Berdasarkan nilai ini dapat dilihat bahwa kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya

pada saat perusahaan dilikuidasikan semakin meningkat. Hal ini disebabkan dengan adanya emisi saham biasa baru, nilai modal sendiri atau ekuitas perusahaan menjadi meningkat dibandingkan dengan periode sebelum IPO.

Hasil uji statistik untuk rasio-rasio keuangan di atas juga menunjukkan hasil yang signifikan untuk beberapa macam rasio. Dari kedelapan rasio keuangan yang diuji dengan hipotesis nul (H_0) "tidak terdapat perbedaan antara kinerja sebelum dan sesudah IPO", diterima untuk tiga macam rasio yaitu *Cash Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, dan *Time Interest Earned Ratio*, yang berarti tidak terdapat perbedaan antara kinerja sebelum dan sesudah IPO pada tingkat keyakinan sebesar 5%. Untuk rasio-rasio lainnya, yaitu: *Total Asset Turn Over*, *Return on Investment*, *Earning per Share*, *Return on Equity*, dan *Net Worth to Total Liabilities*, H_0 ditolak atau H_1 diterima. Hal ini berarti terdapat perbedaan antara kinerja sebelum dan sesudah IPO pada taraf signifikansi 5%.

Hasil uji hipotesis selengkapnya terhadap kedelapan rasio keuangan ini nampak pada tabel 32 berikut ini:

TABEL 32
Hasil Uji Hipotesis Terhadap Rasio-Rasio Keuangan

| Variabel | $t(\alpha/2; n-1)$ | t-Value | Perbandingan $t(\alpha/2; n-1)$ | H_0 diterima atau ditolak |
|--|--------------------|---------|--|--------------------------------------|
| <i>Cash Ratio (X1)</i> | 4,303 | -4,061 | $-t(\alpha/2; n-1) \leq t \leq t(\alpha/2; n-1)$ | Diterima |
| <i>Debt to Equity Ratio (X2)</i> | | 4,128 | $-t(\alpha/2; n-1) \leq t \leq t(\alpha/2; n-1)$ | Diterima |
| <i>Time Interest Earned Ratio (X3)</i> | 4,303 | 2,248 | $-t(\alpha/2; n-1) \leq t \leq t(\alpha/2; n-1)$ | Diterima |
| <i>Total Asset Turn Over (X4)</i> | 4,303 | 21,428 | $t > t(\alpha/2; n-1)$ | Ditolak |
| <i>Return On Investment (X5)</i> | 4,303 | 4,439 | $t > t(\alpha/2; n-1)$ | Ditolak |
| <i>Earning per Share (X6)</i> | 4,303 | 18,400 | $t > t(\alpha/2; n-1)$ | Ditolak |
| <i>Return On Equity (X7)</i> | 4,303 | 7,074 | $t > t(\alpha/2; n-1)$ | Ditolak |
| <i>Net Worth to Total Liabilities (X8)</i> | 4,303 | -7,279 | $t < -t(\alpha/2; n-1)$ | Ditolak |

Sumber: Tabel 29

V. SIMPULAN DAN SARAN

5.1 SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang dilakukan terhadap perusahaan sampel pada kondisi sebelum dan sesudah IPO, dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut :

1. Ditinjau dari segi struktur modal dan nilai perusahaan nampak bahwa kinerja perusahaan cukup baik setelah IPO. Hal ini ditunjukkan oleh peningkatan nilai perusahaan yang diukur dengan menggunakan konsep EVA pada periode setelah IPO. EVA perusahaan sampel, baik PT Indosat maupun PT Telkom Indonesia sebelum melakukan IPO bernilai negatif yaitu sebesar - 469.756.000.000 dan - 4.230.427.000.000. Setelah melakukan IPO, EVA perusahaan menjadi positif, yaitu 7.748.000.000 untuk PT Indosat dan 840.947.000.000 untuk PT Telkom Indonesia. Di sisi lain, biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan juga menurun pada periode sesudah IPO, yaitu untuk PT Telkom Indonesia, WACC sebelum IPO adalah sebesar 126,29% dan 8,20% sesudah IPO, sedangkan PT Indosat 125,66% sebelum IPO dan 16,91% sesudah IPO.
2. Setelah dilakukan analisis deskriptif, kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh rasio-rasio keuangan menunjukkan hasil sebagai berikut:
 - a. Ditinjau dari segi likuiditas, kinerja finansial perusahaan setelah IPO cukup baik. Hal ini dipengaruhi oleh jumlah aktiva lancar (kas, investasi jangka pendek, dan piutang lancar) yang meningkat lebih besar dibandingkan peningkatan jumlah hutang lancar.
 - b. Ditinjau dari segi *leverage*, kinerja perusahaan setelah IPO cukup baik. Hal ini ditunjukkan oleh penurunan rasio hutang, yang berarti bahwa jumlah dana yang berasal dari luar perusahaan berkurang.



- c. Ditinjau dari segi aktifitas perusahaan, kinerja perusahaan sesudah IPO tidak mengalami peningkatan. Hal ini disebabkan karena jumlah aktiva yang meningkat lebih besar jika dibandingkan dengan peningkatan pendapatan usaha pada periode sesudah IPO.
 - d. Ditinjau dari segi profitabilitas, secara umum profitabilitas perusahaan dari tahun ke tahun mengalami peningkatan.
 - e. Ditinjau dari segi solvabilitas, kinerja finansial perusahaan cukup baik. Hal ini nampak dari peningkatan kemampuan perusahaan untuk membayar hutang-hutangnya.
3. Setelah dilakukan uji statistik (uji t sampel berpasangan), diketahui bahwa secara umum terdapat perbedaan yang signifikan kinerja perusahaan antara periode sebelum dan sesudah IPO. Di antara kedelapan rasio yang digunakan sebagai variabel, lima rasio yaitu: *Total Asset Turn Over*, *Return on Investment*, *Earning per Share*, *Return on Equity* dan *Net Worth to Total Liabilities* menunjukkan perbedaan yang signifikan pada derajat keyakinan $\alpha = 5\%$. Sedangkan tiga rasio yang lain menunjukkan perbedaan yang signifikan pada derajat keyakinan yaitu masing-masing: *Cash Ratio* pada $\alpha = 5,6\%$, *Debt to Equity Ratio* pada $\alpha = 5,4\%$, dan *Time Interest Earned Ratio* menunjukkan perbedaan yang signifikan pada derajat keyakinan $\alpha = 15,4\%$

5.2 SARAN

Dari hasil penelitian yang dilakukan, dapat disampaikan beberapa saran sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil pengukuran kinerja BUMN yang dijadikan sampel penelitian, yaitu PT Indosat dan PT Telkom Indonesia, yang diukur dengan konsep EVA, menunjukkan bahwa setelah IPO terdapat peningkatan

kinerja. Peningkatan ini mengindikasikan bahwa kebijakan privatisasi yang ditempuh pemerintah ternyata berpengaruh positif bagi perusahaan yang bersangkutan. Hal ini juga dapat dijadikan dasar pertimbangan bagi pemerintah untuk melakukan privatisasi terhadap BUMN lainnya dalam upaya meningkatkan kinerja perusahaan tersebut. Namun dalam melakukan privatisasi, sebaiknya tidak hanya mendasarkan pada hasil analisis kinerja kedua perusahaan sampel tersebut, karena masih banyak faktor lain yang patut dipertimbangkan, antara lain kondisi internal perusahaan, seperti jenis produk yang dihasilkan, sektor industrinya, kemungkinan berkembang di masa yang akan datang, serta kesiapan perusahaan yang bersangkutan untuk melakukan *go public* atau mencatatkan sahamnya di pasar modal.

2. Bagi manajemen perusahaan hendaknya berusaha meningkatkan kinerjanya dengan lebih memfokuskan pada peningkatan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan *return* perusahaan, karena dari analisis nampak bahwa profitabilitas dan aktifitas perusahaan setelah IPO tidak menunjukkan hasil yang lebih baik dibandingkan periode sesudah IPO.
3. Bagi investor dan calon investor yang ingin menginvestasikan dana yang dimilikinya dan menginginkan *capital gain* yang tinggi, kedua saham BUMN tersebut dapat dijadikan sebagai pilihan yang tepat. Karena ditinjau dari perkembangan rasio finansial perusahaan selama tahun-tahun sesudah IPO, nampak peningkatan yang signifikan. Selain itu kinerja perusahaan yang ditinjau dari segi struktur modal juga meningkat. Pertimbangan lain adalah perubahan harga saham yang cenderung meningkat dan EPS yang diberikan relatif tinggi, selain itu saham kedua perusahaan ini juga memiliki risiko yang rendah.

4. Untuk pengembangan ilmu pengetahuan pada masa yang akan datang, dapat digunakan alat analisis yang berbeda dengan penelitian ini khususnya mengenai penilaian kinerja perusahaan. Karena kinerja perusahaan pada dasarnya dapat ditinjau dari berbagai segi selain kinerja finansial, antara lain kinerja operasional perusahaan, struktur pasar, efisiensi perusahaan dan kinerja lainnya. Selain itu alat pengukur kinerja finansial perusahaan sendiri juga dapat dikembangkan misalnya dengan menggunakan teknik *Balance Score Card* atau analisis kualitatif. Kesemuanya ini berguna untuk mendapatkan gambaran yang lebih akurat mengenai kinerja perusahaan yang sebenarnya.



DAFTAR PUSTAKA

- Anggraeni, Putu dan Imung, Frans. 1998. " Mengobral Saham BUMN". Dalam *Uang dan Efek*. (Mei). No. 46. Jakarta.
- Brealey, Richard. A dan Myers, Stewart. C. 1991. *Principles of Corporate Finance*. 4th Edition. Mc Graw Hill , Inc.
- Brigham, E.F dan Louis C. Gapenski, 1997. *Financial Management*. 8th Edition. London. The Dryden Press, Harcourt Brace College Publisher.
- , 1993. *Intermediate Financial Management*. London. The Dryden Press, Harcourt Brace College Publisher.
- Darmawan, Agus. 1998. "Pokoknya Profitisasi" Dalam *Uang dan Efek*. (Mei). No. 46. Jakarta.
- Djarwanto, Ps. dan Pangestu Subagyo. 1996. *Statistik Induktif*. Yogyakarta. BPFE.
- Husnan, Suad. 1995. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Jilid 1. Yogyakarta. BPFE.
- Horngren, Charles T., Walter T. Harrison. Jr., Michael A. Robinson dan Secokusumo. 1998. *Akuntansi di Indonesia*. Salemba Empat. Jakarta.
- Indrawati, Sri Mulyani. 1998. *Krisis Ekonomi Indonesia dan Langkah Reformasi*. Jakarta.
- Irawan, Ridwan A.C. 1996. "IPO Sebagai Alternatif Sumber Pendanaan Bagi Perusahaan". Dalam *Usahawan*. (April, XXV). No. 04. Jakarta. p: 15-19.

103103



Milik UPT Perpustakaan
UNIVERSITAS JEMBER

Menteri Keuangan. Keputusan No: 740/KMK.00/1989. Tanggal 28 Juni 1989.
Tentang *Peningkatan Efisiensi dan Produktifitas BUMN*. Jakarta.

Mirza, Teuku. 1996. "Optimalisasi Struktur Modal dan Minimalisasi Risiko".
Dalam *Usahawan*. (April, XXV). No. 04. Jakarta. p: 21-23.

-----, 1997. "EVA Sebagai Alat Penilai". Dalam *Usahawan*. (April, XXVI).
No.4. Jakarta. p:68.

Payamta, 1998. "Analisis Kinerja Perusahaan Sebelum dan Sesudah
Melakukan Penawaran Umum Perdana". Dalam *Jurnal Bisnis dan
Ekonomi*. Edisi 2 Tahun III. Yogyakarta. p. 19-50.

Riyanto, Bambang. 1994. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta.
Gajahmada University Press.

Rousana, Mike. 1997. "Memanafaatkan EVA Untuk Menilai Perusahaan di Pasar
Modal Indonesia". Dalam *Usahawan*. (April, XXVI). No.4. Jakarta. p:18-
21.

Tunggal, Amin Wijaya. 1995. *Kamus Bisnis dan Manajemen*. Jakarta. Rineka
Cipta.

Usman, Marzuki. 1998. "Pemerintah Tetap Mayoritas". Dalam *Uang dan Efek*.
(Mei). No. 46. Jakarta.

Utama, Siddharta. 1997. "Economic Value Added: Pengukur Penciptaan Nilai
Perusahaan". Dalam *Usahawan*. (April, XXVI). No.4. Jakarta. p:10-13.

Van Horne, James C dan Wachowicz, John M, Jr. 1997. *Prinsip-prinsip
Manajemen Keuangan*. Buku Satu. Jakarta. Salemba Empat.

Weston, J. Fred dan Copeland, Thomas E. 1995. *Manajemen Keuangan*. Jilid 1. Jakarta. Binarupa Aksara.

Yusuf, Gunawan. 1997. "Menuju Era Pasar Modal yang Maju" Dalam *Perekonomian Indonesia Memasuki Milenium Ketiga*. p. 384-385.



Lampiran Ia : Neraca Konsolidasi PT INDOSAT Periode 1991-1996

PERUSAHAAN PERSEROAN (PERSERO) PT INDONESIAIAN SATELLITE CORPORATION
NERACA
 31 DESEMBER 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, dan 1996
 Dalam jutaan Rupiah kecuali data saham

| KETERANGAN | SEBELUM IPO | | | SESUDAH IPO | | |
|----------------------------------|-------------|---------|---------|-------------|-----------|-----------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
| AKTIVA | | | | | | |
| AKTIVA LANCAR | | | | | | |
| Kas dan Bank | 1.220 | 1.415 | 1.774 | 1.550 | 8.034 | 42.744 |
| Investasi jangka pendek bersih | 93.351 | 54.726 | 90.415 | 804.713 | 789.159 | 665.717 |
| Piutang Usaha | 174.767 | 252.774 | 203.287 | 199.034 | 325.311 | 362.639 |
| Piutang Lain-lain | 8.455 | 11.518 | 10.009 | 31.668 | 28.200 | 81.752 |
| Biaya dibayar di muka | 2.834 | 3.102 | 5.224 | 6.623 | 7.150 | 8.924 |
| Utang muka | 2.052 | 1.452 | 15.381 | 8.375 | 4.656 | 5.608 |
| Jumlah aktiva lancar | 282.779 | 324.997 | 326.540 | 1.051.963 | 1.162.559 | 1.167.384 |
| PENYERTAAN | 22.145 | 27.673 | 45.621 | 38.079 | 171.039 | 813.199 |
| AKTIVA TETAP | | | | | | |
| Harga perolehan: | | | | | | |
| Haak atas tanah | 4.150 | 18.439 | 20.026 | 25.489 | 31.729 | 42.775 |
| Bangunan | 32.580 | 44.055 | 46.053 | 56.962 | 74.663 | 84.243 |
| Kabel laut | 74.508 | 88.241 | 110.068 | 167.300 | 163.129 | 163.809 |
| Stasiun bumi | 36.756 | 36.756 | 48.316 | 53.066 | 82.704 | 98.825 |
| Kabel bawah tanah | 2.884 | 2.884 | 2.884 | 2.884 | 10.085 | 11.105 |
| Peralatan suitsting | 27.554 | 48.999 | 48.999 | 53.252 | 80.976 | 89.520 |
| Peralatan telekomunikasi lainnya | 27.778 | 56.140 | 86.399 | 134.526 | 163.228 | 194.896 |
| Peralatan kantor | 31.642 | 41.445 | 47.001 | 65.072 | 83.269 | 98.764 |
| Sarana Penunjang bangunan | 1.206 | 1.380 | 1.380 | 1.549 | 10.997 | 14.563 |
| Kendaraan | 249 | 390 | 512 | 610 | 905 | 2.113 |
| Jumlah | 234.317 | 338.719 | 411.638 | 538.710 | 703.685 | 800.603 |

Lampiran Lampiran Ia

| KETERANGAN | SEBELUM IPO | | | SESUDAH IPO | | |
|--|-------------|---------|---------|-------------|-----------|-----------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
| AKTIVA LAIN-LAIN | | | | | | |
| Aktiva dalam penggunaan | 36.481 | 48.486 | 66.965 | 35.395 | 66.712 | 220.606 |
| Piutang jangka panjang | 13.976 | 15.454 | 8.132 | 34.646 | 49.524 | 56.516 |
| Biaya emisi saham ditangguhkan | - | - | - | 33.673 | 26.735 | 18.727 |
| Aktiva proyek kerjasama | 18.105 | 30.707 | 38.083 | - | - | - |
| Teguhan pajak penghasilan | - | - | 20.235 | 16.971 | 12.535 | 8.384 |
| Lain-lain | 4.143 | 640 | 2.349 | 1.604 | 3.206 | 4.525 |
| Jumlah aktiva lain-lain | | | | | | |
| JUMLAH AKTIVA | 534.886 | 690.390 | 789.128 | 1.629.026 | 2.003.026 | 2.843.927 |
| KEWAJIBAN DAN EKUITAS | | | | | | |
| KEWAJIBAN LANCAR | | | | | | |
| Hutang usaha | 16.247 | 19.395 | 17.201 | 18.953 | 28.414 | 40.732 |
| Hutang lain-lain | 19.789 | 23.795 | 23.923 | 28.243 | 46.522 | 111.624 |
| Hutang pajak | 14.607 | 15.113 | 14.375 | 26.367 | 51.435 | 37.904 |
| Hutang deviden | - | 65.000 | 70.000 | - | - | - |
| Biaya masih harus dibayar | 1.512 | 3.112 | 700 | 24.488 | 30.017 | 44.830 |
| Bagian jangka pendek dari hutang jangka panjang | 5.153 | 5.820 | 5.548 | 6.620 | 6.355 | 5.753 |
| Jumlah Kewajiban Lancar | 57.388 | 132.345 | 120.846 | 104.611 | 162.743 | 240.843 |
| Hutang jangka panjang | 13.925 | 32.168 | 49.398 | 44.200 | 50.266 | 41.174 |
| TOTAL HUTANG | 71.313 | 164.513 | 170.244 | 148.811 | 213.009 | 282.017 |
| AKUMULASI KEWAJIBAN PENSUN YANG BELUM DIDANAI | - | - | - | - | 12.500 | 8.400 |
| HAK MINORITAS ANAK PERUSAHAAN | - | - | - | - | 3.455 | 4.487 |
| EKUITAS | | | | | | |
| Sebelum IPO: | | | | | | |
| Modal saham nilai nominal Rp 1.000.000,00/saham | | | | | | |
| Modal dasar 40.000 lembar saham prioritas dan | | | | | | |

Lanjutan Lampiran 1a

| KETERANGAN | SEBELUM IPO | | | SESUDAH IPO | | |
|---|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
| Modal ditempatkan dan disetor penuh: 40.000 lembar saham prioritas dan 80.000 lembar saham biasa | 120.000 | 120.000 | 120.000 | - | - | - |
| Sesudah IPO: Modal saham-nilai nominal Rp 500,00 per saham saham seri A Dwiwarna dan saham seri B | - | - | - | 517.750 | 517.750 | 517.750 |
| Modal dasar: 1 lembar saham seri A Dwiwarna dan 3.999.999 lembar saham biasa | - | - | - | 673.075 | 673.075 | 673.075 |
| Modal ditempatkan dan disetor penuh: 1 lembar saham seri A Dwiwarna dan 1.035.499.999 lembar saham seri B | - | - | - | 517.750 | 517.750 | 517.750 |
| Agio saham | - | - | - | 673.075 | 673.075 | 673.075 |
| Saldo laba | | | | | | |
| Telah ditentukan penggunaannya | 135.026 | 168.603 | 247.392 | 422 | 422 | 422 |
| Belum ditentukan penggunaannya | 208.547 | 237.274 | 251.492 | 288.968 | 459.431 | 975.070 |
| Jumlah saldo laba | 343.573 | 405.877 | 498.884 | 289.390 | 459.853 | 975.492 |
| Tambahan modal disetor | - | - | - | - | 595.877 | 391.106 |
| Jumlah Ekuitas | 463.573 | 525.877 | 618.884 | 1.480.215 | 1.796.682 | 2.557.423 |
| JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS | 534.886 | 690.390 | 789.128 | 1.628.026 | 2.003.156 | 2.843.827 |

Lampiran Ib : Neraca Konsolidasi PT TELKOM Periode 1992-1997

**PERUSAHAAN PERSEROAN (PERSERO) PT TELEKOMUNIKASI INDONESIA
NERACA**

31 DESEMBER 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, dan 1997

Dalam jutaan Rupiah kecuali data saham

| | SEBELUM IPO | | | SEDIKIP IPO | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
| AKTIVA | | | | | | |
| AKTIVA LANCAR | | | | | | |
| Kas dan Bank | 157.577 | 232.577 | 237.858 | 760.356 | 1.220.652 | 758.912 |
| Investasi jangka pendek bersih | 524.980 | 557.949 | 613.691 | 1.330.427 | 9.318 | 342.096 |
| Putang Usaha | 342.735 | 443.519 | 567.086 | 767.419 | 696.781 | 777.694 |
| Putang Lain-lain | 16.585 | 12.085 | 12.960 | 114.772 | 19.954 | 32.994 |
| Persediaan-setelah dikurangi persediaan usang | 144.707 | 188.437 | 207.776 | 244.426 | 218.874 | 128.563 |
| Biaya dibayar di muka | 53.775 | 55.148 | 60.587 | 36.476 | 41.827 | 54.774 |
| Pajak Penghasilan dibayar di muka | - | - | 66.812 | 88.665 | 113.655 | 148.040 |
| Jumlah aktiva lancar | 12.400.534 | 1.479.715 | 1.769.770 | 3.342.541 | 2.321.067 | 2.243.063 |
| PENYERTAAN SAHAM | | | | | | |
| AKTIVA TETAP | | | | | | |
| Nilai tercatat | 6.874.172 | 8.674.775 | 10.810.134 | 15.297.567 | 18.044.695 | 23.064.964 |
| Akumulasi penyusutan | (2.375.800) | (3.115.777) | (3.963.785) | (5.040.365) | (6.172.857) | (7.547.089) |
| Nilai Buku | 4.498.372 | 5.558.998 | 6.846.349 | 10.257.202 | 12.871.838 | 15.517.875 |
| AKTIVA TETAP POLA BAGI HASIL | | | | | | |
| Harga perolehan | 392.127 | 531.019 | 1.812.170 | 1.577.592 | 1.360.590 | 1.345.459 |
| Akumulasi penyusutan | (64.290) | (108.786) | (249.531) | (303.754) | (369.133) | (506.792) |
| Nilai Buku | 327.837 | 422.233 | 1.562.639 | 1.273.838 | 991.457 | 838.667 |

Lanjutan Lampiran 1b

| | SEBELUM IPO | | | SESUDAH IPO | | |
|--|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
| AKTIVA LAIN-LAIN | | | | | | |
| Aktiva dalam pembangunan | 1.224.625 | 1.255.432 | 998.967 | - | - | - |
| Biaya emisi saham ditanggungkan | - | - | - | 129.933 | 1.030.050 | 76.167 |
| Perangko lunak komputer | - | - | - | - | 65.554 | 80.241 |
| Uang muka dan lain-lain | 330.463 | 251.571 | 308.476 | 442.236 | 310.105 | 270.539 |
| Aktiva pensiun tidak berwujud | 244.199 | 165.357 | 187.634 | 76.868 | - | - |
| Aktiva tidak digunakan dalam operasi | 4.331 | 49.347 | 57.911 | 12.627 | 9.812 | 9.175 |
| Putus jangka panjang - afiasi | - | - | - | 25.809 | 25.809 | 25.809 |
| Tagihan pajak | 13.396 | - | 25.809 | - | - | - |
| Jumlah aktiva lain-lain | 1.817.016 | 1.721.607 | 1.578.797 | 687.473 | 514.330 | 461.931 |
| JUMLAH AKTIVA | 7.883.579 | 9.220.020 | 11.816.377 | 15.919.210 | 17.763.199 | 19.967.367 |
| KEWAJIBAN DAN EKUITAS | | | | | | |
| KEWAJIBAN LANCAR | | | | | | |
| Hutang usaha | 699.508 | 751.530 | 611.174 | 851.855 | 833.850 | 902.476 |
| Hutang lain-lain | 22.418 | 24.601 | 25.213 | 3.534 | 65.122 | 19.424 |
| Hutang pajak | 73.032 | 133.886 | 197.780 | 167.874 | 164.552 | 131.128 |
| Hutang deviden | 37.335 | - | - | - | 15.909 | 132 |
| Biaya masih harus dibayar | 225.261 | 348.435 | 465.418 | 569.780 | 589.190 | 671.894 |
| Pendapatan ditangguhkan | 4.783 | 6.065 | 46.900 | 42.830 | 40.936 | 84.552 |
| Uang muka dengan pelanggan dan pemasok | 86.285 | 68.818 | 47.603 | 29.664 | 45.929 | 81.552 |
| Hutang jangka panjang yang jatuh tempo dalam satu tahun-afiasi | 215.134 | 271.647 | 329.608 | 315.797 | 373.531 | 488.801 |
| Jumlah Kewajiban Lancar | 1.363.756 | 1.604.982 | 1.723.696 | 1.981.334 | 2.129.019 | 2.369.959 |

Lanjutan Lampiran 1b

| | SEBELUM IPO | | | SESUDAH IPO | | |
|---|-------------|-----------|-----------|-------------|-----------|------------|
| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
| KEWAJIBAN PAJAK DITANGGUKAN-BERSIH | 437.085 | 539.161 | 673.516 | 916.797 | 1.214.878 | 1.348.636 |
| AKUMULASI KEWAJIBAN PENSUNJUN YANG BELUM DIDANA | 244.199 | 165.357 | 187.634 | 76.868 | - | - |
| PENDAPATAN POLA BAGI HASIL DITANGGUKAN-BERSIH | 274.922 | 324.909 | 1.411.910 | 1.166.566 | 933.237 | 774.095 |
| PEMBAYARAN INVESTASI AWAL ESO YANG DITANGGUKAN | - | - | - | 230.839 | 214.890 | 199.541 |
| HUTANG JANGKA PANJANG | 2.240.378 | 2.776.932 | 3.300.466 | 4.088.053 | 4.424.186 | 5.636.673 |
| HAK MINORITAS ANAK PERUSAHAAN | - | - | - | 63.423 | - | - |
| JUMLAH KEWAJIBAN | 4.560.340 | - | 7.297.222 | 8.460.457 | 8.916.210 | 10.828.904 |
| EKUITAS | | | | | | |
| Sebelum IPO: | | | | | | |
| Modal saham-nilai nominal Rp 1.000.000,00 per saham | | | | | | |
| untuk saham prioritas dan saham biasa | | | | | | |
| Modal dasar 2.000.000 lembar saham prioritas dan | | | | | | |
| 8.000.000 lembar saham biasa | | | | | | |
| Modal ditempatkan dan disetor penuh: 2.000.000 lembar | | | | | | |
| saham prioritas | 2.000.000 | 2.000.000 | 2.000.000 | - | - | - |

Lanjutan Lampiran 1b

| | SEBELUM IPO | | | SESUDAH IPO | | |
|---|---|--|--|--|--|--|
| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
| Sesudah IPO: Modal saham nilai nominal Rp 500,00 per saham untuk saham seri A Dwirwarna dan saham seri B Modal dasar: 1 lembar saham seri A Dwirwarna dan 39.999.999.999 lembar saham biasa Modal ditempatkan dan disetor penuh: 1 lembar saham seri A Dwirwarna dan 9.333.332.999 lembar saham seri B Tambahkan Modal Disetor Saldo laba | - 164.045 | - 217.921 | - 228.847 | 4.666.667 1.639.204 | 4.666.667 1.839.467 | 4.666.667 1.866.365 |
| Telah ditentukan penggunaannya Behun ditentukan, penggunaannya Jumlah saldo laba Jumlah Ekuitas | 82.585 1.076.609 1.159.194 3.323.239 | 203.585 1.387.173 1.590.758 3.808.679 | 333.290 1.957.018 2.290.306 4.519.155 | 124.635 961.424 1.066.059 7.391.830 | 133.704 2.227.151 2.360.855 8.866.989 | 148.511 2.866.920 3.105.431 9.638.463 |
| JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS | 7.863.579 | 9.220.020 | 11.816.377 | 15.915.210 | 17.783.199 | 19.967.367 |

Lampiran 2a : Laporan Laba Rugi Konsolidasi PT INDOSAT Periode 1991 - 1996

PERUSAHAAN PERSEROAN (PERSERO) PT INDONESIAIAN SATELLITE CORPORATION
 LAPORAN LABA RUGI
 31 DESEMBER 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, DAN 1996
 (Dalam jutaan Rupiah)

| | SEBELUM IPO | | | SESUDAH IPO | | |
|---|-------------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
| PENDAPATAN USAHA | | | | | | |
| Telepon | 500.073 | 615.705 | 698.301 | 884.950 | 964.431 | 1.116.988 |
| Jasa telekomunikasi lainnya | 73.138 | 75.286 | 66.884 | 64.301 | 80.464 | 107.426 |
| Jumlah Pendapatan Lainnya | 573.211 | 690.971 | 765.185 | 909.251 | 1.044.895 | 1.224.394 |
| BEBAN USAHA | | | | | | |
| Kompensasi ke Telkom | 206.205 | 237.969 | 263.451 | 317.852 | 259.714 | 307.456 |
| Karvawan | 32.564 | 40.533 | 44.532 | 84.329 | 96.613 | 111.512 |
| Pelayanan telekomunikasi lainnya | 14.809 | 21.815 | 28.328 | 36.898 | 67.583 | 59.996 |
| Penyusutan | 16.331 | 19.269 | 28.798 | 31.016 | 42.437 | 55.297 |
| Administrasi dan Umum | 12.565 | 21.044 | 22.865 | 26.781 | 42.715 | 50.630 |
| Pemeliharaan | 11.477 | 10.989 | 15.123 | 19.937 | 21.409 | 25.955 |
| Pemasaran | | | | | 15.930 | 25.248 |
| Jumlah Beban Usaha | 293.921 | 351.619 | 461.037 | 516.813 | 545.401 | 636.094 |
| LABA USAHA | 279.290 | 339.352 | 364.148 | 392.438 | 499.494 | 588.300 |
| PENGHASILAN (BEBAN LAIN-LAIN) | | | | | | |
| Bunga bersih | 22.286 | 15.622 | 10.570 | 28.228 | 108.632 | 94.272 |
| Beban bunga | (2.378) | (2.926) | (4.693) | (6.215) | (7.230) | (7.999) |
| Laba kurs-bersih | 9.943 | 11.647 | 7.881 | 14.692 | 5.138 | 4.838 |
| Penchasilan dari penyertaan | 3.916 | 2.503 | 4.523 | 5.820 | 1.845 | 17.815 |
| Rugi (laba) pendapatan aktiva tetap | | | | (5.592) | 42 | (25) |
| Lain-lain bersih | 1.641 | 598 | 4.418 | 30 | 175 | 6.674 |
| Penchasilan Lain-lain Bersih | 35.408 | 22.699 | 22.699 | 36.963 | 108.602 | 115.573 |
| LABA SEBELUM TAKSIRAN PAJAK PENGHASILAN | 314.698 | 386.796 | 388.847 | 429.401 | 608.096 | 703.873 |
| TAKSIRAN PAJAK PENGHASILAN | (106.151) | (129.522) | (135.355) | (140.433) | (148.414) | (183.244) |
| LABA SEBELUM HAK MINORITAS ATAS RUGI (LABA) PADA ANAK PERUSAHAAN | 208.547 | 237.274 | 251.492 | 288.968 | 459.682 | 520.629 |
| HAK MINORITAS ATAS RUGI (LABA) BERSIH | | | | | (251) | 1.056 |
| LABA ANAK PERUSAHAAN | | | | | | |
| LABA BERSIH | 208.547 | 237.274 | 251.492 | 288.968 | 459.431 | 521.685 |

Lampiran 2b : Laporan Laba Rugi Konsolidasi PT TELKOM Periode 1992 - 1997

PERUSAHAAN PERSEROAN (PERSERO) PT TELEKOMUNIKASI INDONESIA
 LAPORAN LABA RUGI
 31 DESEMBER 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, DAN 1997
 (Dalam jutaan Rupiah)

| | SEBELUM IPO | | | SESUDAH IPO | | |
|--|-------------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|
| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
| PENDAPATAN USAHA | | | | | | |
| Telepon | 1.869.832 | 2.418.331 | 3.325.923 | 4.188.307 | 2.742.660 | 3.205.876 |
| Pendapatan KSO | 566.030 | 653.853 | 807.513 | 308.901 | 1.498.049 | 1.646.292 |
| Pendapatan Interkoneksi | 2.425.862 | 3.072.184 | 4.043.436 | 607.861 | 309.772 | 572.774 |
| Jasa telekomunikasi lainnya | | | | 5.105.069 | 525.318 | 484.084 |
| Jumlah Pendapatan Lainnya | | | | | 5.075.799 | 5.909.026 |
| HEBAN USAHA | | | | | | |
| Karyawan | 860.795 | 860.795 | 1.128.594 | 1.772.281 | 784.790 | 847.492 |
| Penyusutan | 787.830 | 622.411 | 992.209 | 1.170.885 | 1.401.484 | 1.696.680 |
| Operasi, pemeliharaan dan jasa telekomunikasi | 220.085 | 283.496 | 364.130 | 457.854 | 386.519 | 321.684 |
| Administrasi dan Umum | 195.436 | 170.155 | 180.500 | 250.072 | 267.193 | 391.603 |
| Pemasaran | 35.279 | 62.089 | 74.327 | 113.741 | 86.751 | 125.164 |
| Jumlah Beban Usaha | 1.777.693 | 2.164.365 | 2.739.760 | 3.714.833 | 2.926.737 | 3.382.623 |
| LABA USAHA | 648.169 | 907.819 | 1.303.676 | 1.390.236 | 2.149.062 | 3.526.403 |
| BEBAN (PENGHASILAN) LAIN-LAIN | | | | | | |
| Beban bunga | 231.019 | 238.447 | 270.698 | 318.879 | 452.089 | 523.535 |
| Rugi (laba) kurs bersih | | | | (11.952) | 3.452 | 424.438 |
| Pendapatan bunga | (63.756) | (63.122) | (60.451) | 5.540 | (24.478) | 294.556 |
| Rugi (laba) dalam penyertaan modal | | | | (101.879) | (230.879) | (144.677) |
| Lain-lain bersih | 154.462 | 107.965 | (52.133) | 108.050 | (122.624) | 193.416 |
| Beban Lain-lain Bersih | | | | 102.538 | 77.673 | 904.436 |
| LABA SEBELUM TAKSIRAN PAJAK PENGHASILAN | 493.707 | 799.854 | 1.145.562 | 1.287.698 | 2.071.389 | 1.621.967 |
| TAKSIRAN PAJAK PENGHASILAN | (190.919) | (298.876) | (351.012) | (381.292) | (568.113) | (469.867) |
| LABA SEBELUM HAK MINORTAS ATAS RUGI | 302.788 | 500.978 | 794.550 | 906.406 | 1.503.276 | 1.152.100 |
| PADA ANAK PERUSAHAAN | | | | | | |
| HAK MINORTAS ATAS RUGI BERSIH | | | | | | |
| LABA BERSIH | | | | | | |

Lampiran 3 : Perhitungan *Dividen Per Share* dan *Earning Per Share* PT INDOSAT dan PT TELKOM

PERHITUNGAN *DIVIDEN PER SHARE* DAN *EARNING PER SHARE* PT INDOSAT

| TAHUN | DIVIDEN * | JUMLAH SAHAM BEREDAR | DPS | LABA BERSIH* | EPS | HARGA SAHAM |
|-------|-----------|----------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 1991 | 130.000 | 120.000 | 1.083.333,00 | 208.547 | 1.737.892,00 | 1.000.000 |
| 1992 | 140.000 | 120.000 | 1.166.667,00 | 237.274 | 1.977.283,00 | 1.000.000 |
| 1993 | 75.000 | 120.000 | 625.000,00 | 251.492 | 2.095.767,00 | 1.000.000 |
| 1994 | 86.700 | 949.208.333 ** | 83,73 | 288.968 | 304,43 | 8.195 |
| 1995 | 137.900 | 1.035.500.000 | 133,10 | 459.431 | 443,68 | 8.300 |
| 1996 | 70.400 | 1.035.500.000 | 151,40 | 521.685 | 503,80 | 6.500 |

Sumber: Lampiran 1 dan Prospektus perusahaan

Keterangan: * = dalam jutaan rupiah

**

= jumlah saham pada tahun 1994 adalah jumlah saham rata-rata tertimbang yang dihitung dengan asumsi 10 bulan pertama tahun 1994

dihitung berdasarkan 931.950.000 saham dan penjualan saham untuk masyarakat akan dilakukan pada akhir bulan Oktober 1994, maka dua bulan berikutnya
dihitung berdasarkan 1.035.500.000 saham sehingga rata-rata tertimbang menjadi:
 $(10/12 \times 931.950.000) + (2/12 \times 1.035.500.000) = 949.208.333$

PERHITUNGAN *DIVIDEN PER SHARE* DAN *EARNING PER SHARE* PT INDOSAT

| TAHUN | DIVIDEN * | JUMLAH SAHAM BEREDAR | DPS | LABA BERSIH* | EPS | HARGA SAHAM |
|-------|-----------|----------------------|-----------|--------------|------------|-------------|
| 1992 | 49.500 | 2.000.000 | 24.750,00 | 302.788 | 151.394,00 | 1.000.000 |
| 1993 | 85.000 | 2.000.000 | 42.500,00 | 500.978 | 250.489,00 | 1.000.000 |
| 1994 | 127.434 | 2.000.000 | 63.717,00 | 794.550 | 397.275,00 | 1.000.000 |
| 1995 | 120.136 | 9.066.544.633 ** | 24,28 | 906.882 | 100,03 | 3.000 |
| 1996 | 384.994 | 9.333.333.000 | 41,25 | 1.503.276 | 161,07 | 4.075 |
| 1997 | 452.445 | 9.333.333.000 | 48,47 | 1.152.100 | 123,44 | 2.925 |

Sumber: Lampiran 1 dan Prospektus perusahaan

Keterangan: * = dalam jutaan rupiah

**

= jumlah saham pada tahun 1996 adalah jumlah saham rata-rata tertimbang yang dihitung dengan asumsi 313 hari pertama tahun 1996

dihitung berdasarkan 8.400.000.000 saham dan penjualan saham untuk masyarakat akan dilakukan pada pertengahan bulan Desember 1996, sehingga 52 hari terakhir tahun 1995 dihitung berdasarkan 9.333.333.000 saham sehingga rata-rata tertimbang menjadi:
 $(313/365 \times 8.400.000.000) + (52/365 \times 9.333.333.000) = 8.632.967.989$

Lampiran 4 : Perhitungan *Floatation Cost* Perusahaan Sampel

| PT INDOSAT | Biaya Emisi Saham Baru Ditanggungkan (1) | Jumlah lembar saham beredar (2) | Biaya Emisi per lembar saham (3)=(1)/(2) | Harga Saham (4) | <i>Floatation Cost</i> (5)=(3)/(4) |
|---------------|---|--|---|-----------------------|---|
| 1994 | 33.673.000.000 | 949.208.333 | 32,52 | 8.195 | 0,00397 |
| 1995 | 26.700.000.000 | 1.035.500.000 | 25,78 | 8.300 | 0,00311 |
| 1996 | 19.700.000.000 | 1.035.500.000 | 19,02 | 6.500 | 0,00293 |
| Rata-rata | - | - | - | 7.665 | 0,00334 |

Sumber : Lampiran 1a, Prospektus PT Indosat

Rata-rata Dividen per Share (DPS) PT INDOSAT:

$$\begin{aligned} \text{Sebelum IPO: Do} &= \frac{1.083.333 + 1.166.667 + 625.000}{3} \\ &= 958.333 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Sesudah IPO: Do} &= \frac{83,73 + 133,10 + 151,40}{3} \\ &= 122,74 \end{aligned}$$

| PT TELKOM | Biaya Emisi Saham Baru Ditanggungkan (1) | Jumlah lembar saham beredar (2) | Biaya Emisi per lembar saham (3)=(1)/(2) | Harga Saham (4) | <i>Floatation Cost</i> (5)=(3)/(4) |
|-----------|---|--|---|-----------------------|---|
| 1995 | 129.933.000.000 | 9.066.544.633 | 14,33 | 3.000 | 0,00478 |
| 1996 | 103.050.000.000 | 9.333.333.000 | 11,04 | 4.075 | 0,00271 |
| 1997 | 76.167.000.000 | 9.333.333.000 | 8,16 | 2.925 | 0,00313 |
| Rata-rata | - | - | - | 3.333 | 0,00354 |

Sumber : Lampiran 1b, Prospektus PT Telkom

Rata-rata Dividen per Share (DPS) PT TELKOM:

$$\begin{aligned} \text{Sebelum IPO: Do} &= \frac{30.525 + 42.500 + 63.717}{3} \\ &= 45.581 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Sesudah IPO: Do} &= \frac{24,28 + 41,25 + 48,47}{3} \\ &= 38,0 \end{aligned}$$

Lampiran 5 : Iktisrar Data Keuangan PT INDOSAT

IKHTISAR DATA KEUANGAN PT. INDOSAT
(Dalam jutaan Rupiah)

| DATA KEUANGAN | SEBELUM IPO | | | SESUDAH IPO | | |
|---------------------------|-------------|---------|---------|-------------|-----------|-----------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
| Kas | 1.220 | 1.415 | 1.774 | 1.550 | 8.034 | 42.744 |
| Investasi jangka Pendek | 93.531 | 54.726 | 90.415 | 804.713 | 789.159 | 665.717 |
| Pinutang Lancar | 183.222 | 264.292 | 213.296 | 230.702 | 353.511 | 444.381 |
| Total Aktiva | 534.886 | 690.390 | 789.128 | 1.629.026 | 2.003.156 | 2.843.927 |
| Hutang Lancar | 57.388 | 132.345 | 120.846 | 104.611 | 182.743 | 240.843 |
| Hutang Jangka Panjang | 13.925 | 32.168 | 49.398 | 44.200 | 50.266 | 41.174 |
| Total Hutang | 71.313 | 164.513 | 170.244 | 148.811 | 213.009 | 282.017 |
| Modal Saham | 120.000 | 120.000 | 120.000 | 517.750 | 517.750 | 517.750 |
| Laba Dirahan | 343.573 | 405.877 | 498.884 | 289.390 | 459.853 | 975.492 |
| Total Modal Sendiri | 463.573 | 525.877 | 618.884 | 1.480.215 | 1.786.682 | 2.557.423 |
| Pendapatan Usaha | 573.211 | 690.971 | 765.185 | 909.251 | 1.044.895 | 1.224.394 |
| Biaya Operasi | 293.921 | 351.619 | 407.037 | 516.813 | 545.401 | 636.094 |
| EBIT | 279.290 | 339.352 | 364.148 | 392.438 | 499.494 | 588.300 |
| Beban Bunga | 2.378 | 2.926 | 4.693 | 6.215 | 7.230 | 7.999 |
| Pajak | 106.151 | 129.522 | 135.355 | 140.433 | 148.414 | 183.244 |
| Laba Bersih (EAT) | 208.547 | 237.274 | 251.492 | 288.968 | 459.431 | 521.685 |
| Harga Saham | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,008195 | 0,0063 | 0,0065 |
| Jumlah Saham Biasa | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 4.000 | 4.000 | 4.000 |
| Jumlah Saham Prioritas | 0,12 | 0,12 | 0,12 | 949,208333 | 1.035,50 | 1.035,50 |
| Jumlah Saham Yang Beredar | | | | | | |

Sumber : Prospektus PT INDOSAT

Lampiran 6 : Ikhtisar Data Keuangan PT TELKOM

IKHTISAR DATA KEUANGAN PT. TELKOM INDONESIA
(Dalam jutaan Rupiah)

| DATA KEUANGAN | SEBELUM IPO | | | SESUDAH IPO | | |
|---------------------------|-------------|-----------|------------|--------------|------------|------------|
| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
| Kas | 157.577 | 232.577 | 237.858 | 760.356 | 1.220.652 | 758.912 |
| Investasi Jangka Pendek | 524.980 | 557.949 | 613.691 | 1.330.427 | 9.318 | 342.096 |
| Piutang Lancar | 359.320 | 455.604 | 580.046 | 767.419 | 716.735 | 810.678 |
| Total Aktiva | 7.883.579 | 9.220.020 | 11.816.377 | 15.915.210 | 17.783.199 | 19.967.367 |
| Hutang Lancar | 1.363.756 | 1.604.982 | 1.723.696 | 1.981.334 | 2.129.019 | 2.369.959 |
| Hutang Jangka Panjang | 2.240.378 | 2.776.932 | 3.300.466 | 4.088.053 | 4.424.186 | 5.636.673 |
| Total Hutang | 4.560.340 | 5.411.341 | 7.297.222 | 8.460.457 | 8.916.210 | 10.328.904 |
| Modal Saham | 2.000.000 | 2.000.000 | 2.000.000 | 4.666.667 | 4.666.667 | 4.666.667 |
| Labanya Ditahan | 1.159.194 | 1.590.758 | 2.290.308 | 1.086.059 | 2.360.855 | 3.105.431 |
| Total Modal Sendiri | 3.323.239 | 3.806.679 | 4.519.155 | 7.391.930 | 8.866.989 | 9.638.463 |
| Pendapatan Usaha | 2.425.862 | 3.072.184 | 4.043.436 | 5.105.069 | 5.075.799 | 5.909.026 |
| Biaya Operasi | 1.773.693 | 2.164.365 | 2.739.760 | 3.714.833 | 2.926.737 | 3.382.623 |
| EBIT | 648.169 | 907.819 | 1.303.676 | 1.390.236 | 2.149.062 | 2.526.403 |
| Beban Bunga | 231.019 | 238.447 | 270.698 | 318.879 | 452.089 | 523.535 |
| Pajak | 190.919 | 298.876 | 351.012 | 381.892 | 569.113 | 469.867 |
| Labanya Bersih (EAT) | 302.786 | 500.978 | 794.550 | 906.882 | 1.503.276 | 1.152.100 |
| Harga Saham | 8.000 | 8.000 | 8.000 | 0,003000 | 0,004075 | 0,002925 |
| Jumlah Saham Biasa | 8.400 | 8.400 | 8.400 | 40.000 | 40.000 | 40.000 |
| Jumlah Saham Prioritas | 2.000 | 2.000 | 2.000 | 8.532,967989 | 9.333,333 | 9.333,333 |
| Jumlah Saham Yang Beredar | | | | | | |

Sumber : Prospektus PT TELKOM

Lampiran 7 : Perhitungan Rasio Keuangan PT INDOSAT dan PT TEIKOM

PERHITUNGAN RASIO KEUANGAN PT. INDOSAT

| RASIO | SEBELUM | | | | | SESUDAH | | RATA-RATA SEBELUM | RATA-RATA SESUDAH |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------------|----------------------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | | |
| Cash Ratio | 4.843747822 | 2.421194605 | 2.527886732 | 9.912580895 | 7.070681996 | 4.786695067 | 3.264276386 | 7.256652652 | |
| Debt to Equity Ratio | 0.153833377 | 0.312835511 | 0.275062245 | 0.100533368 | 0.119220432 | 0.110273897 | 0.247250378 | 0.110009232 | |
| Time Interest Earned Ratio | 117.4474348 | 115.9781271 | 77.5938632 | 63.14368463 | 69.08630705 | 73.54669334 | 103.6731417 | 68.59222834 | |
| Total Assets Turn Over | 1.071650782 | 1.000841553 | 0.969658915 | 0.558156223 | 0.521624377 | 0.430529335 | 1.014050417 | 0.503436645 | |
| Return on Investment | 0.389890556 | 0.343681108 | 0.31869608 | 0.177388978 | 0.22935358 | 0.183438253 | 0.350755915 | 0.19672627 | |
| Earning per Share | 1737891.667 | 1977283.333 | 2095766.667 | 304.4305343 | 443.6803477 | 503.8000968 | 1936980.556 | 417.3036595 | |
| Return on Equity | 0.449868737 | 0.451196763 | 0.406363713 | 0.195220289 | 0.25714201 | 0.203988546 | 0.435809737 | 0.218783615 | |
| Net Worth to Total Liabilities | 6.500539874 | 3.196568052 | 3.635276427 | 9.946946126 | 8.387823989 | 9.068329214 | 4.444128118 | 9.134366443 | |

PERHITUNGAN RASIO KEUANGAN PT. TEIKOM INDONESIA

| RASIO | SEBELUM | | | | | SESUDAH | | RATA-RATA SEBELUM | RATA-RATA SESUDAH |
|--------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|----------------------|----------------------|
| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | | | |
| Cash Ratio | 0.763976107 | 0.776413692 | 0.830537983 | 1.442564454 | 0.914367133 | 0.80663252 | 0.790309261 | 1.054521369 | |
| Debt to Equity Ratio | 1.372257608 | 1.421538564 | 1.614731515 | 1.144553182 | 1.005551039 | 1.071633932 | 1.469509229 | 1.073912717 | |
| Time Interest Earned Ratio | 2.805695635 | 3.807215021 | 4.815979431 | 4.359760285 | 4.753625945 | 4.825662086 | 3.809630029 | 4.646349439 | |
| Total Assets Turn Over | 0.307710749 | 0.333207954 | 0.34218915 | 0.320766675 | 0.285426655 | 0.295934161 | 0.327702618 | 0.300709164 | |
| Return on Investment | 0.038407429 | 0.054335891 | 0.067241423 | 0.056982094 | 0.084533497 | 0.057699145 | 0.053328247 | 0.066404912 | |
| Earning per Share | 151.394 | 250.489 | 397.275 | 106.2797846 | 161.0652915 | 123.4392901 | 266.386 | 130.2614554 | |
| Return on Equity | 0.091112315 | 0.131605003 | 0.175818267 | 0.122685415 | 0.169536243 | 0.119531506 | 0.132845195 | 0.137251055 | |
| Net Worth to Total Liabilities | 0.728726146 | 0.703463153 | 0.6192928001 | 0.873703395 | 0.9944779605 | 0.933154476 | 0.683829101 | 0.933779159 | |

Lanjutan Lampiran 7

RATA-RATA RASIO KEUANGAN

| RASIO | TOTAL | | RATA-RATA | | % SEBELUM | | % SESUDAH | |
|--------------------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|--|
| | SEBELUM | SESUDAH | SEBELUM | SESUDAH | | | | |
| Cash Ratio | 4,054585647 | 8,3111174022 | 2,027292824 | 4,155587011 | 202,7292824 | 415,5587011 | | |
| Debt to Equity Ratio | 1,716759607 | 1,18392195 | 0,858379803 | 0,591960975 | 85,83798033 | 59,19609749 | | |
| Time Interest Earned Ratio | 107,4827717 | 73,23857778 | 53,74138587 | 36,61928889 | 5374,138587 | 3661,928889 | | |
| Total Assets Turn Over | 1,341753034 | 0,804145809 | 0,670876517 | 0,402072904 | 67,08765171 | 40,20729044 | | |
| Return on Investment | 0,404084162 | 0,263131183 | 0,202042081 | 0,131565591 | 20,2042081 | 13,15655913 | | |
| Earning per Share | 1937246,942 | 547,5651149 | 968623,4708 | 273,7825575 | 96862347,08 | 27378,25575 | | |
| Return on Equity | 0,568854932 | 0,35603467 | 0,284327466 | 0,178017335 | 28,43274662 | 17,80173348 | | |
| Net Worth to Total Liabilities | 5,127957218 | 10,0881456 | 2,563978609 | 5,034072801 | 256,3978609 | 503,4072801 | | |

Sumber : Lampiran 1, 2, dan 3 diolah

Lampiran 8 : Rasio Keuangan Gabungan Perusahaan Sarpel

| RASIO | SEBELUM | | | SESUDAH | | |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | Th. I | Th. II | Th. III | Th. I | Th. II | Th. III |
| Cash Ratio | 2,803862 | 1,5988041 | 1,6792124 | 5,6775727 | 3,9925246 | 2,7966638 |
| Debt to Equity Ratio | 0,7630455 | 0,867187 | 0,9449069 | 0,6225433 | 0,5623857 | 0,5909539 |
| Time Interest Earned Ratio | 60,126565 | 59,892671 | 41,204921 | 33,751722 | 36,919966 | 39,186176 |
| Total Assets Turn Over | 0,6896808 | 0,6670248 | 0,655924 | 0,4394614 | 0,4035255 | 0,3632317 |
| Return on Investment | 0,214149 | 0,1990085 | 0,1929688 | 0,1171845 | 0,1569435 | 0,1205687 |
| Earning per Share | 869021,53 | 986766,91 | 1048082 | 205,35516 | 302,37282 | 313,61969 |
| Return on Equity | 0,2704905 | 0,2914009 | 0,291091 | 0,1589529 | 0,2133391 | 0,16176 |
| Net Worth to Total Liabilities | 3,614633 | 1,9500156 | 2,1272872 | 5,4103248 | 4,6911518 | 5,0007418 |

RASIO KEUANGAN GABUNGAN
(Dalam Persen)

| RASIO (%) | SEBELUM | | | SESUDAH | | |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | Th. I | Th. II | Th. III | Th. I | Th. II | Th. III |
| Cash Ratio | 280,3862 | 159,88041 | 167,92124 | 567,75727 | 399,25246 | 279,66638 |
| Debt to Equity Ratio | 76,304549 | 86,718704 | 94,490688 | 62,254328 | 56,238574 | 59,095391 |
| Time Interest Earned Ratio | 6012,6565 | 5989,2671 | 4120,4921 | 3375,1722 | 3691,9966 | 3918,6178 |
| Total Assets Turn Over | 68,968077 | 66,702475 | 65,592403 | 43,946145 | 40,352552 | 36,323175 |
| Return on Investment | 21,414899 | 19,90085 | 19,296875 | 11,718454 | 15,694354 | 12,05687 |
| Earning per Share | 86902153 | 98876691 | 104808197 | 20535,516 | 30237,282 | 31361,969 |
| Return on Equity | 27,049053 | 29,140088 | 29,109089 | 15,895285 | 21,333913 | 16,176003 |
| Net Worth to Total Liabilities | 361,4633 | 195,00156 | 212,72872 | 541,03248 | 469,11518 | 500,07418 |

Sumber : Lampiran 7 diolah

Lampiran 9 : Uji t Sampel Berpasangan (Output Program SPSS for Windows)

Paired Samples Statistics

| | | Mean | N | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|--------|--------|-----------|---|----------------|-----------------|
| Pair 1 | X1_SBL | 202,7293 | 3 | 67,3729 | 38,8978 |
| | X1_SSD | 415,5587 | 3 | 144,7380 | 83,5634 |
| Pair 2 | X2_SBL | 85,8380 | 3 | 9,1250 | 5,2683 |
| | X2_SSD | 59,1961 | 3 | 3,0091 | 1,7373 |
| Pair 3 | X3_SBL | 5374,1386 | 3 | 1085,7527 | 626,8586 |
| | X3_SSD | 3681,9289 | 3 | 272,9676 | 157,5979 |
| Pair 4 | X4_SBL | 67,0877 | 3 | 1,7205 | ,9933 |
| | X4_SSD | 40,2073 | 3 | 3,8138 | 2,2018 |
| Pair 5 | X5_SBL | 20,2042 | 3 | 1,0911 | ,8300 |
| | X5_SSD | 13,1566 | 3 | 2,2043 | 1,2727 |
| Pair 6 | X6_SBL | 9,7E+07 | 3 | 9121392 | 5266238 |
| | X6_SSD | 27378,26 | 3 | 5952,8084 | 3436,7400 |
| Pair 7 | X7_SBL | 28,4327 | 3 | 1,1964 | ,6919 |
| | X7_SSD | 17,8017 | 3 | 3,0622 | 1,7679 |
| Pair 8 | X8_SBL | 258,3979 | 3 | 91,4200 | 52,7814 |
| | X8_SSD | 503,4073 | 3 | 38,0743 | 20,8275 |

Paired Samples Correlations

| | | N | Correlation | Sig. |
|--------|--------------------|---|-------------|------|
| Pair 1 | X1_SBL & X1_SSD | 3 | ,884 | ,309 |
| Pair 2 | X2_SBL & X2_SSD | 3 | -,594 | ,585 |
| Pair 3 | X3_SBL & X3_SSD | 3 | -,821 | ,387 |
| Pair 4 | X4_SBL & X4_SSD | 3 | ,974 | ,145 |
| Pair 5 | X5_SBL & X5_SSD | 3 | -,315 | ,796 |
| Pair 6 | X6_SBL & X6_SSD | 3 | ,972 | ,151 |
| Pair 7 | X7_SBL & X7_SSD | 3 | ,550 | ,629 |
| Pair 8 | X8_SBL & X8_SSD | 3 | ,941 | ,221 |

Lanjutan Lampiran 9

Paired Samples Test

| | Paired Differences | | | | | | t | df | Sig. (2-tailed) |
|--------|--------------------------------|----------------|-----------------|---|-----------|--------|---|------|--------------------|
| | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference | | | | | |
| | | | | Lower | Upper | | | | |
| Pair 1 | X1_SBL. X1_SSD -212,8294 | 80,7717 | 62,4071 | -439,3188 | 12,0900 | -4,081 | 2 | ,006 | |
| Pair 2 | X2_SBL. X2_SSD 20,8410 | 11,1782 | 0,4637 | -1,1203 | 54,4104 | 4,128 | 2 | ,054 | |
| Pair 3 | X3_SBL. X3_SSD 1712,2097 | 1319,0038 | 701,5272 | -1594,36 | 4088,7987 | 2,248 | 2 | ,154 | |
| Pair 4 | X4_SBL. X4_SSD 20,8804 | 2,1728 | 1,2044 | 21,4820 | 32,2778 | 21,428 | 2 | ,002 | |
| Pair 5 | X5_SBL. X5_SSD 7,0476 | 2,7900 | 1,5877 | 2,162 | 13,8781 | 4,439 | 2 | ,047 | |
| Pair 6 | X6_SBL. X6_SSD 9,7E+07 | 9116906 | 6202897 | 7,4E+07 | 1,2E+08 | 19,400 | 2 | ,003 | |
| Pair 7 | X7_SBL. X7_SSD 10,0310 | 2,0031 | 1,5020 | 4,1845 | 17,0975 | 7,074 | 2 | ,018 | |
| Pair 8 | X8_SBL. X8_SSD -247,0004 | 68,7786 | 33,0368 | -303,0233 | -100,9000 | -7,270 | 2 | ,018 | |

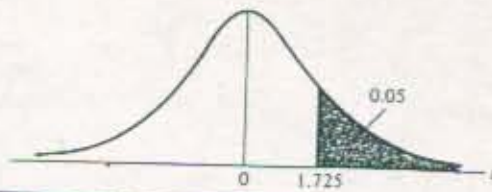
TABLE B-2
Percentage points of the *t* distribution

Example

$Pr(t > 2.086) = 0.025$

$Pr(t > 1.725) = 0.05$ for $df = 20$

$Pr(|t| > 1.725) = 0.10$



| Pr df | 0.25 0.50 | 0.10 0.20 | 0.05 0.10 | 0.025 0.05 | 0.01 0.02 | 0.005 0.010 | 0.001 0.002 |
|----------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|----------------|----------------|
| 1 | 1.000 | 3.078 | 6.314 | 12.706 | 31.821 | 63.657 | 318.31 |
| 2 | 0.816 | 1.886 | 2.920 | 4.303 | 6.965 | 9.925 | 22.327 |
| 3 | 0.765 | 1.638 | 2.353 | 3.182 | 4.541 | 5.841 | 10.214 |
| 4 | 0.741 | 1.533 | 2.132 | 2.776 | 3.747 | 4.604 | 7.173 |
| 5 | 0.727 | 1.476 | 2.015 | 2.571 | 3.365 | 4.032 | 5.893 |
| 6 | 0.718 | 1.440 | 1.943 | 2.447 | 3.143 | 3.707 | 5.208 |
| 7 | 0.711 | 1.415 | 1.895 | 2.365 | 2.998 | 3.499 | 4.785 |
| 8 | 0.706 | 1.397 | 1.860 | 2.306 | 2.896 | 3.355 | 4.501 |
| 9 | 0.703 | 1.387 | 1.833 | 2.262 | 2.821 | 3.250 | 4.297 |
| 10 | 0.700 | 1.377 | 1.812 | 2.228 | 2.764 | 3.169 | 4.144 |
| 11 | 0.697 | 1.367 | 1.796 | 2.201 | 2.718 | 3.106 | 4.025 |
| 12 | 0.695 | 1.356 | 1.782 | 2.179 | 2.681 | 3.055 | 3.930 |
| 13 | 0.694 | 1.350 | 1.771 | 2.160 | 2.650 | 3.012 | 3.852 |
| 14 | 0.692 | 1.345 | 1.761 | 2.145 | 2.624 | 2.977 | 3.787 |
| 15 | 0.691 | 1.341 | 1.753 | 2.131 | 2.602 | 2.947 | 3.733 |
| 16 | 0.690 | 1.337 | 1.746 | 2.120 | 2.583 | 2.921 | 3.686 |
| 17 | 0.689 | 1.333 | 1.740 | 2.110 | 2.567 | 2.898 | 3.646 |
| 18 | 0.688 | 1.330 | 1.734 | 2.101 | 2.552 | 2.878 | 3.610 |
| 19 | 0.688 | 1.328 | 1.729 | 2.093 | 2.539 | 2.861 | 3.579 |
| 20 | 0.687 | 1.325 | 1.725 | 2.086 | 2.528 | 2.845 | 3.552 |
| 21 | 0.686 | 1.323 | 1.721 | 2.080 | 2.518 | 2.831 | 3.527 |
| 22 | 0.686 | 1.321 | 1.717 | 2.074 | 2.508 | 2.819 | 3.505 |
| 23 | 0.685 | 1.319 | 1.714 | 2.069 | 2.500 | 2.807 | 3.485 |
| 24 | 0.685 | 1.318 | 1.711 | 2.064 | 2.492 | 2.797 | 3.467 |
| 25 | 0.684 | 1.316 | 1.708 | 2.060 | 2.485 | 2.787 | 3.450 |
| 26 | 0.684 | 1.315 | 1.706 | 2.056 | 2.479 | 2.779 | 3.435 |
| 27 | 0.684 | 1.314 | 1.703 | 2.052 | 2.473 | 2.771 | 3.421 |
| 28 | 0.683 | 1.313 | 1.701 | 2.048 | 2.467 | 2.763 | 3.408 |
| 29 | 0.683 | 1.311 | 1.699 | 2.045 | 2.462 | 2.756 | 3.396 |
| 30 | 0.683 | 1.310 | 1.697 | 2.042 | 2.457 | 2.750 | 3.385 |
| 40 | 0.681 | 1.303 | 1.684 | 2.021 | 2.423 | 2.704 | 3.307 |
| 60 | 0.679 | 1.296 | 1.671 | 2.000 | 2.390 | 2.660 | 3.232 |
| 120 | 0.677 | 1.289 | 1.658 | 1.980 | 2.358 | 2.167 | 3.160 |
| ∞ | 0.674 | 1.282 | 1.645 | 1.960 | 2.326 | 2.576 | 3.090 |

Note: The smaller probability shown at the head of each column is the area in one tail; the larger probability is the area in both tails.

Source: From E. S. Pearson and H. O. Hartley, eds., *Biometrika Tables for Statisticians*, vol. 1, 3d ed., table 12, Cambridge University Press, New York, 1966. Reproduced by permission of the editors and trustees of *Biometrika*.

