

-WORK MEASUREMENTS

- F. ADLN Peroutakapn Universitas Airlangga

TESIS

**PENGARUH KINERJA PERUSAHAAN TERHADAP
PENDAPATAN SAHAM BADAN USAHA MILIK NEGARA
YANG DIPRIVATISASI DI BEJ**

KKR
KK-2
TE 52/07

Maw
P



IMRON MAWARDI

**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2005**



**PENGARUH KINERJA PERUSAHAAN TERHADAP
PENDAPATAN SAHAM BADAN USAHA MILIK NEGARA
YANG DIPRIVATISASI DI BEJ**

TESIS

Untuk memperoleh Gelar Magister
dalam Program Studi Ilmu Manajemen
pada Program Pascasarjana Universitas Airlangga

Oleh:

IMRON MAWARDI
NIM 090114374/M

**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2005**

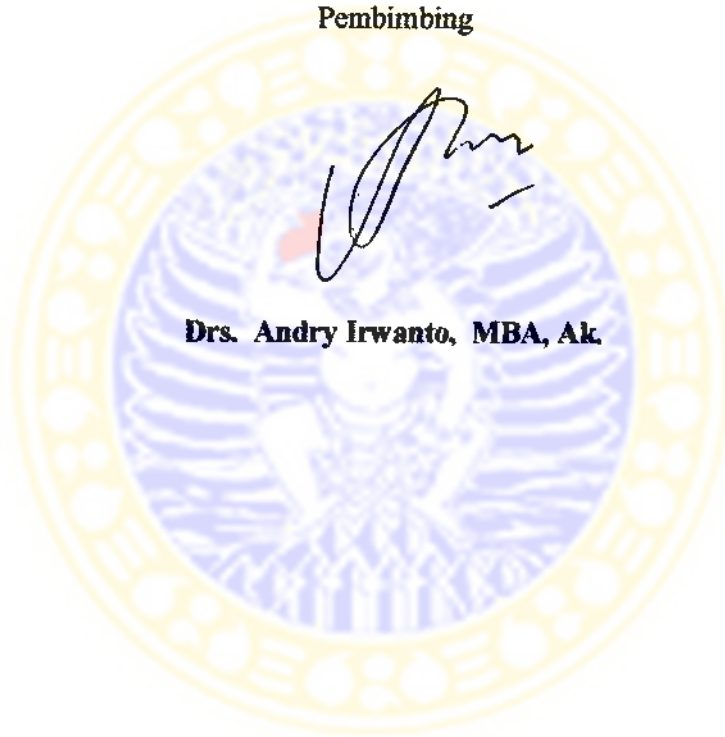
ii

Lembar pengesahan

**TESIS INI TELAH DISETUJUI
TANGGAL 31 DESEMBER 2005**

Oleh

Pembimbing



Drs. Andry Irwanto, MBA, Ak.

Telah diuji pada
Tanggal 29 Desember 2005
PANITIA PENGUJI TESIS

Ketua : Drs. Andry Irwanto, MBA, Ak.
Anggota : 1. Dr. M. Syamsul SE, MSi
2. Prof. Dr. Setyaningsih, MSi
3. Drs. I Made Sudana, MSi
4. Nartyan Adhana, SE, MBA



UCAPAN TERIMA KASIH

Pertama-tama saya panjatkan puji syukur ke hadirat Allah SWT yang telah melimpahkan karunia dan rahmatnya, sehingga saya bisa menyelesaikan tesis ini dengan baik.

Terima kasih yang tak terhingga dan penghargaan yang setinggi-tingginya saya sampaikan kepada Bapak Drs. Andry Irwanto, MBA., Ak. Pembimbing saya dalam penyusunan tesis ini, yang dengan penuh perhatian telah memberikan bimbingan, dorongan, saran, dan bantuan, sehingga tesis ini bisa saya selesaikan.

Dengan selesainya tesis ini, perkenankan saya mengucapkan terima kasih kepada:

Rektor Universitas Airlangga Prof. Dr. Puruhito atas kesempatan dan fasilitas yang diberikan sehingga saya bisa mengikuti dan menyelesaikan pendidikan program magister.

Direktur Pascasarjana Universitas Airlangga Prof. Dr. Dr. H. Muh. Amin, yang telah memberi kesempatan kepada saya untuk mengikuti pendidikan di program Studi Ilmu Manajemen Program Pascasarjana Universitas Airlangga dengan konsentrasi pada manajemen keuangan.

Bpk. Dr. Sri Gunawan M.Com, Ketua Program Studi Ilmu Manajemen Program Pascasarjana Universitas Airlangga atas semangat dan bantuannya, juga para stafnya, Mas Puji, Riska, Susi, yang dengan telaten mendorong dan membantu saya untuk segera menyelesaikan tesis ini.

Bpk Dahlan Iskan, CEO Jawa Pos, dan Arief Affandi, mantan Pemimpin Redaksi Jawa Pos, yang telah mengizinkan saya mengikuti pendidikan magister di Universitas Airlangga sambil tetap bekerja di Jawa Pos.

Muhammad Nafik, SE, MSi, dosen Universitas Airlangga, yang banyak memberi masukan dan bantuan dalam penyusunan tesis ini.

Direktur PT Millennium Sekuritas dan stafnya, Sdr. Yuni, Arcadius Joko, dan Amar, yang banyak mengkopi data-data untuk keperluan tesis ini.

Direktur PT Trimegah Securities, Direktur Bursa Efek Jakarta, Disrektor Bursa Efek Surabaya, yang telah mengizinkan saya mengambil data-data untuk keperluan penyusunan tesis ini.

Ibu saya, Rukilah, dan Ibu mertua saya, Sri Mulyati, yang terus mendorong saya untuk menyelesaikan tesis ini.

Istri saya, Guningtyas Kurniawati STP, anak-anak saya, Reyhana Khansa Mawardi, Rafi Aufa Mawardi, dan Nayla Rahma Mawardi, yang mengizinkan waktunya tersita untuk mengikuti pendidikan magister dan penyusunan tesis ini.

Kawan-kawan dari berbagai kalangan yang telah membantu baik secara materiil maupun nonmateriil, yang tidak bisa saya sebutkan satu per satu.

Tesis ini masih jauh dari sempurna, karena itu kritik dan saran sangat saya harapkan untuk keperluan penyusunan karya tulis ilmiah di masa-masa yang akan datang.

Terima kasih.

Surabaya, 17 Desember 2005

Penulis

RINGKASAN

Privatisasi Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dari sudut pandang makro adalah untuk mengurangi campur tangan pemerintah dalam sektor swasta dan memenuhi kebutuhan anggaran Negara. Secara mikro, diharapkan privatisasi akan membawa efisiensi dan peningkatan kinerja pada BUMN-BUMN yang diprivatisasi. Hal itu dalam jangka panjang juga akan membawa peningkatan pendapatan negara dari sektor pajak dan dividend.

Privatisasi itu bisa dilakukan dengan dua cara, yaitu *strategic sales* dan melalui *initial public offering (IPO)* di pasar modal. Privatisasi dengan cara melakukan penawaran saham kepada publik lewat pasar modal dipandang akan memberi masa depan yang lebih baik, karena BUMN yang diprivatisasi akan diawasi secara ketat oleh publik.

Privatisasi diyakini akan meningkatkan kinerja perusahaan, seperti yang terjadi di hampir semua negara di dunia. Pada akhirnya kinerja yang baik akan membuat kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan meningkat dan terefleksikan oleh kenaikan harga sahamnya di pasar sekunder. Dengan demikian, kinerja perusahaan akan mempengaruhi harga saham di pasar sekunder seperti Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Ada banyak ukuran untuk menilai kinerja perusahaan, tergantung yang memerlukannya, yaitu pemegang saham (investor), manajemen, dan pemberi pinjaman (kreditor). Kinerja yang akan mempengaruhi pendapatan saham adalah kinerja yang sangat diperhatikan oleh pemegang saham. Pada penelitian ini, ada lima indikator kinerja yang akan dinilai banyak mempengaruhi pendapatan saham BUMN di BEJ, yaitu: *Return On Equity (ROE)*, *Earning Per Share (EPS)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Sales to Asset Ratio*, dan *Operating Profit Margin (OPM)*.

Penelitian ini meneliti apakah kinerja perusahaan yang diukur dengan rasio-rasio yang terdiri dari: *Return on Equity (ROE)*, *Earning Per Share (EPS)*, *Debt to Equity (DER)*, *Sales to Total Capital* dan *Operating Profit Margin (OPM)* berpengaruh terhadap pendapatan saham Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang diprivatisasi di Bursa Efek Jakarta (BEJ). BUMN yang menjadi populasi penelitian ini adalah BUMN non-keuangan yang telah listing di BEJ sejak 1997.

Pendekatan untuk menjawab permasalahan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif dengan model regresi linier berganda. Penelitian eksplanatori digunakan untuk mencari dan menjelaskan hubungan kausal antara variabel melalui pengujian hipotesis.

Hasil penelitian yang diperoleh adalah: (1) Kinerja perusahaan yang diukur dengan *Return on Equity (ROE)*, *Earning Per Share (EPS)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Sales to Total Capital* dan *Operating Profit Margin (OPM)* secara simultan mempunyai pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham Badan Usaha Milik Negara yang diprivatisasi di Bursa Efek Jakarta. (2) Kinerja perusahaan yang diukur dengan *earning per share (EPS)* secara parsial memiliki pengaruh yang bermakna terhadap pendapatan saham BUMN di BEJ, sedangkan *Return on Equity (ROE)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Sales to Asset Ratio*, dan *Operating Profit Margin (OPM)* secara parsial memiliki pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham BUMN di BEJ.

ABSTRACT

This study analyzes the influence of State-Owned Enterprises' (SOEs) performance to stock return after privatization in Jakarta Stock Exchange (JSE). The performance's measures are: Return on Equity (ROE), Earning Per Share (EPS), Debt to Equity Ratio (DER), Sales to Assets Ratio, and Operating Profit Margin (OPM).

The population of this study are non finance State-Owned Enterprises listed in Jakarta Stock Exchange since 1997 until April 30th 2005. This study use multiple regression linear and explanatory research to examine the relations of variables.

The study indicated that: (1) simultaneously enterprises' performance indicated the Return on Equity (ROE), Earning Per Share (EPS), Debt to Equity Ratio (DER), Sales to Assets Ratio, and Operating Profit Margin (OPM) not significantly change stock return's of SOEs, (2) partially enterprises' performance indicated Earning Per Share (EPS) significantly change stock's return, while Return on Equity (ROE), Debt to Equity Ratio (DER), Sales to Assets Ratio, and Operating Profit Margin (OPM) not significantly change stock return's of SOEs

Keywords: earning per share, performance's measures, state own-enterprises.



DAFTAR ISI

	Halaman
Sampul	i
Prasyarat gelar	ii
Persetujuan	iii
Penetapan Panitia Penuji	iv
Ucapan Terima Kasih.....	v
Ringkasan.....	vii
Abstraksi.....	viii
Daftar Isi	ix
Daftar Gambar	xi
Daftar Tabel	xii
Daftar Lampiran.....	xiii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Permasalahan.....	3
1.3 Tujuan Penelitian	3
1.4 Manfaat Penelitian	4
BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....	5
2.1. Penelitian Terdahulu.....	5
2.2 Landasan Teori.....	8
2.2.1 Kinerja Keuangan Perusahaan.....	8
2.2.2 Rasio Keuangan	9
2.2.3 Investasi Saham	11
2.2.3.1 Pengertian Ivestasi Dalam Bentuk Saham	11
2.2.3.2 Pendapatan Saham	13
2.2.3.3 Resiko Investasi Saham	16
2.2.3.4 Nilai Saham dan Harga Saham	17
2.2.3.5 Indeks Harga Saham	18
2.2.4 Variabel Potensial mempengaruhi Harga Saham	18
2.2.4.1 Informasi Fundamental Internal Perusahaan	19
2.2.4.2 Hubungan Antara Harga Saham dan Laba per Saham..	20
2.2.4.3 Hubungan Antara Harga Saham dan Tingkat Pengembalian	21
2.2.4.4 Hubungan Antara Harga Saham dan Rasio Utang Ekuitas	21
2.2.4.5 Hubungan Antara Harga Saham dan Nilai Penjualan...	22
2.2.4.6 Hubungan Antara Harga Saham dan Laba Operasi.....	23
2.2.5 Informasi Fundamental Eksternal Perusahaan	24
BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS...	25
3.1. Kerangka Konseptual	25
3.2. Hipotesis	26

BAB IV	METODE PENELITIAN.....	27
4.1	Pendekatan Penelitian.....	27
4.2	Identifikasi Variabel	27
4.3	Definisi Operasional	28
4.4	Jenis, Sumber Data, dan Populasi.....	31
4.5	Prosedur Pengumpulan Data.....	31
4.6	Model dan Teknik Analisis	32
4.6.1	Model Analisis	32
4.6.2	Teknik Analisis	32
4.7	Uji Gejala Penyimpangan Asumsi Klasik	35
4.7.1	Multikolinieritas atau Kolinieritas Ganda.....	35
4.7.2	Heteroskedastisitas.....	36
BAB V	HASIL PENELITIAN DAN ANALISIS	
	HASIL PENELITIAN	37
5.1	Gambaran Umum Objek Penelitian.....	37
5.1.1	Badan Usaha Milik Negara.....	37
5.1.2	Perusahaan Sample Penelitian.....	41
5.2	Deskripsi Variabel Penelitian.....	46
5.2.1	Perkembangan Pendapatan Saham Perusahaan Sample.....	47
5.2.2	Return on Equity Perusahaan Sample.....	49
5.2.3	Perkembangan Earning per Share Perusahaan Sample.....	51
5.2.4	Perkembangan Debt to Equity Ratio Perusahaan Sample.....	53
5.2.5	Perkembangan Sales to Asset Ratio Perusahaan Sample.....	55
5.2.6	Perkembangan Operating Profit Margin Perusahaan Sample.....	57
5.2.7.	Perbandingan Kinerja dan Pendapatan Saham Perusahaan Sample	59
5.3	Analisis Hasil Penelitian.....	60
5.4	Validitas Model.....	65
BAB VI	PEMBAHASAN.....	69
6.1	Hasil Pengujian Hipotesis.....	69
6.2	Interpretasi dan Pembahasan.....	70
6.2.1	Pengaruh Variabel Bebas secara Serempak terhadap Pendapatan Saham.....	70
6.2.2	Pengaruh Return on Equity terhadap Pendapatan Saham.....	73
6.2.3	Pengaruh Earning per Share terhadap Pendapatan Saham.....	73
6.2.4	Pengaruh Debt to Equity Ratio terhadap Pendapatan Saham.....	75
6.2.5	Pengaruh Sales to Asset terhadap Pendapatan Saham.....	77
6.2.6	Pengaruh Operating Profit Margin terhadap Pendapatan Saham.....	78

BAB VII SIMPULAN DAN SARAN.....	80
7.1 Simpulan.....	80
7.2 Saran.....	80
DAFTAR PUSTAKA.....	81
LAMPIRAN.....	84



DAFTAR TABEL

		Halaman
Tabel 5.1	Kinerja BUMN 1995-2002.....	38
Tabel 5.2	Kesehatan BUMN 1995-2002	39
Tabel 5.3.	Pendapatan Saham Perusahaan Sample (%)	47
Tabel 5.4.	<i>Return on Equity (ROE)</i> Perusahaan Sample 1997-2004 (%)	49
Tabel 5.5.	<i>Earning Per Share (EPS)</i> Perusahaan Sample (%).....	51
Tabel 5.6.	<i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> Perusahaan Sample (%).....	53
Tabel 5.7.	<i>Sales to Asset Ratio</i> Perusahaan Sample (%).....	55
Tabel 5.8.	<i>Operating Profit Margin (OPM)</i> Perusahaan Sample (%).....	57
Tabel 5.9.	Hasil Analisis: Koefisien Determinasi (R Square).....	61
Tabel 5.10.	Tingkatan Besarnya Hubungan (Korelasi).....	61
Tabel 5.11.	Hasil Analisis F hitung	62
Tabel 5.12.	Hasil Analisis: Koefisien Regresi, dan t Test Hitung.....	63
Tabel 5.13.	Hasil Perhitungan Nilai VIF	66
Tabel 5.14.	Hasil Perhitungan Korelasi Spearman	67
Tabel 5.15.	Hasil Perhitungan Nilai Durbin Watson	68
Tabel 6.1.	Hasil Analisis Nilai Koefisien Regresi, t hitung, dan Tingkat Signifikansi	69
Tabel 6.2.	Hasil Analisis F Hitung	70

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 3.1. Kerangka Konseptual.....	25
Gambar 5.1. Grafis Perkembangan Pendapatan Saham Perusahaan Sample Tahun 1998 – 2005 (%)	49
Gambar 5.2. Perkembangan RoE Perusahaan Sample 1997-2004 (%).....	51
Gambar 5.3. Perkembangan Earning per Share Perusahaan Sample (%).....	53
Gambar 5.4. Perkembangan DER Perusahaan Sample (%).....	55
Gambar 5.5. Perkembangan Sales to Assets Ratio Perusahaan Sample (%)	56
Gambar 5.6. Perkembangan Operating Profit Margin Perusahaan Sample (%).....	58
Gambar 5.7. Perbandingan Perkembangan Kinerja dan Pendapatan Saham	59
Gambar 6.1. Perkembangan Pendapatan Saham Perusahaan Sample dan IHSG di BEJ.....	72



DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Hasil Analisis	84
Lampiran 2 Neraca dan Laporan Rugi Laba Perusahaan Sample	87
Lampiran 3 Harga Saham BUMN Penutupan Februari dan April dan IHSG	91



BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

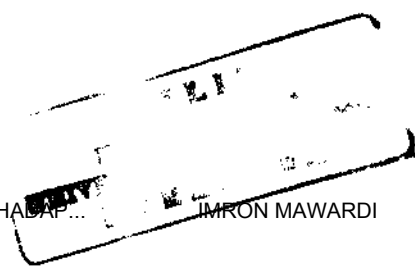
Pada satu dasawarsa ini, wacana privatisasi Badan Usaha Milik Negara (BUMN) banyak diperbincangkan oleh berbagai kalangan. Apalagi ketika Indonesia mengalami krisis moneter sejak tahun 1997. Privatisasi BUMN dipandang sebagai salah satu solusi untuk menutup defisit APBN yang terjadi setiap tahun, dan diharapkan menjadi sumber pendapatan negara yang sangat penting di masa depan selain perolehan pajak.

Privatisasi dinilai sangat penting karena BUMN yang sebenarnya bergerak dalam industri yang strategis, bahkan monopolis, ternyata tidak bisa menunjukkan kinerja yang baik. Selain karena buruknya manajemen, kinerja yang buruk itu juga disebabkan oleh perlakuan pemegang saham (pemerintah) yang menjadikan BUMN sebagai sapi perah untuk mendukung kepentingan politiknya.

Dari tahun ke tahun, produktivitas BUMN terus menurun. Begitu juga, kontribusinya terhadap perolehan negara berupa pajak penghasilan (PPh), pajak pertambahan nilai (PPN), dan dividen.

Privatisasi pada BUMN sebenarnya merupakan hal yang biasa terjadi di negara-negara yang dilanda krisis. Kebijakan privatisasi pernah terjadi di Chili, Meksiko, Canada, negara di kawasan Skandinavia (Eropa Timur), China dan negara lain yang sebagian besar dilatar belakangi oleh krisis ekonomi.

Tujuan privatisasi dari sudut pandang makro adalah untuk mengurangi campur tangan pemerintah dalam sektor swasta dan memenuhi kebutuhan



anggaran negara. Secara mikro, privatisasi diharapkan akan membawa efisiensi dan peningkatan kinerja pada BUMN-BUMN yang pada akhirnya akan meningkatkan kekayaan pemegang saham (pemerintah) dan membawa peningkatan pendapatan negara dari sektor pajak dan dividen.

Privatisasi itu bisa dilakukan dengan dua cara, yaitu *strategic sales* dan melalui *initial public offering* di pasar modal. Privatisasi dengan penawaran saham ke publik dipandang akan memberi masa depan yang lebih baik, karena BUMN yang diprivatisasi akan diawasi secara ketat oleh publik.

Privatisasi diyakini akan meningkatkan kinerja perusahaan, seperti yang terjadi di hampir semua negara di dunia. Kinerja yang baik akan membuat kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan meningkat dan terefleksikan oleh kenaikan harga sahamnya di pasar sekunder. Kenaikan harga saham itu akan meningkatkan kekayaan pemegang saham (pemerintah) yang berarti tujuan perusahaan itu akan tercapai.

Privatisasi BUMN akan berhasil apabila dapat menaikkan harga saham di pasar karena kenaikan harga saham itu akan meningkatkan kekayaan pemegang saham. Kenaikan harga saham itu ditentukan oleh faktor eksternal dan kinerja perusahaan. Penelitian ini akan mencoba menyelidiki pengaruh kinerja perusahaan terhadap pendapatan saham BUMN yang diprivatisasi di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Banyak cara menilai kinerja (*performance*) perusahaan. Salah satunya dengan melihat rasio-rasio keuangan perusahaan. Beberapa rasio yang akan dipilih menjadi variabel untuk mengukur kinerja perusahaan dalam penelitian ini

adalah rasio-rasio yang menjadi perhatian pemegang saham, karena pemegang sahamlah yang akan menentukan harga saham di pasar.

Pada penelitian ini, BUMN yang akan dipilih menjadi obyek penelitian adalah BUMN non-keuangan yang sudah tercatat di BEJ pada tahun 1997 dan tidak dihapus (*delisting*) dari daftar saham di BEJ hingga tahun 2005. Pemilihan BUMN non-keuangan ini dilakukan agar obyek penelitian memiliki homogenitas dalam penilaian kinerja.

1.2. Rumusan Permasalahan

Berdasarkan uraian pada latar belakang masalah di atas, maka rumusan permasalahannya adalah, apakah kinerja perusahaan yang diukur dengan rasio-rasio yang terdiri dari: *return on equity (ROE)*, *earning per share (EPS)*, *debt to equity ratio (DER)*, *sales to total capital ratio* dan *operating profit margin (OPM)* berpengaruh terhadap pendapatan saham Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang diprivatisasi di Bursa Efek Jakarta, baik secara bersama-sama maupun secara parsial.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah mengetahui pengaruh kinerja perusahaan yang diukur dengan rasio-rasio yang terdiri dari: *return on equity (ROE)*, *earning per share (EPS)*, *debt to equity ratio (DER)*, *sales to total capital* dan *operating profit margin (OPM)* terhadap pendapatan saham Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang diprivatisasi di Bursa Efek Jakarta.

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan bisa memberi manfaat:

1. Penelitian ini menjadi pertimbangan dalam melakukan privatisasi BUMN melalui pasar modal.
2. Penelitian ini menjadi masukan bagi investor di pasar modal dalam memprediksi harga saham BUMN di masa datang berdasarkan kinerja BUMN yang dilaporkan.
3. Diharapkan memberikan kontribusi terhadap pengembangan ilmu pengetahuan tentang pengaruh kinerja perusahaan terhadap harga sahamnya di pasar modal.
4. Penelitian ini menjadi masukan bagi para peneliti lain yang akan meneliti tentang privatisasi BUMN dan faktor fundamental perusahaan yang mempengaruhi harga saham.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang pengaruh privatisasi BUMN terhadap kinerja perusahaan dan harga sahamnya pernah dilakukan oleh Boardman, Laurin & Vining di Kanada (1992 dan 1994). Penelitian tentang kinerja BUMN yang diprivatisasi juga dilakukan di China oleh Sun, Tong & Tong (2002), dan di India oleh Nandini Gupta (2001). Juliet, Megginson and Robert Nash (2001) meneliti kinerja 118 BUMN dari 29 negara dan 28 industri yang diprivatisasi. Penelitian tentang pengaruh kinerja perusahaan terhadap harga saham juga pernah dilakukan Maryun di Indonesia (2000).

Penelitian Boardman, Laurin & Vining (1992 dan 1994) mengukur kinerja perusahaan yang diprivatisasi dengan menggunakan variable-variabel yang terdiri dari *profit (net income)*, *profitability (return on sales, return on assets)*, *total product (real sales)*, *efficiency* atau *productivity (real sales per employee, real net in income per employee)*, *employment*, *capital investment (capital expenditures to sales, capital expenditures to assets)*, *leverage*, dan *dividends*.

Hasil penelitian Boardman, Laurin & Vining menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan negara setelah diprivatisasi mempunyai *performance* yang lebih baik dibandingkan sebelum privatisasi. Hal itu ditunjukkan oleh peningkatan yang nyata variabel-variabel yang diteliti.

Penelitian itu juga menunjukkan bahwa membaiknya kinerja perusahaan setelah diprivatisasi juga diikuti dengan kenaikan harga sahamnya di pasar

sekunder. Kenaikan harga saham BUMN setelah diprivatisasi juga lebih tinggi dibanding kenaikan harga saham gabungan di Bursa Efek Kanada.

Penelitian Boardman, Laurin dan Vining di Kanada ini menggunakan dua metode yang berbeda. Pertama, digunakan uji beda dengan mengukur beberapa parameter kinerja BUMN tiga tahun sebelum diprivatisasi dan tiga tahun setelah diprivatisasi. Kedua, peneliti menggunakan metode penghitungan *Abnormal Performance Index (API)*, yaitu selisih perubahan index saham BUMN pada periode lima tahun setelah privatisasi dengan perubahan index saham gabungan pada periode yang sama di Bursa Efek Kanada, untuk meneliti pengaruh pendapatan sahanunya. Hasilnya, peningkatan index saham BUMN lebih baik dibandingkan peningkatan index saham gabungan.

Juilet D'Souza, William Megginson, dan Robert Nash (2001) meneliti kinerja 118 BUMN di dunia (dari 29 negara dengan 28 jenis industri) yang diprivatisasi melalui pasar modal antara 1961 hingga 1995. Variabel yang diukur adalah *profitability*, *efficiency*, *output*, *capital expenditure*, dan *leverage*. Penelitian ini menggunakan uji beda yang membandingkan tiga tahun sebelum privatisasi dan tiga tahun setelah privatisasi. Hasilnya, BUMN yang diprivatisasi menunjukkan kinerja yang lebih baik dibanding yang tidak diprivatisasi.

Penelitian Qian Sun, Wilson HS Tong, dan Jing Tong (2002) di China menunjukkan bahwa meski saham pemerintah yang dilepas ke swasta relatif kecil, tapi memberikan pengaruh yang nyata terhadap kinerja BUMN di China. Hal itu karena pengawasan oleh investor swasta membuat manajemen bekerja lebih baik. Penelitian ini menggunakan regresi linier dengan variabel dependent

berupa MBR (*market to book value of equity*) dan variabel independen berupa *share* saham pemerintah, *share* saham swasta, *sales*, dan *leverage*.

Penelitian Nandini Gupta (2001) menunjukkan bahwa privatisasi sebagian dari BUMN-BUMN di India telah meningkatkan kinerjanya secara nyata. Nandini membandingkan penjualan, laba, jumlah karyawan, aset, produktivitas karyawan, *return to labor*, dan pinjaman pemerintah dibanding total pinjaman, antara seluruh perusahaan di India, perusahaan yang diprivatisasi sebagian, dan BUMN yang tidak diprivatisasi mulai tahun 1991 sampai 1998.

Di Indonesia, penelitian tentang pengaruh kinerja perusahaan terhadap pendapatan saham pernah dilakukan oleh Maryun tahun 1998. Penelitian ini mengangkat permasalahan "Apakah faktor fundamental perusahaan yang terdiri dari *return on investment*, *current ratio*, *debt to equity ratio* dan *earnings per share* memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham? Sampel yang digunakan adalah studi kasus pada kelompok industri farmasi di BEJ yang terdiri dari delapan perusahaan. Alat uji yang digunakan adalah regresi linier berganda.

Dalam penelitian Maryun, variabel *dependent*-nya adalah pendapatan saham yang direpresentasikan dengan perubahan harga sahamnya di bursa sekunder, sedangkan faktor *independent*-nya terdiri dari *return on investment*, *current ratio*, *debt to equity ratio* dan *earnings per share*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan, faktor fundamental yang dimasukkan dalam model, yaitu *return on investment*, *current ratio*, *debt to equity ratio* dan *earnings per share* memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham pada kelompok industri farmasi di BEJ. Koefisien determinasi mejemuk

yang dihasilkan sebesar 64,75%, dapat diketahui bahwa sekitar 35,25% perubahan harga saham dipengaruhi oleh faktor lain di luar faktor fundamental yang diteliti.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Kinerja Keuangan Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen. Untuk menilai kinerja perusahaan perlu mengaitkan kinerja keuangan kumulatif dengan keputusan-keputusan itu. Analisis kinerja keuangan ini didasarkan pada data keuangan yang dipublikasikan menggunakan prinsip-prinsip akuntansi yang lazim digunakan.

Helfert (1995: 67) menyatakan, ada tiga kelompok yang berkepentingan terhadap laporan keuangan, yaitu manajemen, pemilik (investor) dan pemberi kredit. Tapi, yang paling berkepentingan adalah pemilik perusahaan, dalam hal ini investor, para manajer, kreditor, pemerintah dan masyarakat calon investor. Mereka akan menilai perusahaan dengan ukuran keuangan tertentu sesuai dengan tujuannya.

Pihak yang paling terikat dengan kegiatan sehari-hari perusahaan adalah manajemen perusahaan. Para manajer bertanggung jawab terhadap efisiensi dan efektivitas penggunaan dana dan berbagai sumber ekonomi lainnya dalam pengelolaan perusahaan. Sedangkan para investor berkepentingan dalam profitabilitas perusahaan yang tercermin dalam pertumbuhan laba dan dividen perusahaan, yang pada gilirannya akan tampak dalam kenaikan nilai perusahaan (Weston dan Copeland, 1995:237).

Manajemen mempunyai kepentingan ganda dalam analisis kinerja keuangan: menilai efisiensi dan profitabilitas operasi, serta menimbang seberapa efektif penggunaan sumber daya perusahaan. Penilaian atas operasi sebagian besar dilakukan berdasarkan analisis atas laporan laba rugi, sedangkan efektifitas penggunaan sumber daya biasanya diukur dengan mengkaji ulang baik neraca maupun laporan laba rugi. Dalam melaksanakan pertimbangan ekonomi, harus selalu dilakukan modifikasi data keuangan yang tersedia untuk mencerminkan nilai kondisi ekonomi saat ini.

Pada sisi lain, para kreditor dan pemberi pinjaman lain, baik yang bersifat jangka pendek atau jangka panjang, berkepentingan dengan pembayaran bunga serta pengembalian pinjaman pokok yang mantap, baik tentang jumlah maupun waktu pembayaran. Kemampuan memenuhi kewajiban ini ditandai oleh nilai aktiva yang dimiliki perusahaan sebagai jaminan atas investasinya serta jaminan risiko yang dihadapi kreditor tersebut. Selanjutnya pihak-pihak lain seperti pemerintah dan kelompok lain dalam masyarakat mempunyai kepentingan khusus, antara lain kebenaran perhitungan pajak dan kemampuan membayar upah (Helfert, 1997: 70).

2.2.2 Rasio Keuangan

Rasio dapat diartikan sebagai hubungan dari dua unsur yang secara sistematis dapat mengetahui keadaan posisi keuangan perusahaan. Analisis rasio keuangan merupakan dasar untuk menilai dan menganalisis prestasi operasi perusahaan. Dalam melakukan analisis harus dapat menyesuaikan faktor-faktor yang mungkin ada pada periode masa yang akan datang, selain dituntut dapat

memberi hasil analisis dan interpretasi yang baik sehingga bermanfaat dalam menentukan kebijaksanaan manajemen dalam pengambilan keputusan (Weston dan Copeland, 1995).

Analisis rasio keuangan meliputi dua jenis perbandingan, yaitu perbandingan eksternal dan perbandingan internal. Dalam perbandingan internal, analisis dapat membandingkan rasio yang sekarang dengan yang akan datang dan yang lampau untuk perusahaan yang sama.

Apabila rasio keuangan disajikan dalam beberapa tahun, analis dapat mempelajari komposisi perubahan dan menetapkan kemajuan-kemajuan prestasi keuangan yang ada selama bertahun-tahun tersebut. Semakin banyak tersedia rasio keuangan yang bisa diperbandingkan, maka analis dapat mempelajari perubahan-perubahan itu secara lebih baik (Helfert, 1995).

Perbandingan eksternal meliputi perbandingan rasio suatu perusahaan dengan perusahaan lain yang sejenis dan mempunyai ukuran yang hampir sama pada saat yang sama. Hal ini akan menggambarkan prestasi secara relatif dan keadaan keuangan perusahaan. Dalam melakukan analisis dapat digunakan berbagai jenis rasio yang disesuaikan dengan tujuannya untuk mengetahui kemampuan perusahaan jangka pendek maupun jangka panjang. Untuk tujuan analisis, banyak penulis mengelompokkan rasio keuangan dalam istilah yang berbeda-beda.

Helfert (1995) menggambarkan rasio-rasio keuangan itu dalam sebuah hubungan yang pangkalnya adalah bagaimana peningkatan kekayaan pemegang saham yang ditunjukkan oleh tingkat pengembalian atas ekuitas (*return on equity/ROE*).

Weston dan Copeland (1995:239) mengelompokkan 35 rasio perusahaan ke dalam tujuh sub bagian yaitu :

1. Profitability ratios.
2. Growth ratios
3. Valuation measure
4. Financial leverage ratio
5. Receivable intensiveness ratio
6. Operating efficiency measure
7. Financial policy measure

2.2.3 Investasi Saham

2.2.3.1 Pengertian Investasi Dalam Bentuk Saham

Saham merupakan salah satu jenis efek yang paling dinamis diperdagangkan dikarenakan pembentukan harga yang dilakukan oleh kekuatan pasar antara pembeli dan penjual. Karena itu, Myers (1996) menyatakan bahwa dalam memutuskan untuk berinvestasi saham, investor tidak akan terpisahkan dari pasar modal. Myers menyatakan: *"The investment decision can be separated from capital market either. A firm which in its stockholders interest should accept those investment which increase the value of either stake in the firm but that requires a theory of how common stocks are valued"*.

Meurut Myers, keuntungan yang diperoleh bagi investor yang telah memiliki saham, antara lain :

- a. Kemungkinan memperoleh *capital gain*, yaitu selisih positif antara harga pada saat membeli saham dibandingkan harga saham pada saat menjual saham tersebut di bursa efek.
- b. Memiliki prioritas untuk membeli right yang dikeluarkan untuk perusahaan.
- c. Kemungkinan memperoleh dividen tunai atau saham (dividen saham).
- d. Kemungkinan memperoleh hak atas saham bonus.
- e. Waktu kepemilikan tidak terbatas dan berakhir pada saat menjual kembali.
- f. Memiliki hak suara dalam rapat umum pemegang saham.

Myers juga menyatakan, investor yang juga disebut pemodal memiliki tujuan-tujuan yang dapat dikelompokkan menjadi empat kelompok:

- a. Pemodal yang bertujuan memperoleh dividen
Harapan kelompok ini adalah memperoleh dividen yang cukup dan terjamin setiap tahun.
- b. Pemodal yang bertujuan berdagang.
Kelompok ini mempunyai harapan untuk mendapatkan *capital gain* atau keuntungan selisih harga beli dan harga jual suatu saham.
- c. Pemodal yang memiliki suatu perusahaan
Mereka tidak memperhitungkan dividen dan pertumbuhan dalam penilaian sahamnya, tetapi biasanya lebih ditekankan pada kekayaan yang dimiliki perusahaan.
- d. Pemodal yang merupakan spekulator
Kelompok ini menyukai saham-saham perusahaan yang belum berkembang, yang diyakini akan berkembang dengan baik dengan menggunakan berbagai informasi.

2.2.3.2. Pendapatan Saham

Investasi dilakukan untuk memperoleh pendapatan maksimal pada tingkat risiko tertentu. Gup (1986:7) mengatakan "*The goal of investing can be stated follow: for given level of risk, to secure the highest expected return possible or for given required rate of return to secure the return with smallest risk possible*". Kolb (1986: 7) menyebut bahwa *rate of return* sebagai *holding period return* dan mengidentifikasikannya sebagai berikut: "*Holding period return equals the current value of the investment*".

Jones (1994: 645) menyatakan bahwa pendapatan saham dapat dibedakan menjadi dua, yaitu pendapatan saham yang sebenarnya (*actual return*) dan pendapatan saham yang diharapkan (*expected return*). *Actual return* adalah pendapatan yang telah diterima oleh investor yang dihitung berdasarkan data historis. Pendapatan ini sebagai pengukur kinerja dari perusahaan, dan juga berguna sebagai dasar penentuan pendapatan ekspektasi dan risiko di masa depan.

Pendapatan aktual terdiri dari *capital gain (loss)* dan *dividen yield*. *Capital gain (loss)* merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu, sedangkan *dividend yield* merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi saham, sedangkan *expected return* adalah pendapatan yang diharapkan akan diterima oleh investor di masa mendatang.

Hasil pengembalian investasi saham yang diterima oleh investor terdiri dari dividen dan *capital gain/loss* yang didapatkan dari naik atau turunnya harga saham. Pendapatan saham yang sebenarnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + D_{it}}{P_{it-1}}$$

Keterangan :

P_{it} = Harga saham i pada akhir periode t.

P_{it-1} = Harga saham i pada awal periode t.

R_{it} = Pendapatan saham i pada periode t.

D_{it} = Dividen saham i pada periode t.

Apabila perusahaan tidak membagikan dividen, maka pendapatan aktual para pemegang saham hanya didapat dari *capital gain* saja.

Pendapatan saham juga bisa dihitung berdasarkan index harga saham individual dengan rumus sebagai berikut :

$$R_{it} = \frac{IHS_{it} - IHS_{it-1}}{IHS_{it-1}}$$

Keterangan :

IHS_{it} = Index saham i pada periode t

IHS_{it-1} = Index saham i pada periode t-1

Untuk mengestimasi *expected return* digunakan persamaan :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i (R_{mt}) + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

$E(R_{it})$ = pendapatan saham i yang di harapkan pada periode t.

(R_{mt}) = pendapatan pasar yang diharapkan pada periode t.

ε_{it} = kesalahan residu pada periode t

Pendapatan pasar dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

R_{mt} = pendapatan pasar pada periode t.

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada periode t.

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada periode t-1.

Pendapatan saham berkaitan erat dengan kondisi perekonomian secara umum, perusahaan emiten, pasar modal dan investor. Faktor-faktor tersebut dapat mempengaruhi *capital gain/loss* dan pembayaran dividen, yang pada akhirnya akan mempengaruhi tingkat pendapatan saham. *Capital gain/loss* merupakan perubahan harga saham yang akan mempengaruhi tingkat pendapatan saham. Demikian juga kebijakan perusahaan emiten dalam hal dividen kas akan mempengaruhi tingkat pendapatan saham.

Faktor eksternal seperti kondisi ekonomi secara umum memiliki implikasi pada investasi saham, karena pergerakan harga saham berkaitan dengan aktivitas ekonomi secara keseluruhan, yang juga akan mempengaruhi aktivitas perusahaan, yang pada akhirnya akan berpengaruh pada kinerja saham perusahaan tersebut. Adapun tingkat efektivitas mekanisme transaksi dan transformasi dan informasi yang diperlukan investor dalam melakukan investasi sangat ditentukan oleh pasar modal sendiri. Dengan demikian, pasar modal itu juga turut menentukan tingkat pendapatan saham.

Secara umum ada kecenderungan harga saham naik pada saat menjelang pembayaran dividend dan segera turun sesudah pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa para investor cenderung untuk mengharapkan pendapatan dari dividen. Dalam keadaan demikian para investor akan melakukan pembelian saham pada saat bulan-bulan menjelang pembagian dividen sehingga harga saham bergerak naik dan menjual kembali sahamnya setelah pembagian dividen sehingga harga saham turun. Dengan demikian perkembangan harga saham dan pembayaran dividen berpengaruh terhadap pendapatan saham.

2.2.3.3 Risiko Investasi Saham

Hampir semua investasi, termasuk investasi sekuritas, mengandung unsur ketidakpastian. Investor tidak tahu dengan pasti berapa hasil yang akan diperoleh dari investasi yang mereka lakukan. Yang bisa mereka lakukan hanya memperkirakan besarnya hasil yang diharapkan dari investasi tersebut. Banyak terjadi keuntungan yang diharapkan berbeda dengan yang sesungguhnya terjadi dan ini dikatakan sebagai penyimpangan. Dalam keadaan seperti ini, berarti para investor menghadapi risiko dalam investasi yang dilakukannya. Semakin besar penyimpangan antara hasil sesungguhnya dengan hasil yang diharapkan dari setiap sekuritas tidak sama, sehingga besarnya risiko yang akan mereka tanggung juga tidak sama.

Levy dan Sarnat (1996:222) mengatakan, *“the term risk or equivalently uncertainty will be used to describe an option whose profit is not known in advance with absolute certainty, but for which an array of alternative outcomes*

and their probabilities are known". Risiko menunjukkan besarnya profit yang akan terjadi tidak diketahui.

2.2.3.4 Nilai Saham dan Harga Saham

Membeli saham berarti membeli prospek perusahaan. Oleh karena itu investor selalu mengestimasi nilai saham setiap kali muncul informasi yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Satu Investor, satu estimasi nilai saham. Dalam bursa efek terkumpul banyak tawaran harga untuk satu jenis saham yang berasal dari para investor. Tawaran harga tersebut disebut nilai intrinsik sekuritas. Jadi nilai intrinsik sekuritas adalah estimasi nilai saham yang dilakukan oleh para investor dan analisis.

Harga saham adalah harga konsensus yang terjadi di pasar antara tawaran beli dan tawaran jual atau konsensus dari nilai intrinsik sekuritas. Konsensus terjadi apabila tawaran harga beli sama dengan tawaran harga jual yang pelaksanaannya diproses oleh sistem komputer. Oleh karena itu, harga pasar tidak berarti pasar berada pada efisien sempurna (*perfectly efficient*) karena berbeda analisis sekuritas, berbeda pula nilai estimasinya untuk sesuatu jenis yang sama.

Bursa efek menerbitkan laporan resmi harga pasar yang terjadi setiap hari sesudah jam perdagangan usai terinci: harga tertinggi, harga terendah, dan harga penutupan, termasuk volume perdagangan, nilai perdagangan dari setiap jenis saham.

2.2.3.5 Indeks Harga Saham

Penggunaan indeks harga saham sangat penting untuk berbagai analisis untuk menghindari bias jika memakai harga absolut Rupiah. Harga saham dalam bentuk rupiah absolut akan menyesatkan jika dalam suatu periode penelitian telah terjadi *corporate action*. *Corporate action* adalah tindakan perusahaan melakukan: *split*, *right issue*, saham bonus, saham dividend dan konversi obligasi menjadi saham.

Bursa Efek Jakarta menghitung indeks harga saham secara individual saham menggunakan *simple index number* (Aczel, 696; Monthly JSX Statistics) dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Individual Index} = \frac{\text{Regular closing price} \times 100}{\text{Base price per unit}}$$

$$\text{Harga Pasar Individual} = \text{Indeks saham individual} \times \text{Nilai dasar}$$

2.2.4 Variabel Potensial Mempengaruhi Harga Saham

Banyak variabel yang potensial mempengaruhi harga saham di Indonesia, baik variabel internal maupun variabel eksternal. Variabel internal antara lain: *earnings per share*, *book value per share*, *debt equity ratio*, dan *sales value*. Variabel eksternal antara lain: *US Prime rate*, *London interbank offered rate*, *Dow Jones Industrial Average*, *Hang Seng*, *Nikkei 225*, *St. Time*, Kurs US\$, Kurs Yen, Bnga SBI, Inflansi, JSX. volume. Lima belas variabel tersebut termasuk kategori informasi publik, artinya diterbitkan oleh lembaga resmi untuk konsumsi masyarakat luas.

2.2.4.1 Informasi Fundamental Internal Perusahaan

Informasi fundamental yang berasal dari internal perusahaan adalah kinerja perusahaan pada masa lalu yang tercermin dari berbagai rasio keuangan. Berbagai rasio keuangan dapat dianalisis berkaitan dengan harga saham. Penilaian kinerja melalui laporan keuangan yang didasarkan pada data dan kondisi masa lalu sebenarnya sulit untuk mengekstrapolasikan ekspektasi masa depan. Namun, hanya masa depan yang dapat dipengaruhi oleh keputusan yang diambil hari ini sebagai hasil dari suatu analisis keuangan masa lampau (Helfert, 1995: 68).

Tidak ada rasio untuk menilai kinerja perusahaan yang dapat memberi jawaban mutlak. Setiap pandangan yang diperoleh bersifat relatif, karena kondisi dan operasi perusahaan sangat bervariasi dari satu perusahaan ke perusahaan lain. Perbandingan dan standar berdasarkan kinerja masa lalu merupakan hal yang sulit dalam perusahaan yang sangat besar, multiusaha dan konglomerat, dimana informasi spesifik menurut setiap lini usaha biasanya terbatas.

Helfert (1995:72) menyatakan bahwa rasio yang sesuai dengan pandangan pemilik tentang kinerja perusahaan adalah ukuran pengembalian yang diperoleh pemilik atas risiko yang diembannya, dan imbalan tunai yang diterima dalam bentuk dividen. Hasil-hasil itu tergantung kemampuan perusahaan menghasilkan laba, kebijakan manajemen, dan keputusan yang berhubungan dengan *leverage* keuangan dan reinvestasi. Rasio-rasio itu akan mempengaruhi nilai ekonomi dan komitmen pemodal, yang akan tercermin dari harga saham.

Dilihat dari sudut investor, rasio keuangan yang penting di antaranya adalah: *earning per share (EPS)*, *return on equity (ROE)*, *debt to equity ratio (DER)*, *sales to total capital* dan *operating profit margin (OPM)*.

2.2.4.2 Hubungan Antara Harga Saham dan Laba Per Saham

Penelitian Ball, Brown, Foster, dan Breaver, Clarke, and Wright, seperti dikutip Vernon Kam (1990: 168), menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara perubahan *earning* dan perubahan harga saham. Breaver juga membuktikan bahwa perilaku investor terhadap saham sangat dipengaruhi oleh informasi laba akuntansinya.

Spreacer (1995: 204) berpendapat bahwa besarnya laba bersih per lembar saham diharapkan akan mempengaruhi tingkat kepercayaan para investor terhadap investasinya pada perusahaan itu. "*... the level of stock depends on earnings per share expectation, and generally business profits and earnings per share parallel the level of economic activity is sluggish, corporate profit and earnings per share and stock price will be relatively low... "*

Conroy et al. (2000) menyimpulkan bahwa *earnings* berpengaruh signifikan terhadap harga saham, sedangkan dividen tunai berpengaruh tidak signifikan. Makin tinggi perolehan laba perusahaan, berarti makin ada kesempatan untuk memajukan perusahaan. Semakin maju perusahaan semakin baik prospek kinerja perusahaan yang akan mendorong harga saham di pasar akan meningkat dan sebaliknya. Oleh karena itu secara teoritis ada hubungan positif antara laba per saham dan harga saham.

Neiderhoffer and Reagan (1972) menyatakan bahwa saham yang mempunyai keuntungan terbesar dalam harga mengalami kenaikan terbesar dalam laba bersih mereka. Artinya antara harga saham dan laba per saham memiliki hubungan positif.

2.2.4.3 Hubungan Antara Harga Saham dan Tingkat Pengembalian

Menurut Helfert (1995), hal yang paling penting diperhatikan oleh pemilik modal terhadap kinerja perusahaan adalah tingkat pengembalian yang didapatkan atas risiko yang ditanggungnya. Tingkat pengembalian merepresentasikan profitabilitas perusahaan. Tingkat pengembalian yang tinggi mengindikasikan laba yang tinggi dan memberikan prospek yang baik di masa depan dan akan dicerminkan oleh harga sahamnya.

Rasio yang paling umum digunakan untuk mengukur hasil pengembalian atas investasi pemilik adalah hubungan antara laba bersih dengan kekayaan bersih (ekuitas atau investasi pemegang saham). Dalam melakukan perhitungan ini, tidak perlu membuat penyesuaian terhadap bunga karena laba bersih sudah dikurangi dengan beban bunga yang dibayarkan kepada pemberi pinjaman dan kreditor (Helfert, 1995).

2.2.4.4 Hubungan Antara Harga Saham dan Rasio Utang Ekuitas

Penggunaan utang yang berhasil akan meningkatkan pendapatan pemilik perusahaan, karena pengembalian dari dana ini melebihi bunga yang harus dibayar, dan menjadi hak pemilik, yang berarti meningkatkan ekuitas pemilik (Helfert, 1995). Rasio utang ekuitas (*debt to equity ratio*, DER) akan memberikan informasi tentang risiko operasi perusahaan dengan menggunakan dana pinjaman itu. Jika pemakaian utang tidak memberikan laba yang lebih besar daripada *cost of fund* dari pinjaman, maka hal itu akan memberi risiko terhadap penurunan ekuitas pemilik. Semakin tinggi DER, maka risiko akan semakin besar. Meskipun, DER

tidak benar-benar merepresentasikan kemampuan perusahaan untuk membayar utang-utangnya.

Karena investor cenderung menghindari risiko yang besar, maka risiko yang besar (DER semakin besar) akan menurunkan kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan yang pada akhirnya akan menurunkan harga saham. Maka, rasio utang ekuitas akan berbanding terbalik dengan harga saham.

Meski begitu, Bhandari (1998) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa ada hubungan positif antara rasio utang ekuitas (*Debt to Equity Ratio, DER*) dan pendapatan saham. Rasio utang ekuitas yang besar masih dapat meningkatkan kinerja perusahaan sepanjang *return* atas pinjaman lebih besar dari pada *cost of borrowing*. Hal ini dapat terjadi di dalam kondisi ekonomi *expansion* ataupun *prosperity*. Akan tetapi apabila kondisi ekonomi berubah menjadi resesi, maka kinerja perusahaan akan memburuk karena rasio utang ekuitas tinggi. Secara teoritis, *DER* dapat berpengaruh positif maupun negatif terhadap harga saham tergantung pada kondisi ekonomi. Bagi investor, profit sangat penting sebagai hasil investasi dan *debt utilities* sangat penting untuk mengukur kekuatan solvabilitas perusahaan.

2.2.4.5 Hubungan Antara Harga Saham dan Nilai Penjualan

Investor memerlukan informasi tentang nilai penjualan untuk mengetahui bagaimana manajemen memanfaatkan sumber daya perusahaan (aktiva). Menurut Helfert (1995: 76), nilai penjualan akan memberikan gambaran apakah aktivanya aktif. Hal itu, antara lain, bisa dilihat dari rasio nilai penjualan terhadap aktiva.

Mukherji et al. (1997) menyimpulkan dalam penelitiannya bahwa nilai penjualan (*sales value*) memiliki hubungan positif terhadap *stock return*. *Sales value* sangat penting untuk diamati oleh investor, karena bersifat dinamis. Pendapatan perusahaan berasal dari penjualan yang bersifat dinamis karena dapat dikendalikan oleh manajemen perusahaan. Setiap kenaikan penjualan selalu akan menambah kontribusi, sementara itu biaya operasional bersifat relatif stabil. Oleh karena itu, setiap kenaikan penjualan selama tahun berjalan potensial untuk meningkatkan laba perusahaan pada akhir tahun bersangkutan. Dengan memperhatikan kenaikan penjualan, berarti investor telah bertindak lebih dini untuk mengantisipasi laba per saham di akhir tahun.

2.2.4.6 Hubungan Antara Harga Saham dan Laba Operasional

Hubungan antara laba dan penjualan menunjukkan kemampuan manajemen dalam menjalankan perusahaan sampai berhasil dan memulihkan harga pokok barang dagang atau jasa, beban operasi (termasuk penyusutan), dan biaya bunga pinjaman (Helfert, 1995). Rasio ini juga menunjukkan kemampuan perusahaan menyisihkan margin tertentu sebagai kompensasi yang wajar bagi pemilik yang telah menyediakan modal dengan suatu risiko.

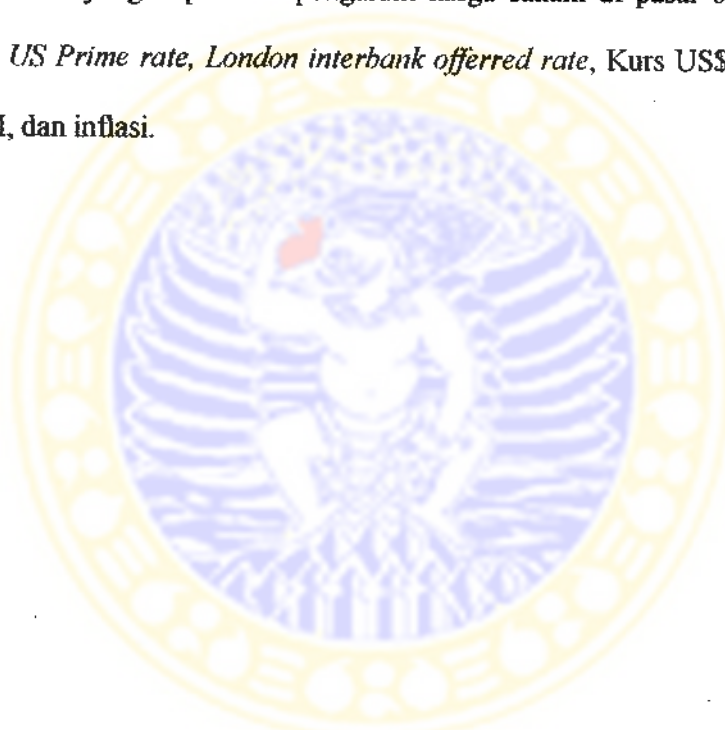
Rasio laba/penjualan yang besar berarti perusahaan bisa menyisihkan margin yang besar kepada pemilik modal (investor), dan sebaliknya. Sehingga rasio laba/penjualan ini berhubungan positif terhadap harga saham.

Rasio laba/penjualan yang besar menunjukkan bahwa prospek perusahaan untuk menghasilkan laba cukup baik, sehingga akan memberikan kepercayaan investor terhadap manajemen. Kepercayaan investor terhadap prospek masa depan

perusahaan akan direspons dengan upaya untuk memiliki saham perusahaan itu, sehingga akan menaikkan harganya.

2.2.5 Informasi Fundamental Eksternal Perusahaan

Masa depan perusahaan harus dianalisis disesuaikan dengan kondisi lingkungan di tempat perusahaan berada, karena harga saham sekarang tergantung pada masa depan perusahaan. Banyak informasi fundamental yang berasal dari luar perusahaan yang dapat mempengaruhi harga saham di pasar sekunder. Di antaranya, *US Prime rate*, *London interbank offered rate*, Kurs US\$, Kurs Yen, Bunga SBI, dan inflasi.



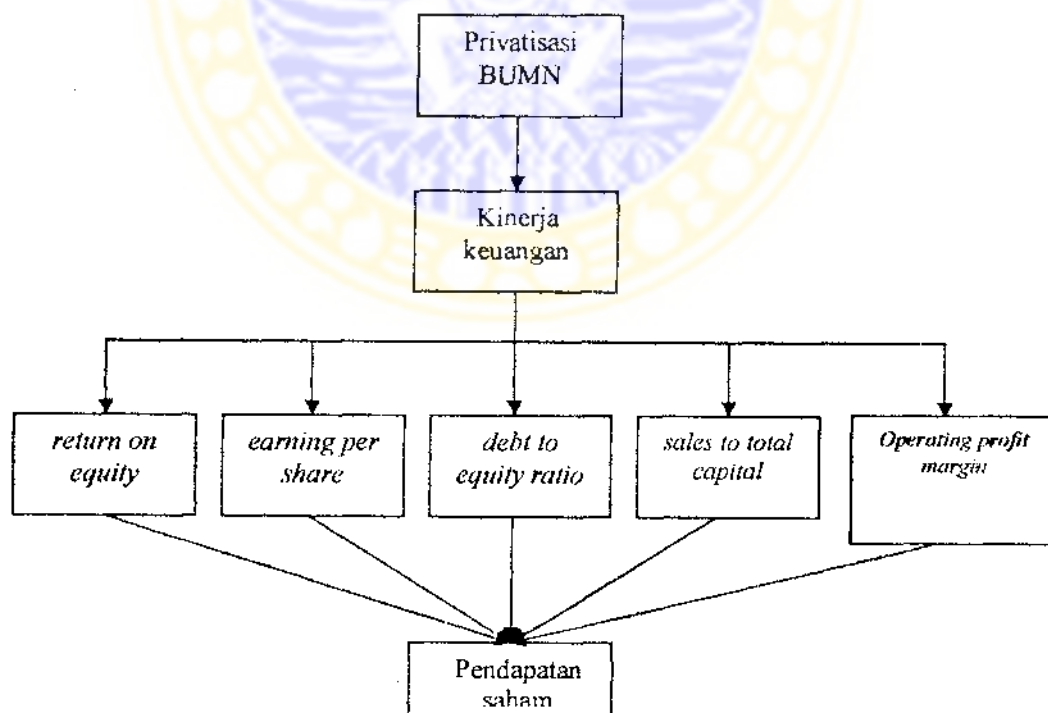
BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

3.1. Kerangka Konseptual

Privatisasi yang diterapkan pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN) secara mikro bertujuan untuk meningkatkan kinerja perusahaan yang selanjutnya diharapkan akan berdampak pada kenaikan harga sahamnya di pasar modal. Kinerja yang dimaksud adalah kinerja keuangan yang diukur dengan menggunakan rasio-rasio keuangan. Rasio-rasio yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari; *return on equity (ROE)*, *earning per share (EPS)*, *debt to equity ratio (DER)*, *sales to total capital* dan *operation profit margin (OPM)*. Hubungan dari variabel-variabel tersebut dapat digambarkan seperti pada Gambar 3.1.

Gambar 3.1 Kerangka Konseptual



3.2. Hipotesis

Berdasarkan perumusan masalah dan landasan teori yang diajukan, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

1. kinerja perusahaan yang diukur dengan *return on equity (ROE)*, *earning per share (EPS)*, *debt to equity ratio (DER)*, *sales to total capital*, dan *operating profit margin (OPM)* secara serempak memiliki pengaruh terhadap pendapatan saham BUMN di Bursa Efek Jakarta.
2. kinerja perusahaan yang diukur dengan *return on equity (ROE)*, *earning per share (EPS)*, *debt to equity ratio (DER)*, *sales to total capital*, dan *operating profit margin (OPM)* secara parsial memiliki pengaruh terhadap pendapatan saham BUMN di Bursa Efek Jakarta.

BAB IV

METODE PENELITIAN

4.1. Pendekatan Penelitian

Berdasarkan permasalahan penelitian yang akan dipecahkan, maka penelitian ini termasuk jenis penelitian eksplanatori. Penelitian itu bertujuan untuk mendapatkan penjelasan mengenai hubungan-hubungan antarvariabel dan melakukan pengujian hipotesis yang telah dirumuskan.

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif regresi linier berganda, yaitu suatu pendekatan dimana di dalamnya terdapat pembuktian hipotesis yang didasarkan pada data-data kuantitatif yang diperoleh dari hasil pengukuran. Data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diambil dari laporan-laporan keuangan tahunan para emiten BUMN non keuangan di BEJ yang menjadi obyek penelitian.

4.2. Identifikasi Variabel

Dalam penelitian ini, terdapat dua jenis variabel, yaitu variabel bebas dan variabel terikat. Variabel bebas (*independent variable*) dalam penelitian ini terdiri dari :

1. *earning per share* (X_1)
2. *return on equity* (X_2)
3. *debt to equity ratio* (X_3)
4. *sales to total capital* (X_4)
5. *operating profit margin* (X_5)

Sebagai variabel terikat dalam penelitian adalah pendapatan saham Badan Usaha Milik Negara (BUMN, non-keuangan di Bursa Efek Jakarta.

4.3 Definisi Operasional

1. *Pendapatan saham* (Y) merupakan pendapatan saham biasa individual pada *closing price* bulan April setelah seluruh emiten BUMN menyampaikan laporan keuangan tahun sebelumnya, mulai tahun 1997-2004. Pendapatan saham itu merupakan selisih harga saham pada akhir perdagangan bulan April tahun $t+1$ dengan harga saham pada akhir perdagangan Februari tahun $t+1$. Pendapatan saham tersebut diukur dengan menggunakan persamaan:

$$R_{it} = \frac{P_{iat+1} - P_{ift+1}}{P_{ift+1}}$$

Keterangan :

R_{it} = Pendapatan saham i pada tahun t

P_{iat+1} = Harga saham i pada akhir perdagangan April tahun $t+1$

P_{ift+1} = Harga saham i pada akhir perdagangan Februari tahun $t+1$.

2. *Return on equity* (X_1) atau disingkat ROE adalah perbandingan laba bersih dengan total equity yang menunjukkan berapa laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan dengan ekuitas yang dimiliki, dinyatakan dalam suatu rasio.

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Net profit}}{\text{Equity}}$$

ROE : Tingkat pengembalian ekuitas pada 31 Desember

Net profit : Laba selama setahun hingga 31 Desember setelah dikurangi pajak, bunga, depresiasi

Equity : Modal yang terdiri dari modal dasar, laba ditahan, dan agio saham per 31 Desember

3. *Earning per share* (X_2) atau disingkat EPS merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan jumlah lembar saham yang beredar, dinyatakan dalam suatu rasio. Dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$\text{Earning per share} = \frac{\text{Net profit}}{\sum \text{stock}}$$

Net profit : Laba selama setahun hingga 31 Desember setelah dikurangi pajak, bunga, depresiasi

$\sum \text{stock}$: Jumlah lembar saham per 31 Desember.

Dalam penelitian ini, EPS yang dimaksud adalah perubahan EPS tahun t dengan $t-1$. Perhitungannya adalah sebagai berikut:

$$\nabla \text{EPS}_i = \frac{\text{EPS}_i - \text{EPS}_{i-1}}{\text{EPS}_{i-1}}$$

∇EPS_i : Perubahan *earning per share* saham i tahun t

EPS_i : *Earning per share* saham i tahun t

EPS_{i-1} : *Earning per share* saham i tahun $t-1$

4. *Debt to equity ratio* (X_3) atau disingkat DER didefinisikan sebagai proporsi total hutang terhadap total ekuitas. DER merupakan variabel yang berkaitan dengan kebijaksanaan perusahaan dalam menggunakan hutang untuk memenuhi

kebutuhan dananya. Rasio ini menggambarkan seluruh kekayaan perusahaan dan risiko *financial* yang akan menjadi beban perusahaan di masa mendatang, diukur dengan skala rasio, dapat di hitung:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \text{Total Debt} / \text{Total Equity}$$

Total debt: Total hutang jangka panjang dan pendek per 31 Desember

Total Equity: Total modal per 31 Desember, terdiri dari modal dasar, laba ditahan dan agio saham

5. *Sales to total capital (X₄)*

Merupakan ukuran kemampuan dan keefektifan manajemen dalam mengelola aktivitya untuk menghasilkan penjualan atau lebih dikenal dengan perputaran aktiva. Rasio ini dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Sales to total capital} = \text{sales} / \text{assets}$$

Sales to total capital: Nilai penjualan selama setahun hingga 31 Desember

Assets : Nilai aktiva per 31 Desember

6. *Operating profit margin (X₅)*

Merupakan ukuran kemampuan dan efisiensi manajemen perusahaan dalam menghasilkan laba dari operasional perusahaan. Rasio ini dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Operating profit margin} = \frac{\text{Operation profit}}{\text{Sales}}$$

Operation profit: Laba usaha selama setahun hingga 31 Desember.

Sales: Nilai penjualan bersih selama setahun hingga 31 Desember

4.4 Jenis, Sumber Data, dan Populasi

Data yang diperlukan merupakan data sekunder berupa laporan keuangan emiten yang sahamnya termasuk kelompok BUMN non keuangan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1997-2004. Data lain yang diperlukan adalah harga saham (pada tahun berikutnya) pada hari penutupan perdagangan bulan Februari dan April, mulai 1998-2005.

Penelitian ini merupakan penelitian populasi, karena seluruh populasi dijadikan sebagai objek penelitian. Populasi dalam penelitian adalah BUMN non-keuangan yang sahamnya sudah tercatat pada Bursa Efek Jakarta pada akhir 1997 dan masih tercatat di BEJ hingga hari perdagangan bulan April tahun 2005.

4.5. Prosedur Pengumpulan Data

Prosedur pengumpulan data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Survei pendahuluan

Survei ini dititikberatkan pada pencarian atau pengumpulan informasi yang berkaitan dengan masalah yang akan dibahas serta alternatif pemecahannya.

2. Pengumpulan data

Seluruh data yang diperlukan merupakan data sekunder yang meliputi laporan keuangan, sejarah dan perkembangan perusahaan yang seluruhnya diambil dengan menggunakan teknik dokumentasi dari Bursa Efek Surabaya dan Bursa Efek Jakarta.

4.6 Model dan Teknik Analisis

4.6.1 Model Analisis

Mengacu pada hipotesis yang diajukan, maka model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda, yang berguna untuk menguji apakah variabel bebas yang dimasukkan dalam model memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel terikatnya. Model selengkapnya sebagai berikut:

$$Y_{it} = a + b_1X_{1it-1} + b_2X_{2it-1} + b_3X_{3it-1} + b_4X_{4it-1} + b_5X_{5it-1} + e$$

Dimana,

Y_{it} = Pendapatan saham i tahun t

X_{1t-1} = *Return on Equity* (ROE) saham i pada periode tahun $t-1$

X_{2t-1} = *Earning Per Share* (EPS) saham i pada periode tahun $t-1$

X_{3t-1} = *Debt to Equity*(DER) saham i pada periode tahun $t-1$

X_{4t-1} = *Sales to total capital* saham i pada periode tahun $t-1$

X_{5t-1} = *Operating profit margin* saham i pada periode tahun $t-1$

B_{1-5} = Koefisien regresi

a = konstanta

e = residual

4.6.2 Teknik Analisis

Untuk menjawab hipotesis yang telah diajukan dalam penelitian ini, maka digunakan model regresi linier berganda. Regresi linier berganda digunakan untuk

melihat pengaruh antara variabel terikat (*dependent variable*) dan variabel bebas (*independent variable*).

Adapun tahapan yang dilakukan adalah sebagai berikut :

Tahap pertama :

Menghitung variabel-variabel yang akan diregresikan dengan langkah-langkah:

- a. Menghitung pendapatan saham *i* tahun *t*
- b. *Return on Equity* (ROE) saham *i* pada periode tahun *t-1*
- c. *Earning Per Share* (EPS) saham *i* pada periode tahun *t-1*
- d. *Debt to Equity*(DER) saham *i* pada periode tahun *t-1*
- e. *Sales to total capital* saham *i* pada periode tahun *t-1*
- f. *Operating profit margin* saham *i* pada periode tahun *t-1*

Tahap kedua :

Melakukan analisis regresi dengan menggunakan model analisis regresi linier berganda yang digunakan .

Tahap ketiga :

Melakukan uji hipotesis dengan langkah sebagai berikut :

- a. Melakukan uji t untuk mengetahui pengaruh secara parsial variabel bebas terhadap variabel terikat. Langkah yang ditempuh sebagai berikut :

1. Merumuskan hipotesis statistik :

$H_0 : b_i = 0$, tidak ada pengaruh *Return on Equity* (ROE), *Earning Per Share* (EPS), *Debt to Equity* (DER), *sales to total capital* dan *operating profit margin* secara parsial terhadap pendapatan saham perusahaan BUMN non keuangan yang listing di BEJ.

$H_A : b_i \neq 0$, ada pengaruh *Return on Equity (ROE)*, *Earning Per Share (EPS)*, *Debt to Equity (DER)*, *sales to total capital* dan *operating profit margin* secara parsial terhadap pendapatan saham BUMN non keuangan yang listing di BEJ.

2. Menentukan *Level of Significant* sebesar 95% atau $\alpha = 5\%$
3. Membandingkan nilai t hitung dengan t tabel, menggunakan uji dua arah atau dua ekor, dengan menggunakan derajat kebebasan sebesar $n-k-1$.
4. Diambil kesimpulan sebagai berikut :

H_0 gagal ditolak apabila $-t/2\alpha < t < t/2\alpha$

H_0 ditolak apabila $t < -t/2\alpha$ atau $t > t/2\alpha$

- b. Melakukan uji F untuk mengetahui pengaruh secara bersama-sama dari variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat.

1. Menentukan hipotesis statistik

$H_0 : b_1 = 0$, berarti tidak ada pengaruh *return on equity (ROE)*, *earning per share (EPS)*, *debt to equity (DER)*, *sales to total capital* dan *operating profit margin* secara simultan terhadap pendapatan saham perusahaan BUMN non keuangan di BEJ.

$H_A : b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 \neq 0$, berarti ada pengaruh *return on equity (ROE)*, *earning per share (EPS)*, *debt to equity ratio (DER)*, *sales to total capital* dan *operating profit margin* secara simultan terhadap pendapatan saham perusahaan BUMN non keuangan di BEJ.

2. Menentukan *Level of Significant* 95% atau $\alpha = 5\%$

3. Membandingkan nilai t hitung dengan t tabel, menggunakan uji dua arah atau dua ekor, dengan menggunakan derajat kebebasan sebesar $n-k-1$.
4. Diambil kesimpulan sebagai berikut :

H_0 gagal ditolak apabila $F < F_{tabel}$

H_0 ditolak apabila $F > F_{tabel}$

- c. Menghitung koefisien determinasi.

Semakin besar R^2 berarti makin tepat persamaan perkiraan regresi linier tersebut dipakai sebagai alat peramal, karena variasi perubahan variabel terikat dapat dijelaskan oleh perubahan variabel bebas.

Semua perhitungan uji F , uji T , dan uji determinasi itu dilakukan dengan bantuan *software* aplikasi komputer, yaitu Program SPSS release 12. 0 for Windows.

4.7 Uji Gejala Penyimpangan Asumsi Klasik

4.7.1. Multikolinieritas atau Kolinieritas Ganda

Kolinieritas ganda merupakan situasi dimana terdapat korelasi ganda yang tinggi, bilamana salah satu dari variabel-variabel independent beregresi terhadap yang lainnya (terdapat korelasi yang tinggi antarvariabel *independent*). Konsekuensi atau akibat yang ditimbulkan apabila asumsi ini tidak terpenuhi :

1. Penaksiran koefisien regresi masih mungkin dilakukan tetapi memiliki standar deviasi yang lebih besar.
2. Oleh karena nilai standar error dari koefisien regresi besar, maka dari itu dengan sendirinya interval keyakinan untuk parameter dari populasi cenderung melebar.

3. Dengan tingginya tingkat kolinieritas, probabilitas untuk menerima hipotesa, padahal itu salah, menjadi membesar nilainya.
4. Standart errornya menjadi sensitif.

4.7.2 Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan asumsi yang menyebutkan bahwa gangguan ϵ_i mempunyai varians yang sama. Apabila asumsi ini tidak terpenuhi atau terdapat heteroskedastisitas, maka akibatnya adalah penaksir OLS tetap tidak bias serta konsisten tetapi variansnya minimum. Sehingga uji signifikan tidak lagi akurat. Di samping itu metode OLS akan memberikan kesimpulan yang salah bila tetap digunakan. Jika terjadi gejala pelanggaran heteroskedastisitas pada salah satu atau beberapa variabel bebas, maka bisa dilakukan penanggulangan dengan cara transformasi log.

BAB V

HASIL PENELITIAN DAN ANALISIS HASIL PENELITIAN

5.1. Gambaran Umum Objek Penelitian

5.1.1. Badan Usaha Milik Negara (BUMN)

Undang-Undang Dasar 1945 mengamanatkan bahwa pelaku ekonomi nasional terdiri atas tiga bentuk usaha: swasta, badan usaha milik negara (BUMN), dan koperasi. Artinya, konstitusi memaklumkan bahwa di Indonesia terdapat perusahaan-perusahaan yang dimiliki negara, atau Badan Usaha Milik Negara, selain usaha swasta dan koperasi.

BUMN pada awalnya merupakan "kelanjutan" dari perusahaan-perusahaan besar milik pemerintah dan swasta Belanda yang beroperasi di Indonesia. Sebagian besar adalah perusahaan-perusahaan besar milik pemerintah dan swasta Belanda yang mengelola utilitas publik.

Eksistensi BUMN dimulai dari nasionalisasi perusahaan-perusahaan Belanda pada tahun 1957. Selama terjadinya nasionalisasi kepemilikan, 90% produksi perkebunan beralih tangan ke Pemerintah Indonesia. Demikian juga dengan 60% perdagangan luar negeri dan sekitar 246 pabrik, perusahaan pertambangan, perbankan, perkapalan, dan berbagai sektor jasa. Nasionalisasi mengakhiri dominasi ekonomi Belanda sekaligus menjadi titik awal pembentukan BUMN Indonesia.

Kinerja BUMN

Meskipun ditopang oleh berbagai kebijakan yang menguntungkan, namun, kinerja BUMN cenderung memburuk dari tahun ke tahun. Hal itu seperti terlihat pada tabel berikut

Tabel 5.1: Kinerja BUMN 1995-2002

Tahun	Aset (triliun Rp)	Peningkatan	Laba (triliun Rp)	Peningkatan	Return on Asset
1995	124	-	5,2	-	4,2%
1996	144	16%	6,6	27%	4,6%
1997	179	24%	8,3	26%	4,6%
1998	201	12%	6,8	(18%)	3,4%
1999	238	18%	7,7	13%	3,2%
2000	268	12%	7,4	(4%)	2,7%
2001	291	9%	7,9	8%	2,7%
2002	319	10%	8,2	3%	2,4%

Sumber: Kantor Men-BUMN, 2003

Gambaran peningkatan-peningkatan dengan fluktuasi yang ekstrem, seperti yang digambarkan tersebut (pada tahun 1996 dan 1997 naik 27% dan 26%, sementara pada tahun 1998 anjlok sampai minus 18%), menunjukkan kinerja agregat BUMN yang tidak sehat. Bahkan, penurunan persentase *return on asset* (RoA) dari 4,2% (1988) menjadi 2,4% (2002) mengungkap merosotnya produktivitas BUMN.

Dengan demikian, dapat diinterpretasikan bahwa perbaikan kesehatan BUMN pada kurun waktu tersebut lebih banyak ditempuh dengan cara mengucurkan dana segar kepada masing-masing BUMN. Perbaikan kondisi BUMN itu dapat dibaca lebih sebagai *relayasa akuntansi* dan *keuangan* daripada perbaikan kinerja manajemen dalam arti sesungguhnya. Gambaran “kesehatan semu” dari BUMN dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 5.2: Kesehatan BUMN 1995-2002

Tingkat Kesehatan	Kondisi BUMN							
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Sangat Sehat	35	58	60	54	43	43	52	49
Sehat	25	38	40	51	52	38	33	43
Kurang Sehat	37	29	29	29	37	38	35	37
Tidak Sehat	92	59	57	52	52	64	62	49
Jumlah	189	184	186	186	184	183	182	178

(Sumber: Departemen Keuangan RI, 2003)

Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa sejak tahun 1995 hingga 2002, rata-rata tingkat kesehatan BUMN sangat memperhatikan. Secara rata-rata, selama kurun waktu delapan tahun hanya 48,88% dari seluruh BUMN yang masuk kategori sehat (sehat dan sehat sekali).

Pada tahun 1997/1998, kontribusi BUMN dari dividen terhadap total penerimaan bukan pajak adalah Rp 1,096 triliun terhadap Rp 2,383 triliun, atau sekitar 46%. Pada tahun 2001/2002, kontribusi BUMN dari dividen terhadap total penerimaan bukan pajak nilainya Rp 1,477 triliun terhadap Rp 7,801 triliun, atau sekitar 14% saja. Jadi, kontribusi BUMN dari dividen terhadap pendapatan bukan pajak antara tahun 1997/98-2001/2002 merosot 32%, atau mengalami kemerosotan rata-rata 6,4% per tahun.

Perolehan negara dari pendapatan pajak penghasilan (PPh) BUMN terhadap total penerimaan pajak pada tahun 1997/1998 senilai Rp 1,438 triliun terhadap Rp 3,489 triliun, atau memberikan kontribusi 41,2% terhadap total penerimaan pajak. Perolehan negara dari pendapatan pajak penghasilan (PPh) BUMN terhadap total penerimaan pajak pada tahun 2001/2002 senilai Rp 2,202 triliun terhadap Rp 20,52 triliun, atau hanya 9,8%. Jadi, kontribusinya merosot menjadi 9,8%.

Artinya, antara tahun 1997/98-2001/02 terjadi kemerosotan relatif dari kontribusi BUMN dari PPh ke total penerimaan pajak sebesar 31,4%.

Demikian juga dalam hal produktivitas, yang tercermin dari profitabilitasnya. Pada tahun 1997/98 total aset BUMN adalah Rp 179,153 triliun, sementara pada tahun 2001/2002 melipat menjadi Rp 312,802 triliun. Namun, peningkatan aset tersebut tidak diimbangi dengan peningkatan laba. Laba BUMN sebelum pajak pada tahun 1997/98 adalah Rp 8,3 triliun, sementara pada tahun 2001/2002 adalah Rp 9,323 triliun. Jadi, peningkatan aset sebesar 75% hanya mampu mendongkrak keuntungan sebesar 12% saja. Itu belum dari sisi deviden.

Pada tahun 2000/2001, yang disumbangkan BUMN kepada APBN masih kecil, yakni hanya Rp 1,25 triliun. Jadi diukur dengan total asetnya yang Rp 291,9 triliun, skor RoA (*return on asset*) sangat kecil, yaitu 2,75%. Pada badan-badan usaha yang efisien, mereka memiliki nilai RoA 20%. Dengan RoA yang sebesar 2,75%, maka BUMN dapat dikatakan mengalami penggerogotan aset (*asset value destruction*) lebih dari Rp 12,5 triliun per tahun.

Pusat Data Bisnis Indonesia (PDBI) menunjukkan bahwa pada tahun 1993, total aset dari 300 perusahaan raksasa atau konglomerat adalah Rp 227 triliun dan memiliki omzet sebesar Rp 144,4 triliun, atau 63,61%. Pada tahun yang sama BUMN memiliki total aset Rp 267 triliun, namun hanya memiliki omzet Rp 82 triliun, atau 31,7% saja. Dua tahun berikutnya, 1995, 300 konglomerat Indonesia dengan total aset Rp 343 triliun dan memiliki omzet Rp 150 triliun, atau 45,73%. Pada tahun yang sama, total aset BUMN adalah Rp 291 triliun, namun hanya memiliki omzet Rp 100 miliar, atau 34,48%. Jadi secara relatif pun kinerja

BUMN pada saat itu kalah di banding swasta. Ini merupakan indikator tidak efisiennya proses bisnis di BUMN.

Kinerja BUMN secara rata-rata juga tidak baik. Sampai 31 Desember 1997, banyak BUMN yang terlibat di banyak sektor perekonomian nasional, dengan total aset sebesar Rp 461,6 triliun. Di antara 160 BUMN di bawah pengawasan Kantor Menteri Negara Pendayagunaan BUMN, 74 perusahaan atau 42,6% termasuk dalam kategori baik dan baik sekali. Sementara, sisanya (53,8%) berada pada kondisi kurang baik dan tidak baik, dengan kondisi rata-rata tidak efisien. Hal itu terlihat dari pertumbuhan aset yang lebih tinggi daripada labanya. Pada tahun 1997 aset BUMN berkembang sebesar 27,7%, namun laba yang diperoleh jauh di bawah persentase itu.

Indikasi lainnya adalah rendahnya tingkat Return on Investment (RoI) dan Return on Equity (RoE). Rata-rata RoI dan RoE relatif rendah 3,5% dan 9,6%. Keduanya jauh di bawah tingkat pengeluaran modal yang normalnya 14%, atau bahkan 60% pada kondisi yang semakin tertekan.

5.1.2. Perusahaan Sample Penelitian

Pada bagian ini diuraikan gambaran-gambaran perusahaan BUMN non keuangan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta yang menjadi sample pada penelitian ini, yaitu:

1. PT Telekomunikasi Indonesia Tbk.

Perusahaan perseroan (Persero) PT Telekomunikasi Indonesia Tbk pada mulanya merupakan bagian dari Post en Telegraafdienst yang didirikan pada tahun 1884 berdasarkan Keputusan Gubernur Jenderal Hindia Belanda No. 7 Tanggal 27 Maret 1884 dan diumumkan dalam Berita Negara Hindia Belanda No. 52 tanggal 3 April 1884.

Pada tahun 1991, berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 25 tahun 1991, status perusahaan diubah menjadi perseroan terbatas milik negara (persero). Perusahaan didirikan berdasarkan Akta notaris Imas Fatimah, SH. No. 128 tanggal 24 September 1991. Akta pendirian tersebut telah disetujui oleh oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia dengan surat Keputusan No. C2-6870.HT.01.01.Th.1991 tanggal 19 Nopember 1991 dan diumumkan dalam Berita Negara Republik Indonesia No. 210 tanggal 17 Januari 1992.

Sesuai Pasal 3 Anggaran Dasar perusahaan, ruang lingkup kegiatan perusahaan adalah melakukan usaha jasa di bidang telekomunikasi dan informasi. Untuk itu, perusahaan merencanakan, membangun, menyediakan, mengembangkan mengoperasi-kan, memasarkan, atau menjual, menyewakan dan memelihara jaringan telekomunikasi dan informatika.

Kegiatan utama perusahaan adalah menyelenggarakan jasa telekomunikasi dalam negeri yang meliputi telepon, teleks, telegram, satelit, surat elektronik dan jasa komunikasi bergerak dan seluler. Dalam rangka mempercepat pembangunan sarana telekomunikasi dan menjadikan perusahaan sebagai operator bertaraf internasional, serta meningkatkan teknologi, pengetahuan dan keahlian para

karyawannya, pada tahun 1996, perusahaan telah melakukan kerja sama dengan para mitra dalam pembangunan, pengelolaan dan pengoperasian sarana telekomunikasi di lima dari tujuh divisi regional melalui Pola Kerja sama Operasi (KSO).

Pemegang saham PT Telkom Tbk adalah: Pemerintah RI 51,19%, Norbac Inc. 6,79%, Bank of New York 7,06%, dan masyarakat 34,96%.

2. PT Indosat Tbk.

PT Indosat Tbk. didirikan dengan nama PT Indonesian Satellite Corporation pada tanggal 10 November 1967 dan merupakan perusahaan PMA. Pada tahun 1980, perusahaan dijual kepada Pemerintah Republik Indonesia dan menjadi Badan Usaha Milik Negara (Persero). Pada tanggal 30 September 2004 perusahaan mengubah nama perusahaan dari PT Indonesian Satellite Corporation Tbk menjadi PT Indosat Tbk.

Sesuai Pasal 3 Anggaran Dasar, perusahaan bertujuan untuk menyelenggarakan jaringan dan/atau jasa telekomunikasi serta informatika dengan melaksanakan kegiatan-kegiatan penyediaan dan pelayanan jaringan dan/atau jasa telekomunikasi serta usaha informatika.

Kedudukan perusahaan sebagai badan penyelenggara jasa telekomunikasi internasional ditegaskan kembali berdasarkan Undang-undang No.3 Tahun 1989 tentang telekomunikasi dan Peraturan Pemerintah No.77 tahun 1991.

Pemegang saham PT Indosat Tbk adalah: Indonesia Communication Limited Mauritius 41,07%, Pemerintah RI 14,69%, dan masyarakat 44,29%

3. PT Semen Gresik Tbk.

PT Semen Gresik (Persero) Tbk. didirikan pada tanggal 25 Maret 1953 dengan nama NV Pabrik Semen Gresik dan memulai kegiatan komersialnya 7 Agustus 1957. Pada tanggal 17 April 1961, NV Pabrik Semen Gresik dijadikan perusahaan negara (BUMN) berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 132 tahun 1961, kemudian berubah menjadi PT Semen Gresik (Persero) pada tanggal 24 Oktober 1969.

Anggaran dasar perseroan telah mengalami beberapa kali perubahan dan yang terakhir berdasarkan akta notaris Ny. Poerbaningsih Adi Warsito, SH. No. 12 tanggal 12 Maret 1999. Perubahan tersebut diumumkan dalam Lembaran Berita Negara Republik Indonesia No. 47 tanggal 11 Juni 1999, tambahan No. 157.

Ruang lingkup kegiatan perseroan dan anak perusahaan meliputi berbagai kegiatan industri, namun kegiatan utamanya adalah produksi dan distribusi semen. Perseroan berkedudukan dan berkantor pusat di Jl. Veteran Gresik Jawa Timur. Sedangkan lokasi pabrik berada di Gresik dan Tuban Jawa Timur, Indarung di Sumatera Barat serta Pangkep di Sulawesi Selatan. Hasil produksi perseroan dan anak perusahaan dipasarkan di dalam dan di luar negeri. Saat ini, pemegang saham PT Semen Gresik adalah: Pemerintah Indonesia 51,01%, Cemex SA 25,53%, dan publik 23,46%.

4. PT Aneka Tambang Tbk.

Perusahaan perseroan PT Aneka Tambang Tbk didirikan pada tanggal 5 Juli 1968 berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 22 Tahun 1968 dengan nama Perusahaan Negara (PN) Aneka Tambang. Pada tanggal 14 Juni 1974, berdasarkan Peraturan Pemerintah No.26 tahun 1974, status perusahaan diubah dari Perusahaan Negara menjadi Perseroan Terbatas dan sejak itu dikenal sebagai Perusahaan Perseroan (Persero) Aneka Tambang.

Berdasarkan Pasal 3 Anggaran Dasar, ruang lingkup kegiatan perusahaan adalah di bidang pertambangan berbagai jenis bahan galian, serta menjalankan usaha di bidang industri, perdagangan, pengangkutan dan jasa lainnya yang berkaitan dengan bahan galian.

Perusahaan mulai beroperasi secara komersial pada tanggal 5 Juli 1968. Sedangkan Pemegang saham PT Aneka Tambang Tbk adalah: Pemerintah RI 65%, Open Heimer FD Inc. 9,00%, dan masyarakat 26%.

5. PT Timah Tbk.

PT Timah Tbk. didirikan pada tanggal 2 Agustus 1976. Pada tanggal 3 Agustus 1995, perusahaan mengubah diri menjadi perusahaan publik dengan penawaran saham Seri B dan *Global Depository Receipts* (GDR) secara bersamaan melalui pasar modal domestik dan internasional pada 14 Agustus 1995.

Pada tanggal 27 Desember 1995, perusahaan memperoleh persetujuan dari Badan Pengawas Pasar Modal melalui suratnya no. S-1246/PM/1995 untuk

melakukan penawaran umum atas 176.155.000 saham Seri B dan GDR milik perusahaan. Penawaran umum yang terakhir dilakukan pada tanggal 19 Oktober 1995.

Pada tanggal 7 Mei 1998, sehubungan dengan pengelompokan unit usaha perusahaan. Dengan perubahan anggaran dasar tersebut, nama perusahaan berubah dari PT Tambang Timah (persero) menjadi Perusahaan Perseroan (Persero) PT Timah Tbk, disingkat PT Timah Tbk.

Perusahaan dan anak-anak perusahaan berusaha dalam bidang pertambangan, perindustrian, perdagangan, pengangkutan, dan jasa. Kegiatan utama perusahaan adalah berfungsi sebagai perusahaan induk yang melakukan kegiatan investasi dan melakukan jasa pemasaran kepada grup.

Perusahaan berkedudukan di Pangkalpinang, Bangka Belitung. Perusahaan mempekerjakan 517 karyawan (2003: 426 karyawan). Total karyawan grup adalah 4.607 orang (2003: 4.889 orang). Pemegang saham PT Timah Tbk saat ini adalah: Pemerintah RI 65% dan masyarakat 35%.

5.2. Deskripsi Variabel Penelitian

Pada bagian ini diuraikan perkembangan dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, baik variabel dependen maupun variabel independen.

5.2.1. Perkembangan Pendapatan Saham Perusahaan Sample

Perkembangan pendapatan saham perusahaan-perusahaan sample selama periode penelitian seperti yang ditunjukkan oleh Tabel 5.3. sebagai berikut:

Tabel 5.3. Pendapatan Saham Perusahaan Sample (%)

BUMN/TH	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Rata-rata
Telkom	-10	30,91	-5,5	-17,98	15,86	14,68	10,27	-3,39	4,36
Indosat	-8,28	27,86	-21,82	-24,28	27,5	10,82	8,9	-17,62	0,38
Semen Gresik	-1,37	36,54	-2,38	-37,79	46,76	5,47	10,67	-10,57	5,91
Antam	-1,57	5,13	-17,12	-16,72	30	-9,37	-20	-1,16	-3,85
Timah	-11,58	50,5	-11,56	-22,53	-10	0	0	-3,61	-1,10
Rata-rata	-6,56	30,188	-11,676	-23,86	22,024	4,32	1,968	-7,29	

Sumber: Bursa Efek Jakarta (Diolah) 2005

Dari Tabel 5.3. di atas, terlihat bahwa PT Semen Gresik Tbk. memberikan pendapatan saham rata-rata tertinggi yaitu sebesar 5.91%. Artinya, kinerja keuangan PT Semen Gresik direspons oleh pasar secara positif rata-rata sebesar 5.91%. Pendapatan saham sebesar itu adalah pendapatan saham yang diperoleh dari selisih harga pada hari penutupan perdagangan April dibanding hari penutupan Februari. Ini dengan asumsi bahwa pada hari terakhir perdagangan Februari, investor belum memperoleh informasi tentang kinerja keuangan perusahaan, sedangkan hari akhir perdagangan April adalah harga yang mencerminkan respons investor setelah mengetahui kinerja keuangan perusahaan pada bulan Maret.

Kinerja keuangan PT Telkom Tbk juga direspons cukup baik oleh investor. Itu ditunjukkan oleh pendapatan saham yang besarnya 4.36%. Sementara itu, kinerja PT Aneka Tambang dan PT Timah rata-rata direspons negatif yang

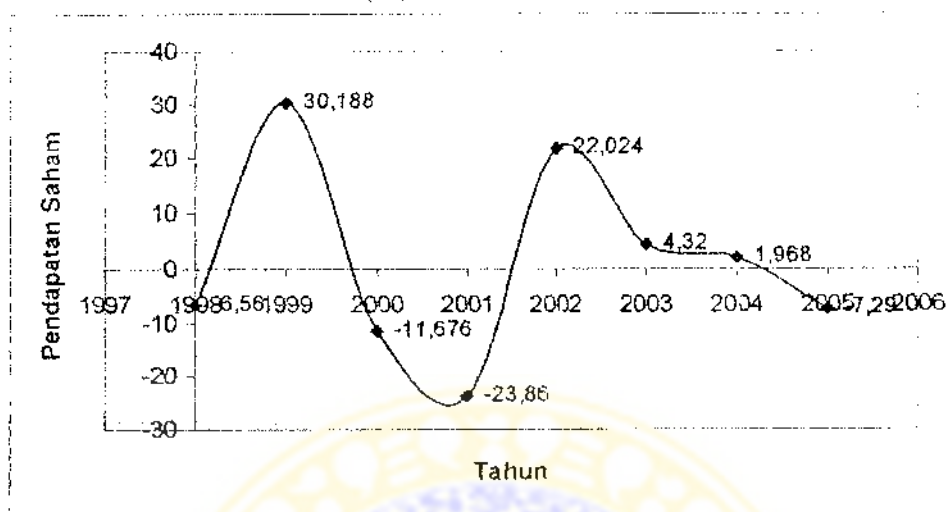
ditunjukkan dengan penurunan harga saham setelah investor mengetahui kinerja keuangan kedua perusahaan itu. Selama delapan tahun 1998-2005, hanya sekali kinerja keuangan PT Timah direspons positif oleh investor, yaitu tahun 1999. Sedang saham PT Aneka Tambang dua kali direspons positif, yaitu tahun 1999 dan 2002, masing-masing sebesar 5.13% dan 30%.

Dari tabel itu juga bisa dilihat bahwa pendapatan saham BUMN-BUMN itu sangat fluktuatif. Dari rata-rata pendapatan saham lima BUMN tersebut, tampak bahwa pada tahun setelah mengalami keterpurukan tahun 1997-1998, BUMN-BUMN itu memberikan pendapatan saham yang paling tinggi tahun 1999 sebesar 30,18%, lalu anjlok drastis tahun 2001. Tahun lalu naik lagi tahun 2002, dan menunjukkan trend menurun hingga 2005. Hal itu

Beberapa tahun, pendapatan saham BUMN-BUMN itu negatif. Artinya, harga sahamnya justru turun, ketika para investor di pasar modal (BEJ) mengetahui kinerja BUMN tersebut. Dari delapan tahun yang diteliti, 1998-2005, empat kali BUMN-BUMN itu memberikan pendapatan saham negatif, yang berarti harga saham pada hari terakhir perdagangan April turun dibanding hari perdagangan terakhir Februari. Hal itu berarti, kinerja keuangan BUMN pada empat tahun itu, 1997, 1999, 2000, 2004, direspons negatif oleh para investor. Selain faktor fundamental perusahaan BUMN sample ini, rendahnya pendapatan saham, bahkan negatif, itu juga disebabkan oleh faktor-faktor lain seperti fundamental makroekonomi Indonesia yang kurang mendukung sektor bisnis pasca krisis.

Hal itu sangat jelas bila melihat grafis pada Gambar 5.1 di bawah ini:

Gambar 5.1. Grafis Perkembangan Pendapatan Saham Perusahaan Sample Tahun 1998-2005 (%)



5.2.2. Return on Equity (ROE) Perusahaan Sample

Return on equity (ROE) perusahaan BUMN yang menjadi sample penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 5.4. sebagai berikut:

Tabel 5.4. Return on Equity Perusahaan Sample 1997-2004 (%)

BUMN/TH	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Rata-rata
PT Telkom	11,95	11,12	17,77	20,18	45,58	55,01	35,16	30,25	28,38
PT Indosat	21,36	27,75	28,98	30,7	13,52	3,17	50,51	12,39	23,55
Semen Girs	8,9	8,59	8,78	11,5	10,04	7,04	11,17	14,22	10,03
PT Antam	61,89	22,19	16,19	21,89	18,65	10,42	12,7	32,57	24,56
PT Timah	21,95	41,01	22,88	20,7	2,46	0,76	2,71	11,79	15,53
Rata-rata	25,21	22,132	18,92	20,994	18,05	15,28	22,45	20,244	

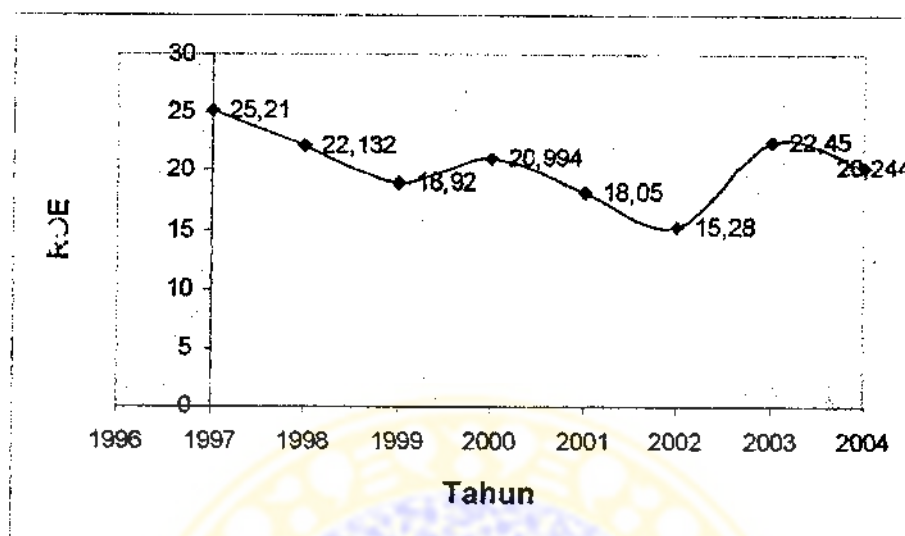
Sumber: Annual Report BUMN-BUMN 1997-2005

Tabel 5.4. itu menunjukkan bahwa RoE rata-rata PT Telkom Tbk. adalah yang paling tinggi, yaitu 28.37%. Pada tahun 2001 dan 2002, RoE PT Telkom 45.58% dan 55.01% karena didukung oleh meningkatnya pendapatan dari

kenaikan tarif telepon dan pendapatan dari anak perusahaannya PT Telkom yang cukup tinggi. Tahun 2002, PT Telkom memperoleh laba bersih Rp 8 triliun. *Return on equity* PT Aneka Tambang Tbk. dan PT Indosat juga cukup baik, yaitu rata-rata masing-masing 24,33% dan 23,54%. Sedangkan *RoE* rata-rata PT Semen Gresik Tbk paling kecil, yaitu 10,03%.

Tingkat pengembalian ekuitas PT Aneka Tambang dan PT Timah pasca krisis tampak cukup kecil. Bahkan, *RoE* PT Timah pada tahun 2001-2003 hanya 2,46%, 0,76%, dan 2,71%. Tahun 2001-2003 itu, kinerja PT Timah memang sangat buruk. Laba bersihnya anjlok dari Rp 331, 56 miliar tahun 2000 menjadi Rp 36,77 miliar pada tahun 2001 dan hanya Rp 11,27 miliar pada tahun berikutnya. Penyebabnya, membengkaknya beban pokok penjualannya. Secara umum, *RoE* BUMN-BUMN ini menunjukkan trend penurunan. Sejak 1997, *RoE* rata-rata BUMN itu terus mengecil, dan baru naik lagi pada tahun 2003, dan turun lagi pada tahun 2004.

Melihat data itu, sepanjang tahun penelitian delapan tahun, 1997-2004, *RoE* BUMN-BUMN itu berkisar antara 15 % hingga 25 %, termasuk ketika memasuki krisis ekonomi tahun 1998-1999. Meski turun saat krisis, *RoE* kelima BUMN itu masih positif dan di atas 18%. Perkembangan *RoE* BUMN-BUMN non-keuangan di BEJ itu lebih jelas lagi dengan melihat grafik perkembangan *RoE* 1997-2004 seperti pada Gambar 5.2. di bawah ini:

Gambar 5.2. Perkembangan *RoE* Perusahaan Sample 1997-2004 (%)

5.2.3. Perkembangan *Earning Per Share (EPS)* Perusahaan Sample

Perkembangan *earning per share (EPS)* perusahaan-perusahaan yang menjadi sample penelitian ini adalah seperti yang disajikan pada Tabel 5.5.. Data dalam Tabel 5.5. ini merupakan persentase perubahan EPS dari tahun ke tahun sejak 1996 hingga 2004. Ini dilakukan agar EPS yang dinyatakan dalam rupiah tidak bias, mengingat nilai rupiah *EPS* untuk masing-masing saham bisa bermakna berbeda karena nilai per sahamnya berbeda.

Tabel 5.5. *Earning Per Share (EPS)* Perusahaan Sample (%)

BUMN/TH	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Rata-rata
Telkom	2,86	1,43	79,88	32,57	41,20	89,16	-62,14	101,37	35,79
Indosat	6,68	71,74	25,34	30,86	-14,35	-78,25	261,29	-73,24	28,76
Semen Grs	13,64	-4,70	8,85	42,47	-7,37	-28,36	63,78	39,75	16,01
Antam	-23,82	162,21	26,68	63,50	-39,69	43,59	12,14	26,25	33,86
PT Timah	17,67	192,06	38,70	4,27	-88,92	-69,86	231,81	383,56	88,66
Rata-rata	3,41	84,55	35,89	34,73	-21,83	-8,74	101,38	95,54	

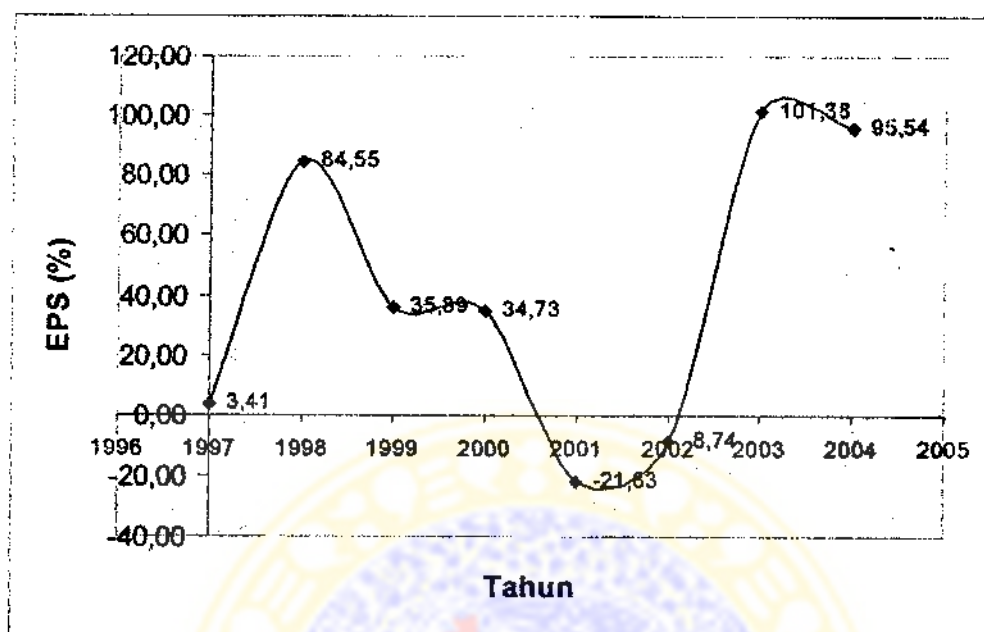
Sumber: Annual Report BUMN-BUMN, 2003

Dari tabel itu juga bisa dilihat bahwa PT Timah bisa memberikan perubahan *EPS* rata-rata paling tinggi dibanding empat BUMN yang menjadi sample penelitian ini, yaitu rata-rata 88,66%. Sebenarnya, laba bersih yang dihasilkan PT Timah tahun 2003 tidak terlalu tinggi, yaitu Rp 36,497 miliar. Tapi, nilai itu hampir tiga kali lipat dari laba bersih tahun sebelumnya yang hanya Rp 11,278 miliar. Nilai itu sangat kecil dibanding laba bersih PT Timah tahun 1998 yang mencapai Rp 518, 828 miliar akibat keuntungan selisih kurs yang sangat besar saat krisis moneter.

Perkembangan *EPS* perusahaan-perusahaan itu juga sangat fluktuatif. PT Indosat, misalnya, tahun 2001, 2002, dan 2004 mengalami penurunan perubahan *EPS* yang cukup tajam. Tapi, pada tahun 2003, perusahaan telekomunikasi itu mengalami peningkatan *EPS* yang luar biasa, yaitu 261,29 persen.

Melihat tabel di atas, terlihat bahwa *earning per share* (*EPS*) BUMN-BUMN non-keuangan di BEJ mengalami perkembangan naik-turun selama delapan tahun periode penelitian 1997-2004. Yang menarik, *EPS* rata-rata mengalami penurunan yang cukup tajam pada tahun 2001 dan 2002, masing-masing turun 21% dan 8 persen. Sejak tahun itu, *EPS* rata-rata justru mengalami peningkatan yang sangat tajam, yaitu 101,38% tahun 2003 dan masih naik lagi 95,54% pada tahun 2004.

Perkembangan *EPS* BUMN-BUMN itu lebih jelas lagi seperti tampak pada Gambar 5.3. di bawah ini:

Gambar 5.3. Perkembangan *Earning per Share* Perusahaan Sample (%)

5.2.4. Perkembangan *Debt to Equity Ratios (DER)* Perusahaan Sample

Debt to equity ratio (DER) perusahaan-perusahaan BUMN yang menjadi sample penelitian selama masa penelitian adalah sebagai berikut:

Tabel 5.6. *Debt to Equity Ratio* Perusahaan Sample (%)

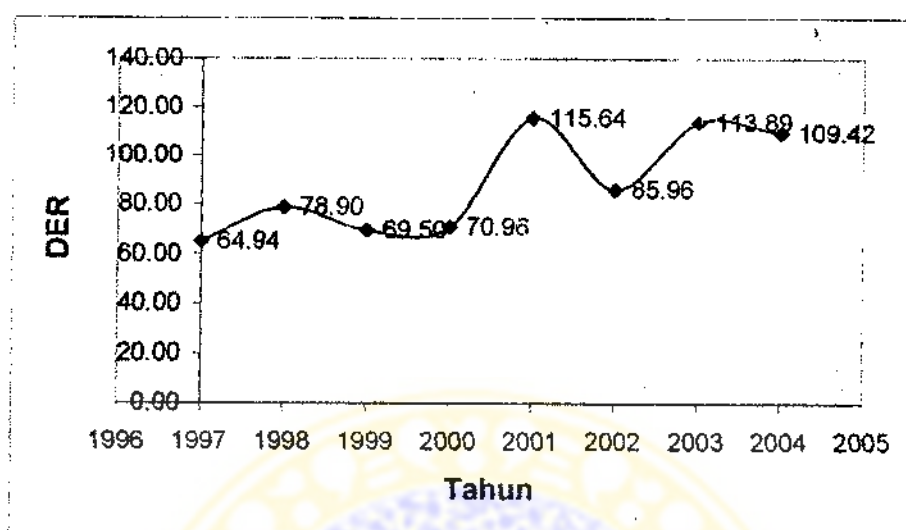
BUMN/TH	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Rata2
PT Telkom	83,07	105,18	115,14	109,3	235,01	185,42	169,02	153,34	144,44
PT Indosat	17,4	22,67	20,77	22,61	103,87	106,21	115,22	110,15	65,11
Semen Grs	101,52	163,93	145,52	150,9	175,79	79,84	95,03	79,71	124,03
PT Antam	40,77	35,91	41,3	43,25	32,79	27,95	142,6	143,83	63,55
PT Timah	81,94	66,8	24,77	28,74	28,74	30,39	47,57	60,09	46,13
Rata-Rata	64,94	78,90	69,50	70,96	115,64	85,96	113,89	109,42	

Sumber: Annual Report BUMN-BUMN di BEJ

Dari Tabel 5.6. tersebut terlihat bahwa PT Telkom dan PT Semen Gresik memiliki utang rata-rata lebih besar dibanding modal (ekuitas)-nya. PT Telkom memiliki utang-rata-rata 44.43 persen lebih besar dibanding ekuitasnya. Bahkan, pada tahun 2001, utang Telkom 135% lebih besar dibanding ekuitasnya (*DER* 235%). Meski begitu, utang yang besar itu tidak sampai membahayakan, karena laba kedua perusahaan itu tiap tahun cukup besar untuk membayar cicilan pokok dan bunga. PT Telkom dari tahun ke tahun mampu mengurangi beban utangnya, sehingga *DER*-nya terus menurun.

Dalam delapan tahun itu, PT Aneka Tambang dan PT Timah cukup bisa mengendalikan utangnya. Rasio utang dibanding modalnya rata-rata tidak melebihi 100%, yang berarti utangnya tidak lebih besar daripada ekuitasnya.

DER BUMN-BUMN itu menunjukkan kecenderungan meningkat. Pada tahun 1997, rata-rata BUMN tersebut hanya memiliki *DER* 64,94%, tapi dari tahun ke tahun terus meningkat dan mencapai di atas 100% pada tahun 2001 hingga 2004, kecuali tahun 2002 yang turun ke 85%. Perkembangan rasio utang/ekuitas BUMN-BUMN itu bisa dilihat lebih jelas lagi pada gambar berikut ini.

Gambar 5.4. Perkembangan *DER* Perusahaan Sample (%)

5.2.5. Perkembangan *Sales to Asset Ratios* Perusahaan Sample

Perputaran modal (*sales to asset ratio*) BUMN-BUMN yang menjadi sample penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 5.7. *Sales to Asset Ratio* Perusahaan Sample (%)

BUMN/TH	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Rata2
PT Telkom	29,59	27,68	29,59	37,82	49,67	46,95	53,92	60,33	41,94
PT Indosat	36,49	36,17	47,59	39,45	22,99	30,76	31,60	37,85	35,36
Semen Grs	31,10	32,45	42,91	47,70	53,17	62,40	83,08	91,37	55,52
PT Antam	28,08	51,69	47,01	62,25	67,90	66,81	49,43	47,31	52,56
PT Timah	60,13	119,89	97,60	79,39	97,15	81,47	98,14	116,39	93,77
Rata-rata	37,08	53,58	52,94	53,32	58,18	57,68	63,23	70,65	

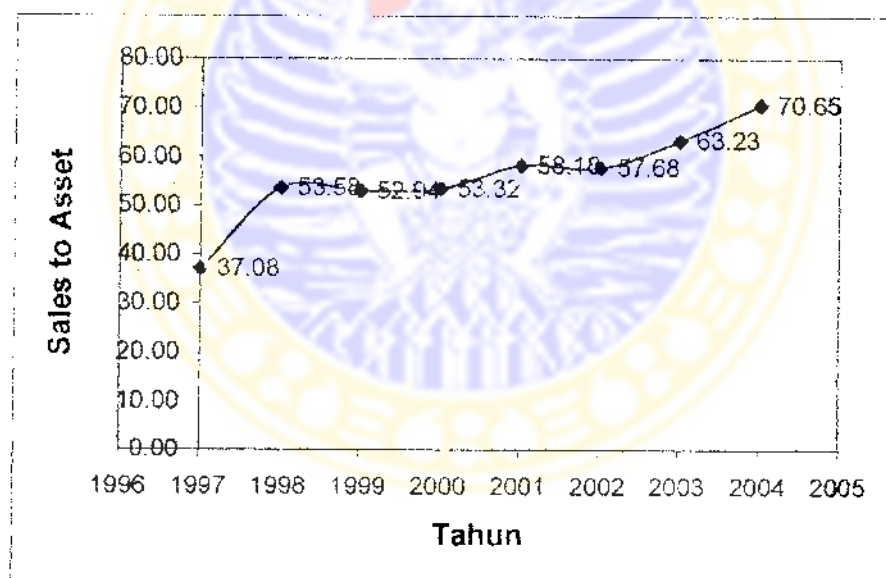
Sumber: Annual Report BUMN-BUMN di BEJ

Melihat Tabel 5.7. tersebut, diketahui bahwa *sales* rata-rata BUMN ini relatif stabil antara 35% hingga 55%, atau kurang dari 60 persen aset perusahaan

yang dikelola. Hanya PT Timah yang rata-rata memiliki perputaran modal hingga 93.77%. Bahkan pada tahun 1998 dan 2004 ini penjualannya melebihi nilai aktivasnya. Meski begitu, penjualan yang besar itu ternyata tidak selalu diimbangi oleh laba bersih yang besar bagi PT Timah, karena tingginya beban biaya. PT Telkom, Semen Gresik, Indosat, dan Aneka Tambang yang nilai aktivasnya sangat besar memiliki *sales to asset ratio* yang rendah, rata-rata sekitar 50%.

Perkembangan *sales to asset ratio* BUMN-BUMN selama delapan tahun periode penelitian itu bisa dilihat pada gambar berikut:

Gambar 5.5. Perkembangan *Sales to Asset Ratio* Perusahaan Sample (%)



Jika melihat perkembangan tahun ke tahun pada periode penelitian, *sales to asset* BUMN-BUMN itu menunjukkan trend peningkatan dan stabil di atas 50%. Pada tahun 2004, *sales to asset* mencapai rata-rata 70,65% yang berarti

BUMN-BUMN itu bisa lebih memberdayakan aktivitya. Nilai itu mencapai hampir dua kali lipat dibanding sales to asset rata-rata BUMN itu tujuh tahun sebelumnya (1997) yang hanya 37,08%.

5.2.6. Perkembangan *Operating Profit Margin* Perusahaan Sample

Operating Profit Margin (OPM) BUMN-BUMN yang menjadi sample penelitian selama periode penelitian seperti terlihat pada tabel berikut:

Tabel 5.8. *Operating Profit Margin* Perusahaan Sample (%)

BUMN/TH	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Rata2
PT Telkom	42,75	39,38	37,78	46,88	47,21	43,89	44,16	41,02	42,88
PT Indosat	53,93	62,81	55,50	47,38	35,59	28,25	28,51	30,66	42,83
Semen Grs	23,46	27,24	24,03	21,73	21,07	20,08	16,88	15,79	21,29
PT Antam	32,51	46,51	32,91	35,09	27,14	16,92	20,94	38,20	31,28
PT Timah	28,45	54,30	30,08	23,50	7,30	1,92	9,59	10,13	20,66
Rata-rata	36,22	46,048	36,06	34,916	27,662	22,212	24,016	27,16	

Sumber: Annual Report BUMN-BUMN di BEJ

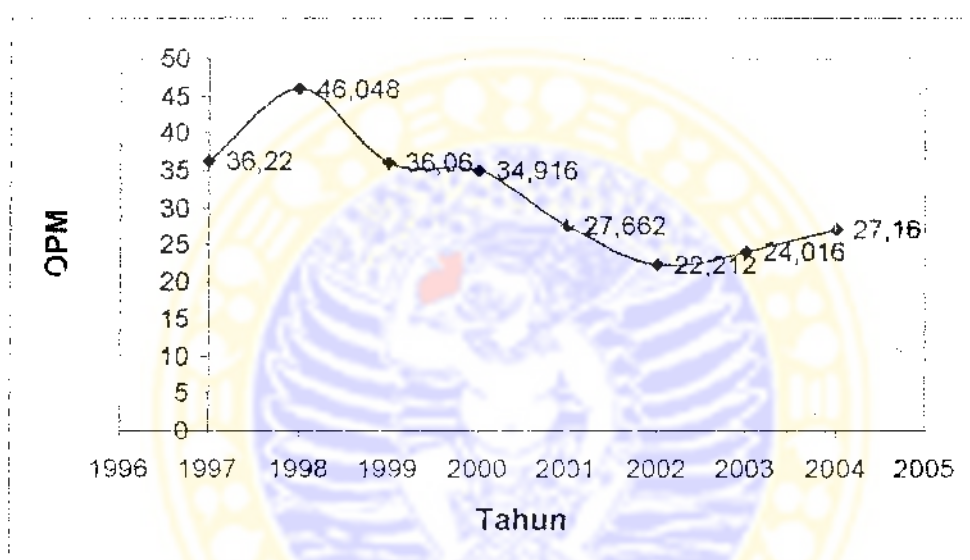
Melihat Tabel 5.8. di atas, terlihat bahwa sektor jasa telekomunikasi memberikan rasio laba operasi/penjualan yang paling tinggi. Rata-rata, Telkom memiliki *operating profit margin* sebesar 42.88 persen. Sedang Indosat rata-rata 42.82%. Sementara PT Semen Gresik, PT Aneka Tambang, dan PT Timah yang bergerak dalam bidang manufaktur memiliki rasio laba operasi yang rendah.

Rasio laba operasi ini menunjukkan potensi laba bersih yang akan diterima perusahaan dan menunjukkan seberapa besar perusahaan itu berpotensi menghasilkan laba. Karena, banyak perusahaan memperoleh laba besar karena pendapatan lain-lain seperti penjualan aset atau pendapatan selisih kurs. Begitu

juga sebaliknya, banyak perusahaan mengalami kerugian karena kerugian lain-lain, bukan kerugian operasi.

Perkembangan *operating profit margin* BUMN sample dari tahun ke tahun selama periode penelitian tampak pada gambar di bawah ini:

Gambar 5.6. Perkembangan *Operating Profit Margin* Perusahaan Sample (%)

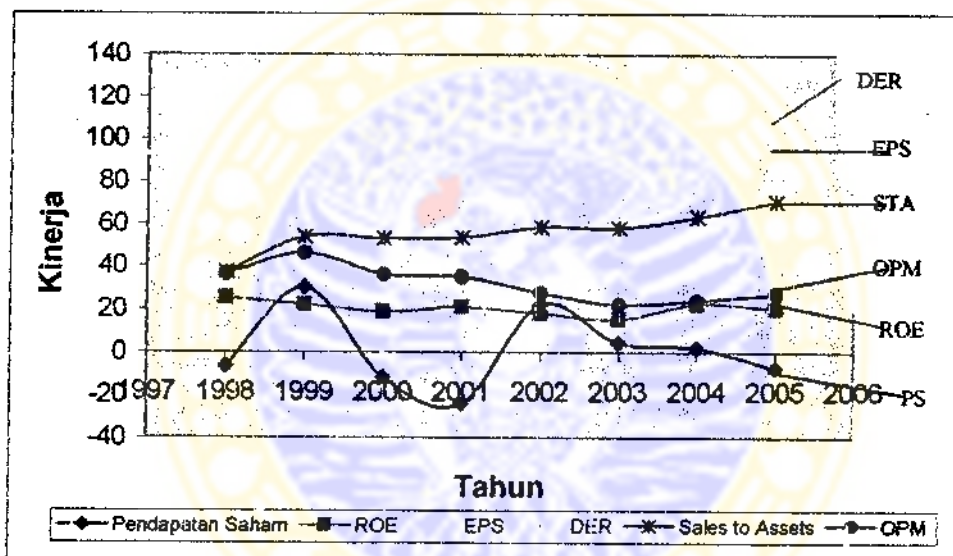


Perkembangan *operating profit margin* dari tahun ke tahun menunjukkan trend penurunan setelah tahun 1998. Meski begitu, rata-rata OPM masih di atas 20% hingga 30%. Hal itu menunjukkan bahwa BUMN-BUMN itu berpotensi memberikan keuntungan sekitar 20-30 persen dari nilai penjualannya. Sektor jasa telekomunikasi (PT Telkom dan PT Indosat) bisa memberikan *operating profit margin* rata-rata lebih besar, sekitar 40%, daripada sektor manufaktur (PT Semen Gresik, PT Aneka Tambang, dan PT Timah) yang hanya sekitar 20%-30%.

5.2.7. Perbandingan Kinerja dan Pendapatan Saham Perusahaan Sample

Perkembangan kinerja BUMN, yaitu *return on equity (ROE)*, *earning per share (EPS)*, *debt to equity ratio (DER)*, *sales to asset ratio (STA)*, dan *operating profit margin (OPM)* dan pendapatan saham (PS) dari tahun ke tahun selama periode penelitian dapat dilihat pada gambar berikut:

Gambar 5.7. Perbandingan Perkembangan Kinerja dan Pendapatan Saham (%)



Dari gambar tersebut bisa dilihat bahwa *ROE*, *sales to asset ratio*, dan *operating profit margin* relatif berkembang flat, tidak mengikuti perkembangan pendapatan saham yang fluktuatif. Sedangkan perkembangan EPS dan DER tampak mengikuti perkembangan pendapatan saham. Hubungan kinerja-kinerja itu dengan pendapatan saham akan dijelaskan dalam sub bab 5.3. Analisis Hasil Penelitian.

5.3. Analisis Hasil Penelitian

Data yang telah dikumpulkan untuk penelitian ini ditabulasi dengan tujuan untuk memudahkan dalam analisis. Satuan dari masing-masing variabel bebas disamakan, yaitu dijadikan prosentase. Penyamaan satuan tersebut dengan maksud agar tidak terjadi bias pada saat mengambil kesimpulan berkaitan dengan besarnya pengaruh variabel bebas secara parsial terhadap variabel tergantung.

Beberapa asumsi yang digunakan dalam analisis ini adalah sebagai berikut :

1. Data yang digunakan adalah data dengan skala rasio.
2. Tidak terjadi pelanggaran terhadap asumsi linier klasik. Jika terjadi dilakukan penanggulangan.
3. Pada saat menginterpretasikan satu variabel bebas, maka variabel bebas dan faktor lain dianggap konstan (*ceteris paribus*)

Pengolahan data untuk analisis statistika penelitian ini menggunakan bantuan *software* aplikasi komputer yaitu *SPSS Program release 12.0 for Windows*. Dari hasil analisis dengan menggunakan komputer, didapatkan hasil analisis koefisien determinasi, koefisien korelasi yang dapat dilihat pada Tabel 5.9, Tabel 5.11, dan Tabel 5.12.

Perhitungan koefisien determinasi dimaksudkan untuk mengetahui besarnya pengaruh (tingkat bermaknasi) variabel bebas secara serempak terhadap variabel tergantung. Koefisien korelasi adalah untuk mengetahui tingkat hubungan antara variabel bebas secara serempak dengan variabel tergantung.

Tabel 5.9. Hasil Analisis: Koefisien Determinasi (R Square)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.477 ^a	.227	.114	.189271

a. Predictors: (Constant), Operating profit margin, EPS, DER, Sales to asset, ROE

Dari Tabel 5.9. diperoleh koefisien determinasi sebesar 0,227 atau 22,7%. Nilai tersebut memberikan arti bahwa variabel bebas yang terdiri dari, *Return On Equity (ROE)*, *Earning Per Share (EPS)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Sales to Asset Ratio*, dan *Operating Profit Margin (OPM)* dapat menerangkan variasi variabel tergantung, yaitu pendapatan saham, sebesar 22,7%. Sisanya sebesar 77,3% diterangkan oleh variabel lain di luar model. Berdasarkan hasil ini, maka model banyak dipengaruhi oleh variable lain di luar model.

Koefisien korelasi yang didapatkan adalah sebesar 0,477 atau 47,7%. Hal ini memberikan arti bahwa terdapat hubungan antara variabel bebas dengan variabel tergantung yang cukup kuat (sedang). Kesimpulan ini didasarkan pada pendapat S. Hadi (1979: 310) seperti pada Tabel 5.15

Tabel 5.10. Tingkatan Besarnya Hubungan (Korelasi)

	R (Koefisien Korelasi)	Tingkat Hubungan
1	$0,0 < r < 0,2$	Sangat Lemah
2	$0,2 < r < 0,4$	Lemah
3	$0,4 < r < 0,6$	Sedang
4	$0,6 < r < 0,8$	Kuat
5	$0,8 < r < 1,0$	Sangat kuat

Sumber : Hadi, Sutrisno, 1979, Metodologi Research. Jakarta, Erlangga

Hasil analisis untuk Analisis Varian (ANOVA) yaitu perhitungan nilai F hitung dapat dilihat pada Tabel 5.11. Perhitungan nilai F hitung ini digunakan untuk mengetahui bermaknasi pengaruh variabel bebas secara serempak terhadap variabel tergantung.

Tabel 5.11. Hasil Analisis F hitung

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.358	5	7,168E-02	2,001	.104 ^a
	Residual	1,218	34	3,582E-02		
	Total	1,576	39			

a. Predictors: (Constant), Operating profit margin, EPS, DER, Sales to asset, ROE

b. Dependent Variable: Pendapatan saham

Sumber : Lampiran 3

Pada Tabel 5.11 diperoleh nilai F hitung sebesar 2,001 dengan probabilitas sebesar 0,104 yang berarti lebih besar dari *level of significance* (α) yaitu 0,05. Dari nilai F hitung dan probabilitas tersebut, dapat diambil kesimpulan bahwa lima variabel bebas yang terdiri dari; *Return On Equity (ROE)*, *Earning Per Share (EPS)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Sales to Asse Rattiot*, dan *Operating Profit Margin (OPM)* secara serempak mempunyai pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham.

Hasil analisis untuk mencari koefisien regresi, uji t test hitung, dan nilai VIF dapat dilihat pada tabel 5.12. Koefisien regresi adalah untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel bebas secara parsial terhadap variabel tergantung.

Nilai t test hitung digunakan untuk mengetahui tingkat signifikansi statistik dari variabel bebas secara parsial terhadap variabel tergantung.

Tabel 5.12. Hasil Analisis: Koefisien Regresi, dan t Test Hitung

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations		
		B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part
1	(Constant)	-.101	.110		-.921	.364			
	ROE	-.344	.327	-.227	-1.053	.300	.083	-.178	-.159
	EPS	.044	.019	.357	2.249	.031	.345	.360	.339
	DER	.089	.057	.249	1.546	.131	.266	.256	.233
	Sales to asset	-.118	.140	-.132	-.846	.403	-.087	-.144	-.128
	Operating profit margin	.400	.294	.285	1.359	.183	.159	.227	.205

a. Dependent Variable: Pendapatan saham

Sumber : Lampiran 3

Pada Tabel 5.12, dapat diperoleh nilai koefisien regresi dari masing-masing variabel bebas sehingga dapat dibuat persamaan regresi sebagai berikut;

$$Y_{it} = -0.10 - 0.34X_{1it-1} + 0.04X_{2it-1} + 0.09X_{3it-1} - 0.12X_{4it-1} + 0.40X_{5it-1}$$

Koefisien regresi untuk X_{1it-1} yaitu ROE adalah sebesar -0.34 dengan t hitung sebesar -1.05 dan mempunyai probabilitas sebesar 0,30. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga pertumbuhan ROE secara parsial mempunyai pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham.

Koefisien regresi untuk $X_{2 \text{ it-1}}$ yaitu EPS adalah sebesar 0,04 dengan t hitung sebesar 2.249 dan mempunyai probabilitas sebesar 0,031. Nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga EPS secara parsial mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap pendapatan saham.

Koefisien regresi untuk $X_{3 \text{ it-1}}$ yaitu DER adalah sebesar 0,09 dengan t hitung sebesar 1.55 dan mempunyai probabilitas sebesar 0,13. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga DER secara parsial mempunyai pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapat saham.

Koefisien regresi untuk $X_{4 \text{ it-1}}$ yaitu *Sales to Asset* adalah sebesar -0.12 dengan t hitung sebesar -0.85 dan mempunyai probabilitas sebesar 0,40. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga *Sales to Asset Ratio* secara parsial mempunyai pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham.

Koefisien regresi untuk $X_{5 \text{ it-1}}$ yaitu *Operating Profit Margin (OPM)* adalah sebesar 0.40 dengan t hitung sebesar 1.36 dan mempunyai probabilitas sebesar 0,183. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga *Operating Profit Margin (OPM)* secara parsial mempunyai pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham.

Berdasarkan koefisien regresi dari lima variabel bebas dapat disimpulkan bahwa hanya variabel *EPS* yang mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap pendapatan saham.

5.4. Validitas Model

Terdapat tiga penyimpangan asumsi klasik yang dapat terjadi dalam penggunaan model regresi linier berganda yaitu : multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Apabila terjadi penyimpangan asumsi tersebut, maka model yang digunakan tidak bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimation*). Hasil estimasi dan pengambilan kesimpulan yang berdasarkan model regres tersebut akan terjadi bias dan kesalahan terhadap permasalahan dan pengujian hipotesis sebuah penelitian.

Sebelum dilakukan interpretasi dan pengujian hipotesis, maka lebih dulu akan dilakukan pengujian terhadap pelanggaran tiga asumsi tersebut.

a. Multikolinearitas

Multikolinearitas berarti adanya korelasi linear yang terjadi di antara variabel bebas terhadap variabel bebas lainnya. Adanya multikolinearitas ini menyebabkan sulit untuk memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel tidak bebas.

Pada penelitian untuk menguji adanya gejala multikolinearitas digunakan nilai VIF dengan kriteria jika nilai VIF tidak lebih dari 10 sebagaimana diterangkan dalam metode penelitian pada Bab IV, maka dapat disimpulkan tidak terjadi multikolonieritas.

Hasil pengujian apakah terjadi multikolinieritas atau tidak disajikan dalam Tabel 5.13 berikut ini:

Tabel 5.13. Hasil Perhitungan Nilai VIF

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	ROE	.488	2.051
	EPS	.902	1.109
	DER	.875	1.143
	Sales to asset	.928	1.078
	Operating profit margin	.517	1.934

a. Dependent Variable: Pendapatan saham

Dari tabel 5.13, dari kelima variabel bebas mempunyai nilai VIF yang lebih kecil dari 10 sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas.

b. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas berarti bahwa variasi residual tidak sama pada setiap pengamatan. Uji ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terjadi penyimpangan model karena variasi gangguan berbeda antara satu observasi ke observasi lainnya.

Pada penelitian ini cara yang digunakan untuk mendeteksi terjadinya heteroskedastisitas adalah dengan menggunakan metode "Spearman rank Correlation". Dari korelasi rank Spearman tersebut dihitung tingkat bermaknasi. Jika t hitung bermakna berarti terjadi heteroskedastisitas dan jika nilai t hitung tidak bermakna berarti model terbebas dari heteroskedastisitas.

Hasil perhitungan korelasi Rank Spearman dan nilai t hitungnya dapat dilihat pada Tabel 5.14. Dari tabel tersebut dapat disimpulkan bahwa semua nilai t hitung tidak bermakna.

Tabel 5.14. Hasil Perhitungan Korelasi Spearman

		Correlations					
		Pendapat an saham	ROE	EPS	DER	Sales to asset	Operating profit margin
Pendapat an saham	Correlation Coefficient	1,000	-,074	,078	,310	-,088	,077
	Sig. (1-tailed)		,325	,316	,026	,295	,319
	N	40	40	40	40	40	40
ROE	Correlation Coefficient	-,074	1,000	,087	,086	,184	,071
	Sig. (1-tailed)	,325		,172	,299	,128	,100
	N	40	40	40	40	40	40
EPS	Correlation Coefficient	,078	,087	1,000	,184	,106	,272
	Sig. (1-tailed)	,316	,172		,127	,257	,045
	N	40	40	40	40	40	40
DER	Correlation Coefficient	,310	,086	,184	1,000	,167	-,012
	Sig. (1-tailed)	,026	,299	,127		,152	,471
	N	40	40	40	40	40	40
Sales to asset	Correlation Coefficient	-,088	,184	,106	,167	1,000	-,119
	Sig. (1-tailed)	,295	,128	,257	,152		,232
	N	40	40	40	40	40	40
Operating profit margin	Correlation Coefficient	,077	,071	,272	-,012	-,119	1,000
	Sig. (1-tailed)	,319	,100	,045	,471	,232	
	N	40	40	40	40	40	40

c. Autokorelasi

Pengujian autokorelasi dimaksudkan untuk mengetahui apakah terjadi korelasi antara anggota serangkaian data observasi yang diurut menurut waktu (*time series*) atau ruang (*cross sectional*). Hal ini berarti bahwa pada *time series*, hasil suatu tahun tertentu dipengaruhi tahun sebelumnya, sedangkan pada *cross sectional* data yang terjadi di suatu tempat saling berpengaruh dengan data di tempat lain.

Hasil Durbin Watson digunakan untuk menguji ada tidaknya gejala autokorelasi dari model regresi itu dapat dilihat pada Tabel 5.15.

Tabel 5.15. Hasil Perhitungan Nilai Durbin Watson

Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	2.225 ^a

a. Predictors: (Constant), Operating profit margin, EPS, DER, Sales to asset, ROE

b. Dependent Variable: Pendapatan saham

Pada penelitian ini untuk membuktikan terjadinya autokorelasi dapat menggunakan Durbin Watson hitung sebesar = 2.23, sedangkan DW tabel pada taraf 5 %, $d_l = 1.47$ dan $d_u = 1.78$ berarti hasil hitung DW berada di antara di atas d_u maka dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi.

Dari pengujian multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi, maka model yang digunakan telah memenuhi asumsi klasik.

BAB VI PEMBAHASAN

6.1. Hasil Pengujian Hipotesis

Penelitian ini menguji hipotesis yang berbunyi: *Return On Equity (ROE)*, *Earning Per Share (EPS)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Sales to Asset Ratio*, dan *Operating Profit Margin (OPM)* berpengaruh terhadap pendapatan saham Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang diprivatisasi di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan hasil analisis diperoleh nilai koefisien regresi, t hitung, dan tingkat signifikansi seperti pada Tabel 6.1, serta hasil analisis F hitung seperti pada Tabel 6.2.

Tabel 6.1. Hasil Analisis Nilai Koefisien Regresi, t hitung, dan Tingkat Signifikansi

		Koefisien regresi	t	Sig.
1	ROE	-,344	-1,053	,300
	EPS	,044	2,249	,031
	DER	,089	1,546	,131
	Sales to asset	-,101	-,846	,403
	Operating profit margin	,400	1,359	,183

Tabel 6.2. Hasil Analisis F Hitung

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.358	5	7.168E-02	2.001	.104 ^b
	Residual	1.218	34	3.582E-02		
	Total	1.576	39			

a. Predictors: (Constant), Operating profit margin, EPS, DER, Sales to asset, ROE

b. Dependent Variable: Pendapatan saham

Sumber : Lampiran 3

Dari hasil analisis itu diketahui bahwa *Return on Equity (ROE)*, *Debt to Equity Ratio*, *Sales to Asset Ratio*, dan *Operating Profit Margin* secara parsial memiliki pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham BUMN yang diprivatisasi di BEJ, sedangkan *Earning per Share* memiliki pengaruh yang bermakna terhadap pendapatan saham BUMN di BEJ.

Dari analisis itu juga didapatkan bahwa lima variabel bebas yang terdiri dari *Return On Equity (ROE)*, *Earning Per Share (EPS)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Sales to Asse Ratio*, dan *Operating Profit Margin (OPM)* secara serempak mempunyai pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham BUMN di BEJ.

6.2. Interpretasi dan Pembahasan

6.2.1. Pengaruh Variabel Bebas Secara Serempak terhadap Pendapatan Saham

Nilai F hitung yang didapatkan sebesar 2,001 dengan probabilitas sebesar 0,104, yang berarti lebih besar dari *level of significance* (α) yaitu 0,05. Dari nilai

F hitung dan probabilitas tersebut, dapat diambil kesimpulan bahwa lima variabel bebas yang terdiri dari; *Return On Equity (ROE)*, *Earning Per Share (EPS)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Sales to Asset*, dan *Operating Profit Margin (OPM)* secara serempak mempunyai pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham. Dari lima variabel yang mempunyai pengaruh dominan terhadap pendapatan saham adalah *Operating Profit Margin (OPM)*.

Koefisien determinasi yang didapatkan (Tabel 5.9) adalah 0,227 atau 22,7 persen, menunjukkan bahwa variabel bebas berupa *return on equity*, *earning per share*, *debt to equity ratio*, *sales to asset ratio*, dan *operating profit margin* hanya dapat menerangkan variabel terikat, pendapatan saham, sebesar 22,7 persen. Itu artinya, pendapatan saham lebih banyak dipengaruhi oleh variabel di luar model.

Pendapatan saham yang diperoleh investor di pasar sekunder itu memang dipengaruhi oleh banyak variabel. Selain faktor-faktor fundamental di luar lima variabel penelitian ini, pendapatan saham juga sangat dipengaruhi oleh faktor eksternal. Di antaranya, kurs rupiah/dolar, inflasi, suku bunga perbankan, pertumbuhan ekonomi, pengangguran, harga minyak dunia, bursa global, politik-keamanan, dan sebagainya.

Pendapatan saham BUMN-BUMN itu tampak sangat dipengaruhi faktor lain di luar faktor fundamental internal perusahaan. Hal itu bisa dilihat dari perkembangan pendapatan saham BUMN yang mengikuti perkembangan pendapatan saham total di BEJ pada periode yang sama. Pada tahun 1999, ketika pendapatan saham total (IHSG, indeks harga saham gabungan) naik 25,03%, pendapatan saham BUMN juga naik 30,19%. Begitu juga ketika tahun 2000 dan

2001 turun, penurunan pendapatan saham BUMN hampir sama dengan penurunan pendapatan saham total (IHSG). Hal yang sama terjadi tahun berikutnya. Penurunan IHSG itu sangat dipengaruhi faktor-faktor eksternal, seperti kurs rupiah/dolar, inflasi, suku bunga perbankan, dan sebagainya.

Hal itu tampak jelas pada Tabel 6.2. sebagai berikut:

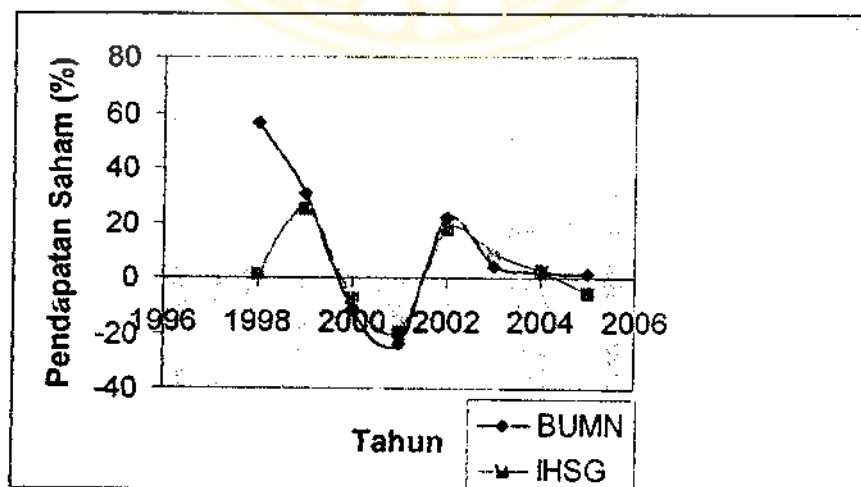
Tabel 6.2. Perkembangan Pendapatan Saham

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
BUMN	56	30.19	-11.68	-23.86	22.024	4.32	2	1.68
IHSG	1.68	25.03	-7.35	-19.85	17.53	8.98	2.93	-5.28

Sumber: BEJ

Gambaran yang lebih jelas bisa didapatkan dengan membandingkan grafik perkembangan pendapatan saham BUMN dan pendapatan saham total di BEJ (IHSG) selama periode penelitian 1998-2005, seperti pada Gambar 6.1. di bawah:

Gambar 6.1. Perkembangan Pendapatan Saham Perusahaan Sample dan IHSG



6.2.2. Pengaruh *Return on Equity (ROE)* terhadap Pendapatan Saham

Koefisien regresi untuk X_1 yaitu ROE adalah sebesar -0.34 dengan t hitung sebesar -1.05 dan mempunyai probabilitas sebesar 0,30. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga pertumbuhan ROE secara parsial mempunyai pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham.

Koefisien regresi yang negatif itu menunjukkan arah berlawanan antara ROE dan pendapatan saham. Dengan nilai itu, kenaikan satu satuan ROE akan menurunkan pendapatan saham sebesar 0,34. Begitu juga sebaliknya, penurunan satu satuan ROE akan menaikkan pendapatan saham sebesar 0,34.

Hasil ini menunjukkan bahwa ROE tidak menjadi perhatian besar bagi investor dalam membeli atau menjual saham BUMN. Banyak hal lain yang dipandang investor lebih penting daripada *return on equity* dalam mengambil keputusan membeli atau menjual saham BUMN.

6.2.3. Pengaruh *Earning Per Share (EPS)* terhadap Pendapatan Saham

Koefisien regresi untuk X_2 yaitu EPS adalah sebesar 0,04 dengan t hitung sebesar 2.249 dan mempunyai probabilitas sebesar 0,031. Nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga EPS secara parsial mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap pendapatan saham.

Hasil ini menunjukkan bahwa para investor di Bursa Efek Jakarta sangat memperhatikan *earning per share* (laba per saham) dalam mengambil keputusan jual atau beli saham BUMN. Sedangkan variable lain dalam penelitian ini kurang

mendapat perhatian dan pertimbangan bagi investor dalam mengambil keputusan bertransaksi saham BUMN.

Koefisien regresi yang positif itu juga menunjukkan bahwa antara laba per saham dan pendapatan saham itu ada hubungan positif. Laba per saham yang naik satu satuan akan mempengaruhi kenaikan pendapatan saham sebesar 0,04 satuan, dan begitu juga sebaliknya.

Pentingnya laba per saham bagi investor dalam mengambil keputusan investasi terhadap saham BUMN ini sesuai dengan penelitian Ball, Brown, dan Foster seperti dikutip Vernon Kam (1990), bahwa laba bersih (earning) berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga saham yang akan menentukan pendapatan saham.

Besarnya laba bersih per lembar saham akan memberikan gambaran riil bagi investor tentang masa depan perusahaan dan akan menumbuhkan kepercayaannya terhadap keamanan investasinya di masa datang. Bagi investor, makin tinggi laba perusahaan akan makin meningkatkan kesempatan untuk memajukan perusahaan (Conroy et al: 2000). Laba per lembar saham juga menunjukkan seberapa besar tingkat pengembalian yang akan diterima oleh investor yang memiliki saham tersebut. Karena itu, laba per lembar saham sangat penting bagi investor untuk dijadikan pertimbangan dalam membeli atau menjual saham BUMN.

6.2.4. Pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap Pendapatan Saham

Koefisien regresi untuk X_3 , yaitu DER adalah sebesar 0,09 dengan t hitung sebesar 1,55 dan mempunyai probabilitas sebesar 0,13. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga DER secara parsial mempunyai pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham.

Hal ini berarti bahwa investor di BEJ tidak memperhitungkan fundamental BUMN berupa rasio utang terhadap ekuitasnya untuk membeli atau menjual saham BUMN. Koefisien regresi yang positif menunjukkan bahwa DER dan pendapatan saham berhubungan satu arah. Kenaikan rasio utang justru dipandang oleh investor sebagai sesuatu yang positif sehingga akan mempengaruhi kenaikan pendapatan saham.

Ketika *DER* BUMN-BUMN itu tinggi, para investor tidak terlalu khawatir sehingga menjual sahamnya karena prospek masa depannya buruk. Hal ini kemungkinan disebabkan investor berpikir bahwa pemegang saham BUMN adalah pemerintah, sehingga tidak perlu dikhawatirkan.

Selain itu, investor juga berpikir bahwa besarnya utang BUMN itu masih bisa ditoleransi karena operasional BUMN masih bisa menutup biaya operasi, biaya bunga utang, membayar cicilan utang, dan masih bisa menyisihkan laba bagi pemegang saham. Pengelolaan utang yang baik justru memberikan potensi laba yang lebih besar. Kondisi BUMN-BUMN itu dianggap masih dalam keadaan yang menguntungkan (*favorable financial leverage*).

Ini sesuai dengan penelitian Bhandari (1998). Kesimpulan penelitiannya menyatakan bahwa ada hubungan positif antara rasio utang ekuitas (*Debt to*

Equity Ratio, DER) dan pendapatan saham. Rasio utang ekuitas yang besar masih dapat meningkatkan kinerja perusahaan sepanjang *return* atas pinjaman lebih besar dari pada *cost of borrowing*. Hal ini dapat terjadi di dalam kondisi ekonomi *expansion* ataupun *prosperity*. Akan tetapi apabila kondisi ekonomi berubah menjadi resesi, maka kinerja perusahaan akan memburuk karena rasio utang ekuitas tinggi. Secara teoritis, *DER* dapat berpengaruh positif maupun negatif terhadap harga saham tergantung pada kondisi ekonomi. Bagi investor, profit sangat penting sebagai hasil investasi dan *debt utilities* sangat penting untuk mengukur kekuatan solvabilitas perusahaan.

Modigliani dan Miller atau yang lebih dikenal dengan MM juga mengatakan bahwa nilai perusahaan yang menggunakan utang akan lebih besar daripada nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang (Husnan 1993:334). Pendekatan tradisional mengemukakan ada struktur modal optimal dan perusahaan dapat meningkatkan nilai total perusahaan dengan mempergunakan utang (*leverage* keuangan) dalam jumlah tertentu (Husnan 1993:328).

Nilai perusahaan yang telah *go public* nilainya tercermin pada harga sahamnya, sehingga apabila harga sahamnya naik maka pendapatan saham tersebut dalam hal ini *capital gain*-nya akan meningkat pula.

Dengan mempergunakan utang, pada mulanya perusahaan dapat menurunkan biaya modalnya dan meningkatkan nilai perusahaan. Namun demikian penggunaan utang melampaui jumlah tertentu mengakibatkan manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang semakin rendah, sehingga biaya modal perusahaan naik. Meningkatnya biaya modal perusahaan semakin tinggi juga

dipicu oleh terjadinya peningkatan biaya utang, karena risiko yang dihadapi oleh investor semakin besar sejalan dengan bertambahnya jumlah utang yang dipergunakan perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas maka jika perusahaan membiayai aktivitasnya dengan utang untuk sampai batas tertentu, maka utang tersebut akan dapat menaikkan nilai perusahaan, tetapi kenaikan nilai tersebut juga diiringi dengan naiknya risiko perusahaan. Apabila batas ambang tersebut dilewati, maka yang terjadi akan sebaliknya yaitu utang tersebut akan menurunkan nilai perusahaannya, yang tercermin dalam harga pasar sahamnya disebabkan oleh besarnya risiko karena utang itu. Tetapi para ahli masih belum bisa menentukan sebatas berapa utang yang harus dimiliki oleh perusahaan agar nilai perusahaan tetap naik. Karena besar kecilnya risiko yang disebabkan oleh utang masih ditentukan juga oleh kemampuan dan efektivitas perusahaan dalam mengelola utang-utangnya. Maka jika dalam model ini, DER bertanda positif masih bisa dikatakan relevan yang berarti pendapatan saham di bursa (*capital gain*) akan meningkat dengan meningkatnya utang sampai batas tertentu tersebut.

6.2.5. Pengaruh *Sales to Asset* terhadap Pendapatan Saham

Koefisien regresi untuk X_4 yaitu *Sales to Asset Ratio* adalah sebesar -0.12 dengan t hitung sebesar -0.85 dan mempunyai probabilitas sebesar 0,40. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga *Sales to Asset* secara parsial mempunyai pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham.

Koefisien regresi yang negatif menunjukkan bahwa *sales to asset* dan pendapatan saham mempunyai hubungan negatif. Artinya, kenaikan *sales to asset* sebesar satu satuan akan mengakibatkan penurunan pendapatan saham sebesar 0,12 satuan. Begitu juga sebaliknya.

Kondisi itu menunjukkan bahwa dalam hal ini, investor tidak terlalu mempertimbangkan perputaran modal BUMN saat menjual atau membeli saham perusahaan milik negara itu.

Dari koefisien yang negatif itu, terlihat bahwa meski perputaran modalnya turun, saham BUMN itu masih saja dibeli sehingga memberikan pendapatan saham positif. Begitu juga sebaliknya, meski perputaran modal naik, itu tidak menjamin investor berbondong-bondong membeli saham BUMN, sehingga pendapatan sahamnya tidak naik, bahkan turun. Investor di BEJ lebih memperhatikan variabel-variabel lain yang lebih penting sebagai pijakan dalam mengambil keputusan investasi terhadap saham-saham BUMN.

6.2.6. Pengaruh *Operating Profit Margin* terhadap Pendapatan Saham

Koefisien regresi untuk X_5 yaitu *Operating Profit Margin* (OPM) adalah sebesar 0.40 dengan t hitung sebesar 1.36 dan mempunyai probabilitas sebesar 0,183. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga *Operating Profit Margin* (OPM) secara parsial mempunyai pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham.

Koefisien yang positif itu menunjukkan hubungan yang searah antara *operating profit margin* dan pendapatan saham. Kenaikan OPM sebesar satu satuan akan diikuti pendapatan saham sebesar 0.40 satuan. Dibanding variabel-variabel lain, OPM memiliki koefisien regresi paling besar, yaitu 0.40, yang berarti OPM paling dominan mempengaruhi pendapatan saham BUMN dibanding empat variabel lain, yaitu *return on equity*, *earning per share*, *debt to equity ratio*, dan *sales to asset ratio*.

Menurut Copeland dan Weston (1995), margin laba operasi ini sebenarnya merupakan kunci yang mempengaruhi penilaian terhadap sebuah perusahaan. Sebab, prospek riil sebuah perusahaan ada pada laba operasi, tidak termasuk pendapatan lain-lain seperti selisih kurs atau laba dari penjualan aktiva. Tapi, karena laba bersih operasi ini dihitung sebelum pengeluaran beban bunga dan pajak penghasilan, investor tidak menjadikan *operating profit margin* ini sebagai pertimbangan sangat penting dalam mengambil keputusan jual-beli saham BUMN. Investor masih mengutamakan faktor-faktor lain yang dinilai lebih penting dalam mengambil keputusan menjual atau membeli saham BUMN di BEJ, baik faktor internal fundamental lain maupun faktor eksternal fundamental.

BAB VII

SIMPULAN DAN SARAN

7.1. Simpulan

1. Kinerja perusahaan yang diukur dengan *return on equity* (ROE), *earning per share* (EPS), *debt to equity ratio* (DER), *sales to asset ratio*, dan *operating profit margin* (OPM) secara bersama-sama memiliki pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham BUMN di Bursa Efek Jakarta (BEJ).
2. Kinerja perusahaan yang diukur dengan *earning per share* (EPS) secara parsial memiliki pengaruh yang bermakna terhadap pendapatan saham BUMN di BEJ, sedangkan *return on equity* (ROE), *debt to equity ratio* (DER), *sales to asset ratio*, dan *operating profit margin* (OPM) secara parsial memiliki pengaruh yang tidak bermakna terhadap pendapatan saham BUMN di BEJ.

7.2. Saran

1. Bagi investor, *earning per share* BUMN perlu lebih diperhatikan ketika mengambil keputusan berinvestasi pada saham-saham BUMN di BEJ.
2. Faktor di luar kinerja perusahaan yang meliputi *return on equity* (ROE), *earning per share* (EPS), *debt to equity ratio* (DER), *sales to asset ratio*, dan *operating profit margin* (OPM) berpengaruh sangat besar terhadap pendapatan saham BUMN di BEJ.
3. Bagi peneliti lain, perlu melakukan penelitian serupa dengan variabel kinerja perusahaan yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Beaver, William, Paul Ketter, Myron Scholes, 1990, "Assosiation between Market Determinant and Accounting Determinant Risk Measures", *The Accounting Review* Volume 45.
- Belkaoui, Ahmed, 1986, *Accounting Theory*, Jogjakarta: BPFE UGM.
- Bhandari, Axmichan, 1988, "Debt Equity Ratio and Expected Common Stock Return: Empirical Evidence", *Journal of Finance* Vol 43 No. 2, Juni, 507-528.
- Boardman, Anthony E., Claude Laurin, Aidan R. Vining, 2002, "Privatization in Canada: Operating and Stock Price Performance with International Comparison", *Canadian Journal of Administrative Science*, Canada.
- Bowlin, Oswald D. , John D. Martin, and David E. Scott, 1990, *Guide to Financial Analysis*, Singapore: McGraw-Hill Book Company.
- Brealy, A. Richard, Stewart C. Myers, 1996, *Principles of Corporate Finance*, USA: Mc. Graw Hill. Inc.
- Cohen, Jerome B., Edward D. Zinbarg and Arthur Zeikel, 1987, *Investment Analysis and Portfolio Management*, Illinois USA: Richard Irwin.
- Conroy, Robert, Kenneth M. Ages and Robert S. Harris, 2000, "The Test of Relative Pricing Effect of dividend and Earning: Evidence of Simultantheus Announcement in Japan", *Journal of Finance* Vol LV No 3 Juni, 1199-1227.
- Djokosantoso Moeljono, 2004, *Reinvensi BUMN: Empat Strategi Membangun BUMN Kelas Dunia*, Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Erma Wahyuni, Tomo HS., Hessel Nogi S. Tangkilisan, 2003, *Kebijakan dan Manajemen Privatisasi BUMN*, Yogyakarta: Penerbit YPAPI.
- Fabozzi, J. Frank, 1995, *Manajemen Investasi (Terjemahan)*, Jakarta: PT Salemba Empat.
- Gup, E. Benton, 1986, *The Basic of Investing*, Canada: John Wiley and Sons Inc.
- Gupta, Nandini, 2001, *Partial Privatization and Firm Performance: Evidence from India*, William Davidson, India.

- Hadi, Sutrisno, 1979, *Metodologi Research*, Jakarta, Erlangga
- Helfert, A. Erick, 1995, *Technique of Financial Analysis*, Homewood Illinois: Richard D. Irwin Inc.
- Husnan, Suad, 1993, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Jogjakarta: UPP AMP YPKN.
- Husnan, Suad, dan Eddy Pudjiastuti, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, 1998, Jogjakarta: UPP AMP YPKN.
- Jones, P. Charles, 1994. *Investment: Analysis and Management*, New York: John Wiley and Sons Inc.
- Juliet D'Souza, William Magginson, Robert Nash, 2001, "Determination Performance Improvements Privatized Firms: The Role of Restructuring and Corporate Governance", *Journal of Economic*, The University of Oklahoma.
- Levy, Haim and Marshall Sarnat, 1986, *Capital Investment and Financial Decision*, London: Prentice Hall Ltd.
- Maryun, 1998, "Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan terhadap Harga Saham Pasca Publikasi Laporan Keuangan pada Kelompok Industri Farmasi dan Minuman di BEJ", *Tesis*, Bandung.
- Mukherji, Sandit., Manjeed S. Ghatt and Engyong A. Kim, 1997, "A Fundamental Analysis of Korean Stock Return", *Financial Analysis Journal* Vol 53 No 3 (Mei-Juni): 75-80.
- Neiderhoffer, Victor and Patric Reagen, 1972, "Earning Exchange, Analyst Forecast, and Stock Price", *Finance Analysis Journal*, Vol 28 No 3, 65-71.
- Riyanto, Bambang, 1992, *Efektivitas Pasar Modal Sebagai Salah Satu Sumber Pembelanjaan Perusahaan*, Jakarta: Bapepam.
- Ross, S. et. al., 1994, *Fundamental of Corporate Finance*, Sydney: Richard D. Irwin Australia.
- Sartono, R. Agus, 1996, *Manajemen Keuangan*, Jogjakarta: BPFE Gajah Mada.
- Spreacher, Ronald C., 1995, *Introduction to Investment Management*, Boston: Houghton Mifflin Co.

Sun, Qian, Wilson H.S. Tong, Jing Tong, 2002, "How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization Experience", *Journal of Business Finance and Accounting*, January, Oxford.

Supranto, 1984, *Ekonometrika*, Jakarta: Lembaga Penerbit FEUI.

Vernon Kam, 1990, *Accounting Theory*, Singapura: John Wiley and Sons Inc.

Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland, 1995, *Manajemen Keuangan (Terjemahan)*, Jakarta: PT Binarupa Aksara.



Lampiran 1: Hasil Analisis Regresi

Hasil Analisis Regresi**Variables Entered/Removed^b**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Operating profit margin, EPS, DER, Sales to asset, ^a ROE		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Pendapatan saham

Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	2,225 ^a

a. Predictors: (Constant), Operating profit margin, EPS, DER, Sales to asset, ROE

b. Dependent Variable: Pendapatan saham

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	ROE	,488	2,051
	EPS	,902	1,109
	DER	,875	1,143
	Sales to asset	,928	1,078
	Operating profit margin	,517	1,934

a. Dependent Variable: Pendapatan saham

Collinearity Diagnostcs

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions					
				(Constant)	ROE	EPS	DER	Sales to asset	Operating profit margin
1	1	4,474	1,000	,00	,01	,01	,01	,01	,00
	2	,844	2,303	,00	,00	,89	,00	,00	,00
	3	,307	3,817	,01	,19	,01	,05	,24	,04
	4	,221	4,495	,01	,00	,02	,83	,17	,02
	5	,112	6,309	,17	,46	,06	,00	,33	,15
	6	,042	10,361	,80	,34	,00	,11	,26	,78

a. Dependent Variable: Pendapatan saham

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-,145225	,402751	,011380	,0958660	40
Residual	-,4270653	,4256514	,0000000	,1767226	40
Std. Predicted Value	-1,634	4,082	,000	1,000	40
Std. Residual	-2,256	2,249	,000	,934	40

a. Dependent Variable: Pendapatan saham

Regression**Variables Entered/Removed^a**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Operating profit margin, EPS, DER, Sales to asset, ROE		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Pendapatan saham

		Koefisien regresi	t	Sig.
	EPS	,044	2,249	,031
	DER	,089	1,546	,131
	Sales to asset	-,101	-,846	,403
	Operating profit margin	,400	1,359	,183

Nonparametric Correlations

Correlations

		Pendapat an saham	ROE	EPS	DER	Sales to asset	Operating profit margin
Pendapat an saham	Correlation Coefficient	1,000	-,074	,078	,310	-,088	,077
	Sig. (1-tailed)		,325	,316	,026	,295	,319
	N	40	40	40	40	40	40
ROE	Correlation Coefficient	-,074	1,000	,087	,086	,184	,071
	Sig. (1-tailed)	,325		,172	,299	,128	,100
	N	40	40	40	40	40	40
EPS	Correlation Coefficient	,078	,087	1,000	,184	,106	,272
	Sig. (1-tailed)	,316	,172		,127	,257	,045
	N	40	40	40	40	40	40
DER	Correlation Coefficient	,310	,086	,184	1,000	,167	-,012
	Sig. (1-tailed)	,026	,299	,127		,152	,471
	N	40	40	40	40	40	40
Sales to asset	Correlation Coefficient	-,088	,184	,106	,167	1,000	-,119
	Sig. (1-tailed)	,295	,128	,257	,152		,232
	N	40	40	40	40	40	40
Operating profit margin	Correlation Coefficient	,077	,071	,272	-,012	-,119	1,000
	Sig. (1-tailed)	,319	,100	,045	,471	,232	
	N	40	40	40	40	40	40

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
2 PT. SEMEN GRESIK								
Aktiva	5,286,098,804	7,131,387,807	7,203,340,288	7,539,269,507	8,763,074,922	5,859,624,364	6,559,495,832	6,640,561,143
Ekuitas	2,612,140,565	2,578,953,273	2,739,428,328	2,981,248,182	3,161,614,263	3,230,314,245	3,333,774,250	3,660,355,954
Hutang lancar	802,924,626	1,080,938,442	1,299,953,455	1,204,432,175	3,185,260,822	1,013,782,548	1,848,137,873	1,720,657,971
Hutang tak lancar	1,846,860,133	3,146,767,572	2,686,475,617	3,294,294,963	2,372,487,553	1,565,300,499	1,320,148,912	1,196,896,759
Total hutang	2,651,792,759	4,227,706,014	3,986,429,072	4,498,727,138	5,557,748,375	2,579,083,047	3,168,286,785	2,917,554,730
Penjualan	1,640,041,116	2,314,801,953	3,091,659,941	3,596,410,361	4,659,202,505	3,656,744,812	5,449,940,816	6,067,557,724
Debitan pokok penjualan	936,232,594	1,325,324,760	1,912,299,331	2,202,978,544	2,860,884,017	2,279,419,122	3,556,964,683	4,005,286,460
Lababa kotor	703,808,522	989,477,193	1,179,360,610	1,393,431,817	1,798,318,488	2,279,419,122	1,892,976,133	2,062,271,264
Debitan usaha	319,005,829	358,766,973	436,400,384	611,877,180	816,576,794	643,106,356	963,938,178	1,104,434,151
Lababa usaha	384,802,693	630,710,220	742,960,226	781,554,637	981,741,694	734,219,332	920,037,955	957,837,113
Lababa bersih	232,552,025	221,610,310	240,586,164	342,762,994	317,467,233	227,433,389	372,508,552	520,589,860
Lababa bersih/saham	392,06	373,62	405,61	577,87	535,22	383,43	628,02	877,67
Jumlah saham								
UADAP...								

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
3 PT. TELKOM								
Aktiva	19,967,367	23,843,240	26,329,654	32,018,940	32,470,280	44,307,096	50,283,249	56,269,092
Ekuitas	9,638,463	10,507,784	12,224,309	14,909,176	9,323,575	14,613,617	17,312,877	20,261,342
Utang lancar	2,369,959	2,615,668	3,393,102	4,509,355	10,075,323	9,708,181	11,169,814	11,677,042
Utang tak lancar	5,636,673	8,437,113	10,682,235	11,786,375	11,836,048	17,389,499	18,092,403	19,392,276
Total hutang	8,006,632	11,052,781	14,075,337	16,295,730	21,911,371	27,097,680	29,262,217	31,069,318
Penjualan	5,909,026	6,600,000	7,790,206	12,111,996	16,130,789	20,802,818	27,115,923	33,947,766
Beban pokok penjualan								
Beba kotor	3,382,623	4,000,278	4,846,746	6,433,843	8,515,089	11,672,603	15,139,984	20,020,699
Beban usaha	2,526,403	2,599,722	2,943,463	5,678,153	7,615,700	9,130,215	11,975,939	13,927,067
Laba usaha	1,152,100	1,168,670	2,172,321	3,010,003	4,250,110	8,039,709	6,087,227	6,129,209
Laba bersih	123,44	125,21	225,24	298,61	421,64	797,59	301,95	608,06
Laba bersih/saham								

4.2.3 NEKA TAMBANG

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Aktiva	1,600,786,982	1,976,837,354	2,055,246,300	2,516,337,078	2,555,510,854	2,487,110,019	4,326,644,058	6,042,567,861
Ekuitas	1,123,248,455	1,440,218,602	1,447,654,196	1,750,306,982	1,919,725,155	1,939,342,400	1,783,511,688	2,478,140,709
Utang lancar	253,747,505	237,753,319	310,027,024	498,934,775	433,364,546	399,250,965	448,718,751	1,040,423,469
Utang tak lancar	204,236,450	279,551,581	287,978,413	258,063,623	196,214,234	142,829,624	2,094,612,952	2,524,002,108
Total hutang	457,983,955	517,304,900	598,005,437	756,998,398	629,578,780	542,080,589	2,543,331,703	3,564,425,577
Penjualan	449,558,110	1,021,910,685	966,145,426	1,566,308,952	1,735,224,110	1,711,399,817	2,138,811,462	2,858,537,505
Beban pokok penjualan	252,264,300	450,750,517	547,727,091	860,274,905	1,091,098,879	1,254,826,989	1,471,913,298	1,501,512,875
Gaba kotor	197,273,810	571,160,168	418,418,335	706,034,047	644,125,231	456,572,828	666,898,164	1,357,024,630
Beban usaha	51,103,926	95,833,716	100,402,496	156,454,852	173,103,585	166,956,065	218,914,997	264,538,795
Gaba usaha	146,169,884	475,326,452	318,015,837	549,579,195	471,021,646	289,616,763	447,983,167	1,092,085,835
Utang bersih	69,516,901	319,598,677	234,344,522	383,154,961	358,155,343	202,022,820	226,550,749	807,108,655
Gaba bersih/saham	99.03	259.67	190.40	311.31	187.74	105.90	118.76	423.08

5 PT. IND SATELITTE

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Aktiva	3,532,466	4,872,461	5,755,420	7,214,942	22,348,700	22,002,465	26,059,192	27,872,467
Ekuitas	2,999,087	3,964,464	4,759,346	5,680,032	10,739,703	10,603,402	12,039,882	13,184,592
Hutang lancar	493,024	875,342	745,588	973,984	5,511,577	3,182,452	3,426,581	4,660,892
Hutang tak lancar	29,056	23,637	243,310	355,574	5,858,457	8,079,169	10,445,604	9,862,533
Total hutang	522,080	898,979	988,898	1,329,558	11,370,034	11,261,621	13,872,185	14,523,425
Penjualan	1,289,103	1,762,588	2,738,813	2,846,120	5,138,136	6,766,982	8,235,267	10,549,070
Beban pokok penjualan								
Labanya kotor	761,486	1,001,151	1,218,571	1,497,358	3,309,332	4,855,145	5,887,372	7,314,361
Beban usaha	695,320	1,107,094	1,520,242	1,348,762	1,828,804	1,911,837	2,347,895	3,234,709
Labanya bersih	640,756	1,100,432	1,379,341	1,804,947	1,452,795	336,252	6,081,871	1,633,208
Labanya bersih/saham	618,79	1,062,71	1,332	1,743	1,493	324,72	1,173	313,63

Lampiran 3: Harga Saham Penutupan Februari dan April BUMN (Rupiah) dan IHSG

No Emiten	1 TLKM	2 ISAT	3 SMGR	4 ANTM	5 TNS	6 IHSG
	Rit (Y)	Rit (Y)	Rit (Y)	Rit (Y)	Rit (Y)	
1,998	Feb 1,620 (162)	2,545 (211)	5,475 (75)	1,016 (16)	7,550 (875)	482,38
	Apr 1,458 (0.10000)	2,334	(0.08276)	(0.01370)	6,675	(0.11589) 490,48
1,999	Feb 1,273 394	2,440 680	- 9,300 3,399	- 935 48	- 4,950 2,500	- 396,09
	Apr 1,667 0.30911	3,120 (585)	0.27861 12,699	0.36548 983	7,450 (399)	0.50505 495,22
2,000	Feb 1,825 (101)	2,880 (510)	- 8,400 (200)	- 759 (130)	- 3,449	- 568,55
	Apr 1,725 (0.05507)	2,095 (510)	(0.21828) 8,200	(0.02381) 629	3,050	(0.11568) 526,74
2,001	Feb 1,463 (263)	2,100 (510)	- 6,350 (2,400)	- 580 (97)	- 1,775 (400)	- 438,65
	Apr 1,200 (0.17983)	1,590 (550)	(0.24286) 3,950	(0.37795) 483	1,375 (75)	(0.22535) 351,56
2,002	Feb 1,813 288	2,000 550	- 6,950 3,250	- 645 194	- 750	- 459,39
	Apr 2,100 0.15862	2,550 170	0.27500 10,200	0.46763 839	675	(0.10000) 539,96
2,003	Feb 1,788 263	1,570 170	- 7,300 400	- 800 (75)	- 700	- 399,22
	Apr 2,050 0.14685	1,740 325	0.10828 7,700	0.05479 725	700	- 435,04
2,004	Feb 3,650 375	3,650 325	- 8,900 950	- 1,500 (300)	- 2,325	- 761,08
	Apr 4,025 0.10274	3,975 (925)	0.08904 9,850	0.10674 1,200	2,325 (75)	- 783,41
2,005	Feb 4,425 (150)	5,250 (925)	- 17,800 (1,900)	- 2,150 (25)	- 2,075	- 1087,00
	Apr 4,275 (0.03390)	4,325 (0.17619)	15,900 (0.10674)	2,125 (0.01163)	2,000	(0.03614) 1029,61