Bisnis & Birokrasi, Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi, Mei—Agust 2010 hlm. 90-100 Volume 17, Nomor 2
ISSN 0854-3844

Analisis Komparasi Profitabilitas Sebelum dan Sesudah Penawaran Umum Saham Perdana

SINTA WARDANI[1*] dan RACHMA FITRIATI[2]**

[1] *Departemen Ilmu Administrasi FISIP UI*
[2] *Departemen Ilmu Administrasi FISIP UI*

Abstract. The purpose of this study is to know how the profitability (gross profit margin, operating profit margin, return on asset, return on equity dan return on investment) of PT Adhi Karya, as an object of this study, before and after IPO 2004-2008 period. This research is qualitative descriptive interpretive. The data were collected from company financial statement 2000 – 2008 which four years before and after the IPO and excluded 2004 as the year of IPO. The research result showed that only gross profit margin, operating margin dan net profit margin which have a better performance after IPO. From Kruskall Wallis test profitability has a better finance performance after IPO.

Keywords: *money ratio, ratio, provitability, initial public offering*

PENDAHULUAN

Kelangsungan hidup maupun kemampuan berkembang suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh ketersediaan modal. Kebutuhan atas modal yang diperlukan oleh suatu perusahaan dapat diperoleh antara lain dengan mengajukan kredit kepada bank, pinjaman kepada lembaga keuangan atau menggabungkan, meleburkan maupun mengalihkan perusahaannya kepada perusahaan lain (Irawan, 1996). Namun, terdapat alternatif lain yang dapat dilakukan dalam mencari tambahan modal, yaitu mencari pihak yang bersedia membeli sebagian kepemilikan perusahaan. Penjualan kepemilikan dapat dilakukan dengan berbagai cara. Salah satu caranya yaitu melalui penjualan sebagian dari saham perusahaan dalam bentuk efek kepada masyarakat luas yang dalam hal ini disebut dengan investor atau pemodal.

Perusahaan yang berniat untuk menjual efek kepada investor dapat melakukannya di pasar modal melalui penawaran umum saham perdana atau *initial public offering* (IPO). Ketika akan menerbitkan efek, perusahaan harus menjadi perusahaan terbuka agar dapat terdaftar di Bursa Efek Indonesia (selanjutnya ditulis dengan istilah BEI). Persyaratan utama untuk melakukan *initial public offering* (selanjutnya ditulis dengan istilah IPO) adalah mendapatkan pernyataan efektif dari Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) (Tandelilin, 2001). Seluruh informasi mengenai perusahaan harus disampaikan kepada Bapepam dan berbagai dokumen perusahaan akan diperiksa. Selain pernyataan efektif dari Bapepam, perusahaan yang bermaksud mencatatkan sahamnya di bursa efek harus memenuhi persyaratan-persyaratan yang ditetapkan oleh bursa efek tersebut. Setelah semua persyaratan dipenuhi barulah sebuah perusahaan dapat menjual surat-surat berharga atau efek. Terdapat dua tahap dalam penjualan efek-efek tersebut. Tahap pertama adalah pada saat efek-efek tersebut untuk pertama kalinya ditawarkan ke publik dan biasa disebut *initial public offering*, yang penjualannya dilakukan pada pasar perdana (*primary market*). Tahap kedua pada saat surat-surat berharga telah berpindah tangan dan diperdagangkan di pasar sekunder (*secondary market*). *Initial public offering* atau penawaran umum saham perdana merupakan salah satu usaha yang lebih disukai dalam menghimpun dana untuk membiayai keberlangsungan perusahaan.

Peranan pasar modal sebagai salah satu alternatif sumber pembiayaan selalu dianggap menarik oleh perusahaan (Saragih dan Siswaji, 2005). Hal ini dikarenakan biaya untuk penerbitan efek jauh lebih murah dibandingkan mencari pinjaman pada bank atau pihak lain. Hal ini ditandai dengan Indeks Harga Saham Gabungan dan nilai kapitalisasi pasar saham dari Bursa Efek Indonesia (BEI) masing-masing tumbuh 52,08% dan 59,2% (Annual Report Bapepam, 2007). Nilai transaksi saham mengalami peningkatan yang lebih signifikan lagi, yakni meningkat hampir 2,5 kali lipat sepanjang perdagangan di tahun 2007. Jumlah perusahaan yang melakukan emisi perdana saham naik 2 kali lipat dari hanya 12 perusahaan di tahun 2006 menjadi 24 perusahaan di tahun 2007 dengan pertumbuhan nilai emisi mencapai hampir enam kali lipat (dari Rp3,01 triliun di tahun 2006 menjadi Rp17,18 triliun di tahun 2007).

Kinerja yang cukup mengesankan juga terjadi di pasar primer dan sekunder surat utang. Jumlah perusahaan yang melakukan emisi obligasi korporasi meningkat dari hanya 15 perusahaan di tahun 2006 menjadi 39 perusahaan di tahun 2007 dengan nilai emisi obligasi meningkat hampir tiga kali lipat dari

* Korespondensi: sinta_wardani@yahoo.com
**Korespondensi: +628129699323, rachma.fitriati@ui.ac.id

Tabel 1. Pertumbuhan Transaksi di Bursa Efek Jakarta

Penawaran Umum / Public Offering	Tahun 2007	Tahun 2006
Total Penawaran Umum saham dan obligasi (Rp Triliun)	78,68	24,44
Total Penawaran Umum saham dan obligasi (Jumlah)	88	44
Penawaran Perdana Saham (Rp Triliun)	17,18	3,01
Penawaran Perdana Saham (jumlah emiten)	24	12
Penerbitan HMETD / Right Issue (Rp Triliun)	30,15	9,98
Penerbitan HMETD / Right Issue (jumlah emiten)	25	17
Penawaran Umum obligasi (jumlah emiten)	39	15
Obligasi / obligasi konversi / obligasi syariah (Rp Triliun)	31,38	11,45

Sumber: Annual Report Bapepam, 2007

Rp11,45 triliun menjadi Rp31,38 triliun. Penerbitan HMETD (Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu) atau *right issue* meningkat dari Rp 9,98 triliun pada tahun 2006 menjadi Rp 30,15 tahun 2007. Demikian halnya dengan jumlah emiten yang menerbitkan HMETD (*right issue*) meningkat menjadi 25 emiten tahun 2007 dari yang semula 17 emiten pada tahun 2006. Pemahaman informasi di atas disajikan dalam bentuk tabel 1.

Tabel 1 menunjukkan minat investor untuk membeli efek perusahaan yang baru saja melakukan IPO sering mengalami kesulitan. Kesulitan ini terjadi karena kurangnya pengetahuan informasi mengenai perusahaan tersebut. Informasi yang dibutuhkan investor dan pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan tidak hanya informasi produk tetapi juga berbagai hal yang terkait dengan kinerja perusahaan. Informasi mengenai perusahaan dapat diketahui pada prospektus ketika perusahaan memutuskan untuk melakukan IPO. Informasi mengenai kinerja keuangan suatu perusahaan sangat bermanfaat untuk berbagai pihak seperti investor, kreditur, pemerintah, pihak bank, pihak manajemen perusahaan, dan pihak-pihak lain yang berkepentingan. Pihak manajemen perusahaan berkepentingan dengan seluruh keadaan keuangan perusahaan karena keadaan keuangan perusahaan yang akan dijadikan penilaian oleh pihak pemilik perusahaan maupun para kreditur.

Penilaian kinerja perusahaan bagi manajemen dapat diartikan sebagai penilaian terhadap prestasi yang telah dicapai. Pemegang saham memerlukan penilaian terhadap kinerja manajemen untuk menjamin bahwa dana yang diinvestasikan dalam perusahaan itu digunakan secara baik dan sesuai dengan tujuannya. Bagi pemodal dan calon pemodal, kinerja suatu unit usaha akan memberikan dasar untuk membuat keputusan membeli, mempertahankan atau menjual saham perusahaan tersebut (Dermawan, 1999). Hal ini berarti, penilaian kinerja perusahaan bertujuan untuk mengetahui tingkat keberhasilan manajemen atas misi perusahaan.

Salah satu informasi untuk penilaian kinerja tersebut adalah informasi mengenai kondisi keuangan. Kondisi keuangan perusahaan dapat dilihat melalui perubahan posisi keuanga, baik yang berupa laba bersih, laba perusahaan maupun likuiditas sahamnya terutama bagi perusahaan publik. Perubahan posisi keuangan ini akan nampak pada laporan keuangan. Laporan keuangan merupakan salah satu informasi keuangan yang bersumber dari internal perusahaan. Laporan keuangan perusahaan melaporkan kinerja keuangan masa lalu dan menunjukkan posisi keuangan yang terbaru. Agar laporan keuangan dapat memberikan manfaat bagi berbagai pihak maka analisa lebih lanjut sangat diperlukan.

Analisis laporan keuangan terhadap suatu perusahaan pada awalnya hanya sebagai alat penguji dari pekerjaan bagian pembukuan. Selanjutnya analisis laporan keuangan dilakukan untuk mengetahui tingkat keuntungan, tingkat risiko ataupun tingkat kesehatan suatu perusahaan (Dermawan, 1999). Melalui penilaian dan pengukuran kinerja keuangan maka dapat diketahui tingkat hasil yang telah dicapai oleh perusahaan dalam kurun waktu tertentu. Penggunaan analisa rasio keuangan digunakan untuk melakukan analisa perusahaan dengan melihat laporan keuangan perusahaan.

Analisis rasio keuangan (*financial ratio analysis)* adalah salah satu cara untuk menghitung dan menginterpretasikan rasio keuangan untuk menganalisis dan melihat kinerja perusahaan (Niswonger dkk., 1999; Sembel, 2001; Hickman dkk., 2002; Higgins, 2003; Gill & Chatton, 2004; Porter & Norton, 2004). Pihak manajemen menggunakan rasio keuangan untuk mengawasi keadaan perusahaan dari suatu periode ke periode lainnya. Semua manajemen perusahaan tidak menginginkan keadaan yang dapat mengancam keberlangsungan usahanya. Pihak manajemen dapat mencari langkah-langkah pencegahan dan penanggulangannya melalui analisa rasio keuangan.

Analisis rasio keuangan adalah alat yang dipergunakan untuk melihat pertumbuhan profitabilitas perusahaan (Ciaran, 2003, Ramantha, 2006). Profitabilitas merupakan metode yang paling umum digunakan untuk mengevaluasi baik tidaknya perkembangan bisnis perusahaan. Profitabilitas juga menunjukkan hasil akhir dari sejumlah keputusan dan kebijakan perusahaan. Profitabilitas merupakan hal yang paling penting dalam usaha yaitu mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba (Setiawati, 2004). Semakin tinggi tingkat laba yang dihasilkan perusahaan maka semakin tinggi rasio profitabilitasnya. Analisis rasio keuangan juga dipergunakan untuk mengukur efektivitas manajemen

perusahaan secara keseluruhan yang ditunjukkan dengan besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Jika rasio profitabilitas tinggi atau meningkat maka dapat dikatakan kinerja perusahaan juga telah mengalami peningkatan. Hal ini sejalan dengan beberapa penelitian mengenai kinerja perusahaan setelah IPO.

Di dalam penelitiannya D'Souza dan Megginson (1999) membandingkan 85 perusahaan yang bergerak diberbagai macam bidang industri dari 28 negara yang tersebar di benua Asia, Australia dan Eropa yang melakukan IPO antara tahun 1990-1996. Pada penelitiannya dengan membandingkan kinerja keuangan dan operasi ditemukan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mengalami peningkatan pada profitabilitas, *output*, efisiensi operasi dan pembayaran dividen. Rasio hutang dan tenaga kerja mengalami penurunan meskipun tidak secara signifikan.

Bortolotti, D'souza, Fantini & Megginson (2001) melakukan penelitian mengenai 31 perusahaan nasional telekomunikasi dari 25 negara yang melakukan IPO antara Oktober 1981 hingga November 1998. Menggunakan perbandingan antara sebelum dan sesudah IPO menemukan bahwa profitabilitas, *output*, efisiensi operasi dan pengeluaran investasi modal meningkat secara signifikan. Tenaga kerja dan hutang, sementara itu mengalami penurunan dengan signifikan. Menurut hasil penelitian Bortolotti, D'souza, Fantini dan Megginson kinerja keuangan dan operasi pada perusahaan telekomunikasi mengalami peningkatan secara signifikan setelah IPO. Hasil ini bukanlah akibat dari IPO saja tetapi juga terdapat pengaruh lainnya yaitu perubahan regulasi yang tidak atau disertai dengan adanya perubahan kepemilikan.

Pada tahun yang sama Boubakri, Cosset dan Guedhami (2001) menunjukkan dalam penelitiannya mengenai perusahaan yang baru privatisasi pada 32 negara maju dan berkembang. Penggunaan sampel sebanyak 189 perusahaan dari berbagai macam industri, adanya peningkatan pada profitabilitas, efisiensi, investasi dan *output* (Boubakri, Cosset dan Guedhami, 2001). Melalui penggunakan uji nonparametrik, Boubakri, Cosset dan Guedhami menemukan perubahan perbedaan kinerja perusahaan antara satu dengan lainnya tergantung pada variabel reformasi ekonomi, lingkungan dan tata kelola perusahaan. Namun, jika dilakukan dengan uji analisis regresi, Boubakri, Cosset dan Guedhami menemukan bahwa peningkatan kinerja setelah IPO akibat dari variabel makro ekonomi dan tata kelola perusahaan.

Pada tahun 2004 D'souza, Megginson dan Nash (2004) dengan mengacu pada penelitian Megginson dan Netter (2001) melakukan penelitian mengenai perubahan pada kinerja finansial dan operasi pada perusahaan yang baru saja privatisasi. Dengan menggunakan sampel 130 perusahaan pada 23 negara berkembang dengan rentang tahun 1961-1999. D'souza, Megginson dan Nash berkesimpulan bahwa sesudah privatisasi ditemukan adanya peningkatan secara signifikan pada profitabilitas, *output* dan penjualan sesungguhnya.

Omran (2004) melakukan penelitian terhadap sampel dari 54 perusahaan yang baru melakukan privatisasi antara tahun 1994-1998 ketika Mesir melakukan privatisasi pertama kalinya tahun 1991, ternyata ditemukan adanya peningkatan pada profitabilitas dan efisiensi pada operasional perusahaan. Pada sisi hutang dan tenaga kerja ditemukan adanya penurunan sedangkan pada sisi *output* tidak adanya perubahan yang berarti.

Sinta Arie Setiawan (2004) pada tahun yang samapun melakukan penelitian tentang analisa kinerja perusahaan 2 tahun sebelum dan sesudah IPO berdasarkan rasio keuangan. Perusahaan yang diteliti sebanyak 29 perusahaan manufaktur yang melakukan listing di BEI pada periode 1995-1997. Adapun rasio keuangan yang digunakan yaitu rasio likuiditas (*current ratio, quick ratio),* rasio profitabilitas *(gross profit margin, net profit margin, return on asset, return on equity*), rasio aktivitas (*total asset turn over, inventory turn over, operating profit margin*) dan rasio *leverage* (*debt ratio* dan *debt to equity ratio*). Hasil penelitian memperlihatkan bahwa terdapat beberapa rasio yang menunjukkan perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah IPO namun hasil tersebut hanya bersifat sementara dan tidak konsisten. Dari hasil penelitian keseluruhan kinerja keuangan setelah IPO tidak menjadi lebih baik atau buruk dibandingkan sebelum IPO.

Pada penelitian-penelitian tersebut, terlihat bahwa profitabilitas perusahaan meningkat setelah IPO. Tingkat profitabilitas yang tinggi pada perusahaan akan meningkatkan daya saing antar perusahaan. Perusahaan yang memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi akan membuka lini atau cabang yang baru serta memperbesar investasi atau membuka investasi baru terkait dengan perusahaan induknya. Tingkat keuntungan yang tinggi menandakan pertumbuhan perusahaan pada masa mendatang. Adanya peningkatan keuntungan atau laba yang diperoleh perusahaan menunjukkan adanya peningkatan profitabilitas. Hal ini sangat penting diperhatikan untuk mengetahui sejauhmana investasi yang akan dilakukan investor di suatu perusahaan. Investor ingin melihat kemampuan perusahaan dalam memberikan imbal hasil yang sesuai dengan tingkat yang disyaratkan investor. Hal ini pun termasuk yang dilakukan oleh para investor PT Adhi Karya.

Adhi Karya adalah perusahaan terbuka yang bergerak di bisnis jasa konstruksi, jasa perekayasaan dan investasi bidang infrastruktur di Indonesia. Adhi Karya merupakan salah satu dari tiga perusahaan konstruksi terbesar di bidang konstruksi. Karena Adhi Karya bergerak di bidang konstruksi yang membutuhkan modal sangat besar, sebagian besar modal tersebut didapatkan melalui pinjaman bank. Akibatnya ketika

krisis 1998 melanda Indonesia, hal tersebut pun berlaku pula pada Adhi Karya. Pada masa itu Adhi berhutang sangat besar pada bank akibat melonjaknya bunga kredit dan akhirnya masuk menjadi pasien Badan Penyehatan Perbankan Nasional (BPPN) (Laporan Tahunan PT Adhi Karya, 2003).

Ketika pada akhirnya Adhi berhasil memperbaiki keuangan perusahaan, maka pembaharuan pun dilakukan melalui visi, misi, dan strategi terbaru. Strategi terbaru Adhi diantaranya adalah memperkuat *balance sheet* dengan menurunkan tingkat hutang dan menyesuaikan penggunaan *assets* dengan pendanaan baru (*refinancing*) (*short*/*long*) (Laporan Tahunan PT Adhi Karya, 2005). Selain itu, dengan semakin berkembangnya bisnis perusahaan, Adhi Karya mulai merambah beberapa negara di Timur Tengah dengan proyek-proyeknya. Untuk membiayai pembangunan anak perusahaan dan proyek–proyeknya di Timur Tengah membutuhkan dana yang sangat besar. Hal inilah yang menjadi salah satu alasan Adhi Karya untuk mencari dana di pasar modal pada tanggal 18 Maret 2004 daripada meminjam melalui bank. Adanya tambahan dana dari IPO, maka Adhi Karya seharusnya mampu untuk meningkatkan produksi jasa sehingga laba yang diperoleh perusahaan meningkat. Laba perusahaan dapat dihitung melalui rasio profitabilitas. Karena itulah apabila ternyata setelah IPO, rasio profitabilitas Adhi Karya tidak mengalami peningkatan maka dapat dikatakan bahwa strategi perusahaan melalui IPO tidak berjalan dengan baik atau gagal. Berdasarkan penjabaran maka tujuan penelitian ini adalah melakukan analisa komparasi profitabilitas sebelum dan sesudah penawaran umum saham perdana (*initial public offering*) pada PT Adhi Karya (Persero) Tbk".

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif (Walpole, 1995) dengan analisis komparatif. Penelitian Analisis komparatif merupakan penelitian yang bertujuan untuk mencari persamaan dan perbedaan fenomena yang ada (Asnawi dan Wijaya, 2006; Husein, 2000). Berdasarkan hal ini, peneliti membandingkan profitabilitas perusahaan sebelum menyelenggarakan IPO dengan estimasi profitabilitas perusahaan setelah menyelenggarakan IPO.

Teknik yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan teknik *existing statistic*. Berdasarkan data statistik yang dikumpulkan pada penelitian terdahulu maupun laporan yang diberikan oleh pemeritah atau institusi. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data transaksi laporan keuangan PT Adhi Karya dari tahun 2000-2008 serta studi literatur untuk menggali berbagai tinjauan konseptual mengenai laporan keuangan, analisis rasio keuangan dan sekilas mengenai IPO. Selain itu juga informasi mengenai berbagai tulisan ilmiah mengenai pengaruh IPO dan analisis rasio keuangan.

Sementara populasi dalam penelitian ini adalah data transaksi PT Adhi Karya. Sampel penelitian ini adalah data keuangan tahunan periode 2000-2008 dengan mengecualikan tahun 2004, karena pada tahun itu Adhi Karya baru melakukan IPO.

Hipotesis penelitian merupakan suatu anggapan sementara yang masih harus dibuktikan kebenarannya. Hipotesis penelitian yang diterapkan dalam penelitian ini adalah:

Ho : Kinerja keuangan PT Adhi Karya sesudah IPO tidak mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO.

Ha : Kinerja keuangan PT Adhi Karya sesudah IPO mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO

Untuk dapat memperjelas hipotesis akan diuraikan satu-persatu berdasarkan pada rasio profitabilitas atau rentabilitas

Gross Profit Margin

Ho-1 : Kinerja keuangan PT Adhi Karya sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *gross profit margin* tidak mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO.

Ha-2 : Kinerja keuangan PT Adhi Karya sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *gross profit margin* mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO

Operating Profit Margin

Ho-2 : Kinerja keuangan PT Adhi Karya sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *operating profit margin* tidak mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO.

Ha-2 : Kinerja keuangan PT Adhi Karya sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *operating profit margin* mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO.

Net Profit Margin

Ho-3 : Kinerja keuangan PT Adhi Karya sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *net profit margin* tidak mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO.

Ha-3 : Kinerja keuangan PT Adhi Karya sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *net profit margin* mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO

Return On Asset

Ho-4 : Kinerja keuangan PT Adhi Karya sesudah IPO

Tabel 2. Perhitungan Rasio Keuangan PT Adhi Karya Sebelum IPO

Tahun	GPM	OPM	NPM	ROA	ROE	ROI
2000 Desember	0.05	0.04	0.04	0.02	0.20	0.03
2001 Desember	0.06	0.04	0.04	0.04	0.23	0.04
2002 Desember	0.06	0.03	0.03	0.05	0.21	0.04
2003 Desember	0.07	0.05	0.02	0.05	0.20	0.03
Rata – rata	0.06	0.04	0.03	0.04	0.21	0.04

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian, 2009

Keterangan:
GPM : *Gross profit margin*
OPM : *Operating profit margin*
NPM : *Net profit margin*
ROA : *Return on asset*
ROE : *Return on equity*
ROI : *Return on investment*

Tabel 3. Perhitungan Rasio Keuangan PT Adhi Karya Setelah IPO

Tahun	GPM	OPM	NPM	ROA	ROE	ROI
2005 Desember	0.07	0.06	0.03	0.05	0.21	0.03
2006 Desember	0.09	0.06	0.02	0.04	0.22	0.03
2007 Desember	0.09	0.06	0.02	0.04	0.21	0.03
2008 Desember	0.08	0.06	0.01	0.02	0.14	0.02
Rata – rata	0.08	0.06	0.02	0.04	0.20	0.03

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian, 2009

Keterangan:
GPM : *Gross profit margin*
OPM : *Operating profit margin*
NPM : *Net profit margin*
ROA : *Return on asset*
ROE : *Return on equity*
ROI : *Return oniInvestment*

yang didasarkan pada pengukuran *return on asset* tidak mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO.

Ha-4 : Kinerja keuangan PT Adhi Karya sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *return on asset* mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO

Return On Equity

Ho-5 : Kinerja keuangan PT Adhi Karya sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *return on equity* tidak mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO.

Ha-5 : Kinerja keuangan PT Adhi Karya sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *return on equity* mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO

Return On Investment

Ho-6 : Kinerja keuangan PT. Adhi Karya sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *return on investment* tidak mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO.

Ha-6 : Kinerja keuangan PT. Adhi Karya sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *return on investment* mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan dibandingkan dengan sebelum IPO

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Hasil Perhitungan Rasio

Analisis kinerja PT Adhi Karya diproksikan dalam rasio keuangan (Steve dkk., 2005; Higgins, 2003; Porter dan Norton, 2004; Sembel 2001; Sutojo, 2004). Rasio ini dihitung dari laporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan sendiri dengan dimensi waktu yang dipilih adalah empat tahun sebelum dan empat tahun sesudah tahun IPO.

Dari hasil tabel 2 dan tabel 3 dapat dilihat bahwa hasil perhitungan rasio *gross profit margin (GPM)* untuk empat tahun sesudah IPO menunjukkan peningkatan nilai rata-rata dibandingkan dengan empat tahun sebelum IPO. Nilai rata-rata GPM sebelum IPO sebesar 0,06 berarti pada setiap Rp 1 penjualan menghasilkan laba kotor sebesar Rp 0,06. Nilai rata-rata GPM sesudah IPO sebesar 0,08 berarti pada setiap Rp1 penjualan menghasilkan laba kotor sebesar Rp 0,08. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mengalami peningkatan dalam operasi perusahaan. Nilai GPM bagi semua perusahaan harus cukup besar. Sebab dengan menggunakan laba kotor inilah perusahaan dapat menutup biaya operasi, pajak penghasilan dan biaya modal. Pada keadaan normal GPM haruslah bernilai positif karena menunjukkan perusahaan mampu menjual produknya diatas harga pokok sehingga perusahaan tidak mengalami kerugian. Hal tersebut menandakan bahwa laba kotor yang dihasilkan dapat menutupi biaya yang bervariasi yang digunakan untuk melakukan kegiatan penjualan.

Dari hasil tabel 2 dan tabel 3 dapat dilihat bahwa hasil perhitungan rasio *operating profit margin (OPM)* untuk empat tahun sesudah IPO menunjukkan adanya peningkatan nilai rata-rata dibandingkan dengan empat tahun sebelum IPO. OPM digunakan untuk mengukur kemampuan tingkat keuntungan operasi yang diperoleh tiap rupiah penjualan. Nilai rata-rata OPM sebelum IPO sebesar 0,04 berarti pada setiap Rp 1 penjualan menghasilkan laba operasi sebesar Rp 0,04.

Tabel 4. Hasil Uji Jenjang bertanda Wilcoxon

No.	Ukuran Efisiensi	Hasil Pengujian		Kesimpulan
		Nilai T* (T tabel = 0)	Sig 2 tail (α) = 0,05	
1	GPM	0	0,068	Ho ditolak
2	OPM	0	0,068	Ho ditolak
3	NPM	0	0,068	Ho ditolak
4	ROA	4	0,715	Ho diterima
5	ROE	3	0,465	Ho diterima
6	ROI	1	0,144	Ho diterima

Keterangan :
T : Jumlah yang lebih kecil antara jumlah jenjang positif dengan jenjang negatif
T* : Statistik Uji Wilcoxon
T tabel : Statistik Tabel Wilcoxon

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian, 2009

Tabel 5. Hasil Perhitungan Uji Wilcoxon untuk *Gross Profit Margin* sebelum dan sesudah IPO

GPM	Mean	Minimum	Maximum	Sign 2 tailed (α =0,05)	Kesimpulan
Sebelum	0,0576	0,05	0,07	0,068	Ho ditolak
Sesudah	0,0846	0,07	0,09		

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian, 2009

Tabel 6. Hasil Perhitungan Uji Wilcoxon untuk *Operating Profit Margin* sebelum & sesudah IPO

GPM	Mean	Minimum	Maximum	Sign 2 tailed (α =0,05)	Kesimpulan
Sebelum	0,0422	0,03	0,05	0,068	Ho ditolak
Sesudah	0,0574	0,06	0,06		

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian, 2009

Nilai rata-rata OPM sesudah IPO sebesar 0,06 berarti pada setiap Rp1 penjualan menghasilkan laba operasi sebesar Rp 0,06. OPM yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mengalami peningkatan kemampuan untuk mendapatkan keuntungan operasi. Maka dapat disimpulkan bahwa operasi perusahaan semakin efisien.

Dari hasil tabel 2 dan tabel 3 dapat dilihat bahwa hasil perhitungan rasio *net profit margin (NPM)* untuk empat tahun sesudah IPO menunjukkan penurunan nilai rata–rata dibandingkan dengan empat tahun sebelum IPO. Nilai rata-rata NPM sebelum IPO sebesar 0,03 berarti pada setiap Rp 1 penjualan menghasilkan keuntungan bersih sebesar Rp 0,03. Nilai rata-rata NPM sesudah IPO sebesar 0,02 berarti pada setiap Rp 1 penjualan menghasilkan keuntungan bersih sebesar Rp 0,02. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan tidak mengalami peningkatan atau tidak lebih efisien sesudah IPO. Perusahaan yang sehat seharusnya memiliki NPM yang positif yang menandakan bahwa perusahaan menghasilkan laba bersih.

Dari hasil tabel 2 dan tabel 3 dapat dilihat bahwa hasil perhitungan rasio *return on asset (ROA)* untuk empat tahun sesudah IPO tidak menunjukkan peningkatan maupun penurunan nilai rata-rata dibandingkan dengan empat tahun sebelum IPO. ROA merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Nilai rata-rata ROA sebelum IPO sebesar 0,04 berarti pada setiap Rp 1 aktiva menghasilkan keuntungan Rp 0,04. Nilai rata-rata ROA sesudah IPO sebesar 0,04 hal ini berarti pada setiap Rp1 aktiva menghasilkan keuntungan Rp 0,04. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen Adhi Karya belum menggunakan asetnya dengan efisien untuk menghasilkan laba yang lebih besar setelah IPO.

Dari hasil tabel 2 dan tabel 3 dapat dilihat bahwa hasil perhitungan rasio *return on equity (ROE)* untuk empat tahun sesudah IPO menunjukkan penurunan nilai rata-rata dibandingkan dengan empat tahun sebelum IPO. ROE merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi pemegang saham. Rasio ini menunjukkan seberapa banyak rupiah yang diperoleh dari laba bersih untuk setiap rupiah yang diinvestasikan oleh para pemegang saham (pemilik perusahaan). Nilai rata-rata ROE sebelum IPO sebesar 0,21 berarti pada setiap Rp 1 modal menghasilkan keuntungan Rp 0,21. Nilai rata-rata ROE sesudah IPO sebesar 0,19 hal ini berarti pada setiap Rp 1 modal menghasilkan keuntungan Rp 0,19. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat pengembalian (*return*) yang akan diperoleh para pemegang saham baik saham biasa maupun saham preferen dari modal yang ditanamkan pada perusahaan tersebut semakin kecil. Pada dasarnya rasio ini sering digunakan oleh para investor dalam pengambilan keputusan pembelian saham suatu perusahaan.

Dari hasil tabel 2 dan tabel 2 dapat dilihat bahwa hasil perhitungan rasio *return on investment (ROI)* untuk

Tabel 7. Hasil Perhitungan Uji Wilcoxon untuk *Net Profit Margin* sebelum dan sesudah IPO

GPM	Mean	Minimum	Maximum	Sign 2 tailed (α =0,05)	Kesimpulan
Sebelum	0,0303	0,02	0,04	0,068	Ho ditolak
Sesudah	0,0206	0,01	0,03		

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian, 2009

Tabel 8. Hasil Perhitungan Uji Wilcoxon untuk *Return On Asset* sebelum dan sesudah IPO

GPM	Mean	Minimum	Maximum	Sign 2 tailed (α =0,05)	Kesimpulan
Sebelum	0,0419	0,02	0,05	0,715	Ho diterima
Sesudah	0,0381	0,02	0,05		

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian, 2009

empat tahun sesudah IPO menunjukkan penurunan nilai rata-rata dibandingkan dengan empat tahun sebelum IPO. Nilai rata-rata ROI sebelum IPO sebesar 0,04 berarti pada setiap Rp1 modal yang diinvestasikan pada keseluruhan aktiva menghasilkan keuntungan Rp0,04. Nilai rata-rata ROI sesudah IPO sebesar 0,03 hal ini berarti pada setiap Rp1 modal yang diinvestasikan pada keseluruhan aktiva menghasilkan keuntungan Rp0,03. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mengalami penurunan efisiensi penggunaan total aktiva dalam menghasilkan keuntungan bersih.

B. Hasil Pengujian Hipotesis

Berdasarkan hasil perhitungan enam rasio keuangan profitabilitas, selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis dengan bantuan komputer menggunakan uji jenjang bertanda wilcoxon dengan tingkat signifikansi (α) = 0,05 atau 5%. Tingkat signifikansi ini digunakan dengan pertimbangan bahwa tingkat ketelitiannya lebih tinggi dibandingkan ukuran yang lain, selain itu sebagian besar penelitian-penelitian terdahulu juga menggunakan tingkat signifikansi 5%.

Setelah diketahui hasil perhitungan *gross profit pargin* secara umum (tabel 4), maka selanjutnya dilakukan perhitungan GPM secara lebih mendetail (tabel 5).

Tabel 5 menunjukkan bahwa hasil perhitungan untuk empat tahun sebelum dan sesudah IPO menunjukkan nilai uji statistik T sebesar 0 dan nilai T tabel Wilcoxon sebesar 0 (untuk n=4, uji satu sisi dan tingkat signifikansi α=5%) serta hasil perhitungan asymp.Sig (2 tailed) adalah 0,068. Karena Uji Wilcoxon yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi 0,068/2=0,034. Nilai uji statistik T ternyata lebih kecil dari nilai T tabel Wilcoxon dan tingkat signifikasinya juga lebih kecil dari tingkat signifikansi α=0,05 yang sudah ditentukan terlebih dahulu. Hal ini berarti Ho ditolak dan menerima hipotesis alternatif.

Dengan demikian berarti terdapat perbedaan antara kinerja keuangan Adhi Karya sebelum dan sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *gross profit margin*. Kinerja berdasarkan *gross profit margin* mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan antara sebelum dan sesudah IPO. Keadaan ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan setelah IPO menjadi lebih baik dalam usaha meningkatkan laba sebelum pajak yang diperoleh perusahaan per Rupiah penjualan. GPM menggambarkan laba kotor yang dapat dicapai setiap rupiah penjualan.

Setelah diketahui hasil perhitungan *operating profit margin* secara umum (tabel 4), maka selanjutnya dilakukan perhitungan OPM secara lebih mendetail (tabel 6). Tabel 6 menunjukkan bahwa hasil perhitungan untuk empat tahun sebelum dan sesudah IPO menunjukkan nilai uji statistik T sebesar 0 dan nilai T tabel Wilcoxon sebesar 0 (untuk n=4, uji satu sisi dan tingkat signifikansi α=5%) serta hasil perhitungan asymp.Sig (2 tailed) adalah 0,068. Karena Uji Wilcoxon yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi 0,068/2=0,034. Nilai uji statistik T ternyata lebih kecil dari nilai T tabel Wilcoxon dan tingkat signifikasinya juga lebih kecil dari tingkat signifikansi α=0,05 yang sudah ditentukan terlebih dahulu. Hal ini berarti Ho ditolak dan menerima hipotesis alternatif.

Terdapat perbedaan antara kinerja keuangan Adhi Karya sebelum dan sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *operating profit margin*. Dengan kata lain bahwa kinerja berdasarkan *operating profit margin* mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan antara sebelum dan sesudah IPO. Adhi Karya sesudah IPO operasinya menjadi lebih baik terutama dalam meningkatkan laba operasi perusahaan per Rupiah karena adanya peningkatan pada rata–rata penjualan.

Setelah diketahui hasil perhitungan *net profit margin* secara umum secara umum (tabel 4), maka selanjutnya dilakukan perhitungan NPM secara lebih mendetail (tabel 7).

Tabel 7 menunjukkan bahwa hasil perhitungan untuk empat tahun sebelum dan sesudah IPO menunjukkan nilai uji statistik T sebesar 0 dan nilai T tabel Wilcoxon sebesar 0 (untuk n=4, uji satu sisi dan tingkat signifikansi α=5%) serta hasil perhitungan asymp.Sig (2 tailed) adalah 0,068. Karena Uji Wilcoxon yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya

Tabel 9. Hasil Perhitungan Uji Wilcoxon untuk *Return On Equity* sebelum dan sesudah IPO

GPM	Mean	Minimum	Maximum	Sign 2 tailed (α =0,05)	Kesimpulan
Sebelum	0,2078	0,20	0,23	0,465	Ho diterima
Sesudah	0,1941	0,14	0,22		

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian, 2009

Tabel 10. Hasil Perhitungan Uji Wilcoxon untuk *Return On Investment* sebelum & sesudah IPO

GPM	Mean	Minimum	Maximum	Sign 2 tailed (α =0,05)	Kesimpulan
Sebelum	0,0349	0,03	0,04	0,144	Ho diterima
Sesudah	0,0268	0,02	0,03		

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian, 2009

Tabel 11. Hasil Uji Kruskal Wallis

Tabel Chi-square	Tabel output	Kesimpulan
11, 070	38, 046	Ho ditolak

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian, 2009

menjadi 0,068/2=0,034. Nilai uji statistik T ternyata lebih kecil dari nilai T tabel Wilcoxon dan tingkat signifikasinya juga lebih kecil dari tingkat signifikansi α=0,05 yang sudah ditentukan terlebih dahulu. Hal ini berarti Ho ditolak dan menerima hipotesis alternatif.

Dengan demikian berarti terdapat perbedaan antara kinerja keuangan Adhi Karya sebelum dan sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *net profit margin*. Dengan kata lain bahwa kinerja berdasarkan *net profit margin* mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan antara sebelum dan sesudah IPO. Adhi Karya sesudah IPO operasinya menjadi lebih baik terutama dalam meningkatkan laba bersih perusahaan per Rupiah penjualan. Semakin tinggi nilai rasio ini maka laba bersih yang dihasilkan juga semakin meningkat karena penjualan bertambah lebih besar daripada biaya usahanya. Hal ini menunjukkan bahwa pihak manajemen perusahaan mampu membukukan pendapatan dan penjualan yang signifikan dan mampu meminimalisir biaya–biaya.

Setelah diketahui hasil perhitungan *return on asset* secara umum (tabel 4), maka selanjutnya dilakukan perhitungan ROA secara lebih mendetail (tabel 8). Tabel 8 menunjukkan bahwa hasil perhitungan untuk empat tahun sebelum dan sesudah IPO menunjukkan nilai uji statistik T sebesar 4 dan nilai T tabel Wilcoxon sebesar 0 (untuk n=4, uji satu sisi dan tingkat signifikansi α=5%) serta hasil perhitungan asymp. Sig (2 tailed) adalah 0,715. Karena Uji Wilcoxon yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi 0,715/2=0,3575. Nilai uji statistik T ternyata lebih besar dari nilai T tabel Wilcoxon dan tingkat signifikasinya juga lebih besar dari tingkat signifikansi α=0,05 yang sudah ditentukan terlebih dahulu. Hal ini berarti Ho diterima dan menolak hipotesis alternatif.

Dengan demikian berarti tidak terdapat perbedaan antara kinerja keuangan Adhi Karya sebelum dan sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *return on asset*. Dengan kata lain bahwa kinerja berdasarkan *return on asset* tidak mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan antara sebelum dan sesudah IPO. Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat efisiensi manajemen dalam menginvestasikan modal dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Dengan demikian Adhi Karya sesudah IPO operasinya tidak menjadi lebih baik terutama dalam memanfaatkan dana yang tertanam dalam aktiva untuk menghasilkan keuntungan. Setelah diketahui hasil perhitungan *return on asset* secara umum umum (tabel 4), maka selanjutnya dilakukan perhitungan ROA secara lebih mendetail (tabel 9).

Tabel 9 menunjukkan bahwa hasil perhitungan untuk empat tahun sebelum dan sesudah IPO menunjukkan nilai uji statistik T sebesar 3 dan nilai T tabel Wilcoxon sebesar 0 (untuk n=4, uji satu sisi dan tingkat signifikansi α=5%) serta hasil perhitungan asymp.Sig (2 tailed) adalah 0,465. Karena Uji Wilcoxon yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi 0,465/2=0,2325. Nilai uji statistik T ternyata lebih besar dari nilai T tabel Wilcoxon dan tingkat signifikasinya juga lebih besar dari tingkat signifikansi α=0,05 yang sudah ditentukan terlebih dahulu. Hal ini berarti Ho diterima dan menolak hipotesis alternatif.

Dengan demikian berarti tidak terdapat perbedaan antara kinerja keuangan Adhi Karya sebelum dan sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *return on equity*. Dengan kata lain bahwa kinerja berdasarkan *return on equity* tidak mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan antara sebelum dan sesudah IPO. Tidak adanya perbedaan yang signifikan ini menunjukkan bahwa dana murah yang diterima dari masyarakat yang diperoleh perusahaan melalui IPO tidak memberikan dampak positif bagi perusahaan. Perusahaan tidak berhasil mengelola tambahan modal

tersebut untuk menghasilkan keuntungan yang lebih besar dari kegiatan usaha sebelum IPO. Akibatnya tingkat penghasilan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham atas modal yang diinvestasikan dalam perusahaan tersebut dari tahun ke tahun mengalami perbedaan yang signifikan.

Setelah diketahui hasil perhitungan *return on investment* secara umum (tabel 4), maka selanjutnya dilakukan perhitungan ROA secara lebih mendetail (tabel 10). Tabel 10 menunjukkan bahwa bahwa hasil perhitungan untuk empat tahun sebelum dan sesudah IPO menunjukkan nilai uji statistik T sebesar 1 dan nilai T tabel Wilcoxon sebesar 0 (untuk n=4, uji satu sisi dan tingkat signifikansi α=5%) serta hasil perhitungan asymp. Sig (2 tailed) adalah 0,144. Karena Uji Wilcoxon yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi 0,144/2=0,072. Nilai uji statistik T ternyata lebih besar dari nilai T tabel Wilcoxon dan tingkat signifikasinya juga lebih besar dari tingkat signifikansi α=0,05 yang sudah ditentukan terlebih dahulu. Hal ini berarti Ho diterima dan menolak hipotesis alternatif.

Tidak terdapat perbedaan antara kinerja keuangan Adhi Karya sebelum dan sesudah IPO yang didasarkan pada pengukuran *return on investment*. Kinerja berdasarkan *return on investment* tidak mengalami peningkatan (lebih baik) secara signifikan antara sebelum dan sesudah IPO. ROI menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih dari aktiva yang dipergunakan. Adhi Karya sesudah IPO tidak lebih efektif dalam memanfaatkan dana yang tertanam dalam aktiva tetap untuk menghasilkan keuntungan.

Tabel 11 memperlihatkan hasil perhitungan statistik dengan menggunakan Uji Kruskall Wallis dengan tingkat signifikansi α=0,05 atau 5% dibandingkan dengan angka tabel. Hasil penelitian menunjukkan angka yang lebih besar. Hal ini berarti Ho ditolak dan menerima hipotesis alternatif, sehingga diperoleh hasil analisa yaitu bahwa tingkat efisiensi Adhi Karya secara keseluruhan menunjukkan perbedaan kinerja keuangan yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah IPO. Sehingga diperoleh kesimpulan bahwa IPO dapat mempengaruhi kinerja keuangan.

Dari hasil uji Wilcoxon satu sisi dengan tingkat signifikansi 5% (tabel 11), menunjukkan bahwa tidak semua rasio keuangan menunjukkan adanya perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum IPO dengan kinerja perusahaan sesudah IPO. Dari enam rasio profitabilitas yang diuji hanya tiga rasio profitabilitas yaitu *gross profit margin, operating profit margin dan net profit margin* yang menunjukkan adanya perbedaan antara kinerja perusahaan pada periode sebelum IPO dengan kinerja perusahaan sesudah IPO.

Dilihat dari sudut pandang *gross profit margin* yang secara rata-rata mengalami peningkatan, maka Adhi Karya mampu bekerja secara efisien dalam berproduksi sehingga menghasilkan laba yang besar sesudah menghasilkan produk jasa. Hal ini dikarenakan ketika pada masa empat tahun sebelum IPO yaitu 2000, 2001, 2002, dan 2003 tengah mengalami berbagai tantangan. Ekonomi Indonesia yang belum sepenuhnya pulih dari dampak resesi sehingga Adhi Karya yang ketika itu masih berstatus BUMN mengalami keterbatasan dana Pembangunan Pemerintah (Laporan Tahunan PT Adhi Karya, 2003). Pada masa empat tahun sesudah IPO yaitu 2005, 2006, 2007 dan 2008 Adhi Karya mengalami peningkatan pada laba kotor dan pendapatan. Hal ini dikarenakan Adhi Karya telah melakukan berbagai upaya perubahan visi dan misi perusahaan dari segi kinerja usaha, penyempurnaan proses bisnis dan prosedur kerja yang didasarkan atas prinsip-prinsip tata kelola perusahaan yang baik (Laporan Tahunan PT Adhi Karya tahun 2007). Hal ini terbukti dari beberapa tender luar negeri yang telah berhasil dimenangkan dan diselesaikan dengan baik oleh perusahaan.

Dilihat dari sudat pandang *operating profit margin* maka Adhi Karya mampu meningkatkan laba operasi dan laba bersihnya dengan mengabaikan kewajiban finansialnya. Pada masa empat tahun sebelum IPO, akibat kebijakan otonomi daerah mendorong perusahaan untuk meraih proyek yang lebih banyak di daerah-daerah potensial (Laporan Tahunan PT Adhi Karya, 2003). Namun akibat bidang usaha perusahaan yang membutuhkan modal yang besar, Adhi Karya mencari kekurangannya melalui bank sehingga beban bunga bank menjadi besar. Pada masa empat tahun sesudah IPO, Adhi Karya telah berhasil memenangkan berbagai tender di luar negeri seperti di Oman, India, Qatar dan lain-lain sehingga mendapatkan laba yang besar (Laporan Tahunan PT Adhi Karya, 2007). Selain itu hasil dari penawaran saham kepada masyarakat dipakai Adhi Karya untuk membayar hutang kredit bank sehingga mengurangi tingkat beban bunga bank.

Bila dilihat melalui sudut pandang *net profit margin* dengan memakai perhitungan rasio dapat dilihat bahwa NPM perusahaan mengalami penurunan meski tidak signifikan. Sedangkan bila dilihat melalui perhitungan Uji Wilcoxon, kinerja NPM sesudah IPO mengalami peningkatan dibandingkan dengan sebelum IPO. Hal ini berarti sebenarnya dari tahun ke tahun Adhi Karya mampu menghasilkan laba bersih yang semakin meningkat. Akan tetapi pada tahun 2008 akibat tingginya harga minyak dunia, resesi ekonomi dunia akibat pasar *subprime mortgage*, dan melemahnya nilai tukar dolar terhadap beberapa mata uang utama dunia yang mengakibatkan beban perusahaan bertambah besar sehingga menyebabkan menurunnya laba bersih (Laporan Tahunan PT Adhi Karya, 2008).

Sedangkan bila dilihat dari kinerja perusahaan sesudah IPO terdapat tiga rasio profitabilitas yang menunjukkan penurunan kinerja keuangan dibandingkan dengan sebelum IPO. Rasio tersebut adalah *return on asset,return on equity dan return on investment*.

Namun melalui perhitungan rasio terdapat satu rasio yang tidak mengalami peningkatan maupun penurunan sebelum dan sesudah IPO yaitu *return on asset.*

Apabila dilihat dari sudut pandang *return on asset,* maka Adhi Karya tidak mampu meningkatkan efisiensi penggunaan *assets* untuk menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Hal ini dikarenakan tidak adanya peningkatan terhadap ROA walaupun penurunan juga tidak ada. Hal ini dapat dipahami karena pada masa empat tahun sebelum IPO, Adhi Karya memiliki beban bunga bank yang cukup besar akibat pinjaman untuk modal proyek (Laporan Tahunan PT Adhi Karya, 2003). Sedangkan, pada masa empat tahun sesudah IPO, walaupun beban bunga bank berkurang akibat dari penawaran saham untuk memperoleh modal, perusahaan mengalami tekanan pada tahun 2008. Tekanan ini dikarenakan semakin bertambahnya beban penyisihan dan rugi kurs akibat melemahnya mata uang utama dunia. Selain itu pada tahun 2003 Adhi Karya menerbitkan obligasi yang jatuh tempo pada tahun 2008 sehingga semakin mengurangi laba bersih perusahaan (Laporan Tahunan PT Adhi Karya, 2008).

Dilihat dari sudut pandang *return on equity* maka Adhi Karya tidak mampu menghasilkan keuntungan yang signifikan dengan menggunakan modal yang dimiliki oleh Adhi Karya. Hal ini diakibatkan walaupun pendapatan dan modal Adhi Karya tahun 2008 mengalami peningkatan, akan tetapi laba bersih mengalami penurunan (Laporan Tahunan PT Adhi Karya, 2008). Penurunan laba bersih disebabkan oleh kenaikan biaya operasional dan belanja modal akibat kenaikan harga BBM dan melonjaknya harga baja. Selain dari pada itu penurunan tersebut juga akibat dari semakin bertambahnya beban penyisihan dari piutang usaha proyek yang masih diragukan kemampuan pembayarannya. Melemahnya kurs mata uang utama dunia pun turut memperparah selain dari adanya peningkatan pada beban pajak perusahaan

Dilihat dari sudut pandang *return on investment* berarti modal Adhi Karya yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva tidak mampu memberikan keuntungan yang signifikan bagi perusahaan. Penurunan inipun dikarenakan tidak jauh berbeda dari ROA dan ROE. Walaupun perusahaan memiliki piutang usaha yang semakin meningkat, namun akibat dari krisis keuangan dunia, kemampuan membayar dari debitur agak diragukan sehingga Adhi Karya meningkatkan beban penyisihannya (Laporan Tahunan PT Adhi Karya, 2008). Sehingga laba sebelum pajak mengalami penurunan dibandingkan tahun 2007.

Akan tetapi, apabila hasil analisis dilihat melalui *Uji Kruskall Wallis* diketahui bahwa kinerja Adhi Karya sesudah IPO mengalami peningkatan yang signifikan. Hal ini dimungkinkan karena setelah IPO, Adhi Karya memiliki modal yang semakin besar sehingga dapat mengerjakan proyek yang membutuhkan dana yang besar semakin banyak. Selain itu, pertumbuhan usaha Adhi Karya yang terus meningkat di tengah kondisi eksternal yang kurang menguntungkan tidak terlepas dari strategi transformasi usaha (Laporan Tahunan PT Adhi Karya, 2006). Transformasi usaha Adhi Karya yaitu dengan memperluas pasar tidak hanya pada sektor pemerintah tetapi juga di sektor swasta. Selain itu, Adhi Karya juga mengembangkan cakupan pasarnya ke manca negara khususnya Timur Tengah. Hal ini dilakukan selain untuk memberikan kontribusi pertumbuhan yang lebih baik juga dimaksudkan untuk mempersiapkan diri menjadi perusahaan global. Akibat dari perluasan pasar inilah yang memberikan tingkat pengembalian modal yang lebih menguntungkan. Perluasan usaha Adhi Karya tentu saja tidak akan berjalan dengan baik tanpa adanya tata kelola perusahaan yang baik (Laporan Tahunan PT Adhi Karya, 2008). Tata kelola perusahaan yang baik yaitu pengelolaan berdasarkan prinsip-prinsip keterbukaan, akuntabilitas, pertanggungjawaban, kewajaran serta kemandirian. Karena itulah, ketersediaan modal yang besar sangat penting bagi kelangsungan usaha Adhi Karya akan tetapi tanpa adanya pengelolaan yang benar dari pihak manajemen akan menjadi hal yang sia-sia.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian diperoleh hasil sebagai berikut. *Pertama*, dengan menggunakan perhitungan rasio profitabilitas diperoleh hasil bahwa terdapat dua rasio yang menunjukkan adanya peningkatan kinerja sesudah IPO yaitu *gross profit margin* dan *operating profit margin.* Pada rasio profitabilitas diperoleh hasil bahwa tiga rasio mengalami penurunan kinerja sesudah IPO yaitu *net profit margin, return on equity* dan *return on investment* sementara satu rasio yang tidak menunjukkan adanya perubahan pada kinerja sesudah IPO yaitu *return on asset. Kedua*, dengan menggunakan Uji Jenjang Bertanda Wilcoxon satu sisi dan tingkat signifikansi 5%, diperoleh hasil bahwa hanya tiga rasio yang menunjukkan perbedaan yang signifikan (*gross profit margin, operating profit margin dan net profit margin)* dan tiga rasio yang menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan sesudah IPO (*return on asset, return on equity dan return on investment).* Uji secara keseluruhan berdasarkan Uji Kruskal Wallis menunjukkan adanya perbedaan kinerja rasio profitabilitas yang signifikan pada periode empat tahun sebelum dan sesudah IPO. Berdasarkan hasil penelitian, secara umum diperoleh kesimpulan bahwa penawaran umum saham perdana atau IPO pada Adhi Karya dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan menjadi lebih baik daripada sebelumnya.

DAFTAR PUSTAKA

Asnawi, Said Kelana & Chandra Wijaya. 2006. *Metodologi Penelitian Keuangan Prosedur, Ide dan Kontrol.* Yogyakarta: Graha Ilmu.

Boubakri, Narjess & Jean-Claude Cosset. 1999. *Does privatization meet the expectations? Evidence from African countries*. African Economic Research Consortium Biannual Research Workshop.

____. 2000. *The Aftermarket Performance of Privatization Offerings in developing Countries*. Montreal: HEC enseignement de la Finance.

Boubakri, Narjess, Jean-Claude Cosset & Omrane Guedhami. 2001. *Economics Reforms, Corporate Governance and Privatization: Evidence from Eveloping Countries*. Quebec: Finance et Assurance Laval University

D'Souza, Juliet & William L. Megginson. 1999. The Financial and Operating Performance of Privatized Firms During the 1990s. *Journal of Finance*.

D'Souza, Juliet, William Megginson dan Robert Nash. 2004. Effect of Institutional and Firm-Specific Characteristics on Post-Privatization Performance: Evidence from Developed Countries. *Journal of Finance*.

Gill, James O. & Moira Chatton. 2004. *Memahami Laporan Keuangan:* Penerjemah Dwi Prabaningtyas. Jakarta: Penerbit PPM

Hartanto, Immanuel Bekti & Sri Isworo Ediningsih. 2004. *Kinerja harga saham setelah Penawaran Perdana (IPO) pada Bursa Efek Jakarta*. Usahawan No.08 th XXXIII.

Hickman, Kent A, Hugh O. Hunter and John W.Byrd. 2002. *Foundation of Corporate Finance Second Edition*. United States of America: South-Western.

Higgins, Robert C. 2003. *Analysis for Financial Management*. New york: The McGraw-Hill.

Irawan, Ridwan A.C. 1996. *IPO sebagai alternatif Sumber Pendanaan bagi Perusahaan*. Usahawan No.04 Thn XXV.

Niswonger, Rollin, Carl S.Warren, James M.Reeve, Philip E.Fess. 1999. *Prinsip-prinsip Akuntansi*: Alih bahasa Alfonsus Sirait dan Helda Gunawan. Jakarta: Penerbiit Erlangga.

Omran, Mohammed. 2004. *The Performance of State-Owned Enterprises and Newly Privatized Firms: Does Privatization Really Matter?*. World Development Vol 32 No 6.

Porter, Gary A. & Curtis L.Norton. 2004. *Financial Accounting: The Impact on Decision Makers fourth Edition*. United States of America: South-Western.

Saragih, Ferdinand D. dan Siswaji, Bambang, 2005. Pengaruh Indeks Bursa Asing dan kurs US$ terhadap Indeks BEJ. *Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi, Bisnis & Birokrasi,* Vol. 13, No. 2 (September).

Sembel, Roy. 2001. *Analisa Kinerja Keuangan dan Perencanaan keuangan perusahaan*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.

Setiawati, Sinta Arie. 2004. *Analisis kinerja perusahaan sebelum dan sesudah Initial Public Offerings*. Tesis Fakultas Ekonomi Magister Akuntansi Universitas Indonesia.

Supena, Fatma Istiana. 2008. *Analisa Kuantitatif terhadap Kinerja Badan Usaha Milik Negara sebelum dan sesudah Penawaran Umum Perdana di BEJ*. Tesis Fakultas Ekonomi Magister Akuntansi Universitas Indonesia.

Umar, Husein. 2000. *Research Methods in Finance and Banking*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.

Walpole, Ronald E. 1995. *Pengantar Statistika edisi Ketiga*: Penerjemah Bambang Sumantri. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.

Walsh, Ciaran. 2003. *Key management Ratios:Rasio-rasio Manajemen Penting Penggerak dan Pengendali Bisnis*.Alih bahasa Shalahudin Haikal. Jakarta: PT Gelora Aksara Pratama.