

KINERJA KEUANGAN SEBELUM DAN SESUDAH IPO DAN PENGARUHNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PT GARUDA INDONESIA (PERSERO) TBK

Niluh Sri Andayani¹

IG.B. Wiksuana²

I.B. Panji Sedana³

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
email: andayaniluh@gmail.com

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

³Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Perusahaan yang melakukan IPO biasanya akan mengalami perubahan kinerja yang lebih baik sehingga mendapatkan keuntungan yang lebih besar. Rasio kinerja keuangan digunakan investor untuk mengambil keputusan investasi pada suatu perusahaan dan menentukan nilai perusahaan. Rasio kinerja keuangan yang akan diteliti adalah profitabilitas, *leverage*, likuiditas, aktivitas perusahaan dan *growth*. Mencari perbedaan kinerja keuangan sebelum dan setelah IPO serta pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan merupakan tujuan dari penelitian ini. Data penelitian diperoleh dari laporan keuangan PT Garuda Indonesia tahun 2007-2015. Alat untuk menganalisis adalah analisis uji beda dan uji Regresi Berganda. Hasil yang didapat dari uji beda menunjukkan hanya likuiditas memiliki perbedaan yang signifikan setelah terjadi IPO. Uji regresi berganda menunjukkan profitabilitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dan aktivitas perusahaan serta *growth* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: Profitabilitas, *Leverage*, Likuiditas, Aktivitas Perusahaan, *Growth*, IPO

ABSTRACT

Companies that perform IPO usually will have a better performance on its benefit. The ratio of financial performance used by investors to make investment decisions and determine the firm value. The ratio of financial performance are profitability, leverage, liquidity, activity and growth of the company. Determining the differences in financial performance before and after the IPO and the effect of financial performance of firm value are the purpose of this study. Data were obtained from the financial statements of PT Garuda Indonesia in 2007-2015. The analytical tool used in this research are analysis of different test and multiple regression test. Different test research results showed that only liquidity had significant differences after the IPO. Multiple regression test showed that profitability variable has positive non significant effect to firm value, leverage has negative significant effect to firm value, liquidity has positive significant effect to firm value and company activities as well as growth have negative non significant effect to firm value.

Keywords: Profitability, Leverage, Liquidity, Company Activities, Growth, IPO

PENDAHULUAN

Perusahaan publik akan disebut dengan perusahaan tercatat jika telah mencatatkan saham di Bursa Efek. *Go public* adalah proses pencatatan saham di Bursa Efek selanjutnya akan ditawarkan kepada masyarakat umum (Darmadji dan Hendy, 2001). Pihak yang berperan dalam proses IPO adalah emiten, *underwriter*, investor dan Bursa Efek. Jika banyak investor yang berminat untuk menanam saham, maka IPO telah sukses. Emiten, *underwriter* dan investor akan mencari suatu kesepakatan untuk menetapkan harga jual saham perusahaan.

PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk merupakan satu-satunya BUMN di bidang penerbangan yang melakukan IPO dengan kode perusahaan GIAA. Perusahaan mulai memperdagangkan saham pada bulan Februari 2011 dengan harga Rp 750/lembar saham di Bursa Efek Indonesia. Tetapi saham perusahaan mengalami penurunan harga hingga Rp 650/lembar saham (Pamungkas, 2013). Penurunan harga saham ini disebabkan oleh penurunan kinerja keuangannya akibat kenaikan harga bahan bakar dan banyaknya utang yang dimiliki perusahaan. Harga saham perusahaan yang ada dipasar sekunder mencerminkan nilai perusahaannya yang dipengaruhi oleh kinerja keuangannya.

Nilai perusahaan merupakan faktor penting yang mencerminkan kemakmuran dari para investor (pemegang saham). Jika nilai perusahaan meningkat maka kemakmuran investor akan meningkat. Nilai pasar perusahaan adalah harga pasar yang terjadi karena transaksi antara penjual dan pembeli yang didefinisikan sebagai cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya. Salah satu indikator untuk mengukur kinerja perusahaan dan nilai perusahaan adalah

Tobin's q. Proksi *Tobin's q* merupakan hasil dari penjumlahan nilai pasar hutang dan nilai pasar saham kemudian dibagi dengan total seluruh modal yang dalam aktiva produksi, sehingga *Tobin's q* dapat dipergunakan dalam mengukur potensi nilai pasar perusahaan.

$$Tobin's Q = \frac{\{(CP \times \text{Jumlah Saham}) + TL + I\} - CA}{TA} * 100 \%$$

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan dengan memanfaatkan sumber dan kemampuan perusahaan seperti jumlah kas, modal, karyawan, cabang dan penjualan. Perusahaan juga harus memastikan adanya keseimbangan yang tepat antara arus aktiva dan kewajiban lancar karena dapat mempengaruhi profitabilitas perusahaan (Khatik, 2015). Rasio profitabilitas adalah rasio utama yang mewakili kesehatan keuangan perusahaan. ROE adalah rasio keuangan yang mengukur pengembalian yang dihasilkan oleh ekuitas yang mencerminkan akumulasi dari laba waktu tertentu. ROE merupakan efisiensi dari kegiatan komersial, operasional dan keuangan perusahaan (Quayyoun 2015). Hasil penelitian Khatik (2015), Borhan *et al* (2013) dan Erdogan (2015) menyatakan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Rob *et al.* (2003), Dulababu (2016) dan Divyesh (2016) berpendapat berbeda yaitu profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

$$ROE = \frac{\text{laba bersih setelah pajak}}{\text{ekuitas}}$$

Leverage adalah rasio dalam mengukur struktur permodalan perusahaan. Hutang jangka panjang, modal investor dan saham preferen merupakan bagian dari struktur modal perusahaan (Wahyono, 2002:12). Quayyoun (2015) menyatakan *leverage* tidak hanya meningkatkan nilai perusahaan, tetapi juga kekayaan pemegang saham. Selain itu *leverage* dapat meningkatkan risiko perusahaan, karena *leverage* diukur sebagai seberapa banyak penggunaan ekuitas dan hutang untuk membiayai asetnya. Hasil penelitian Hartini (2010), Fitriyanti (2009), Borhan *et al* (2013) dan Siregar (2010) menunjukkan *leverage* berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kodongo *et al* (2014), Emamalizadeh *et al* (2013), Quayyoun (2015), Dulababu (2016) dan Erdogan (2015) memiliki hasil yang berbeda dimana *leverage* tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

$$\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{total hutang}}{\text{modal}}$$

Likuiditas adalah cerminan kemampuan perusahaan didalam memenuhi kewajiban finansial perusahaan sesegera mungkin (Riyanto, 2008). Perusahaan harus selalu memantau posisi likuiditas karena akan mempengaruhi *image* dari perusahaan, nilai likuiditas yang buruk akan memperngaruhi keputusan para investor (Khatik, 2015). Hasil penelitian Mahendra (2011), Siregar (2010), Ervin (1998), Hartini (2010) dan Borhan (2013) menyatakan likuiditas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Khatik (2015) menyatakan likuiditas tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{aktiva lancar}}{\text{hutang lancar}}$$

Aktivitas perusahaan adalah rasio yang mengukur efektivitas pemanfaatan sumber daya pada suatu perusahaan. Rasio ini merupakan tingkat penjualan dibagi dengan investasi pada semua jenis aktiva. *Total assets turn over (TATO)* menunjukkan seberapa efisien aktiva perusahaan yang digunakan sehingga bisa menghasilkan penjualan yang baik (Syamsuddin, 2009:19). Hasil penelitian Meta (2011), Gunawan dan Wahyuni (2011) menghasilkan TATO berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian lainnya didapatkan oleh Martati (2010) menyatakan bahwa variable TATO memiliki pengaruh yang *non* signifikan terhadap nilai perusahaan.

$$Total\ assets\ turn\ over = \frac{penjualan}{total\ aktiva}$$

Growth merupakan kemampuan perusahaan dalam menempatkan diri pada sistem ekonomi pada industri yang sama atau keseluruhan. *Growth* dapat diukur dengan cara, yaitu pertumbuhan penjualan dari aspek pemasaran, pertumbuhan laba operasi perusahaan, pertumbuhan laba bersih dan pertumbuhan modal sendiri. Ukuran dan pertumbuhan perusahaan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan karena perusahaan yang besar cenderung mengikuti skala ekonomi yang positif (Kodongo, 2014). Hasil penelitian Sriwardany (2006) dan Kodongo *et al* (2014) menyatakan *growth* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Safrida (2008) berpendapat bahwa *growth* memiliki pengaruh yang negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

$$Growth\ Ratio = \frac{total\ aktiva_t - total\ aktiva_{t-1}}{total\ aktiva_{t-1}} * 100\%$$

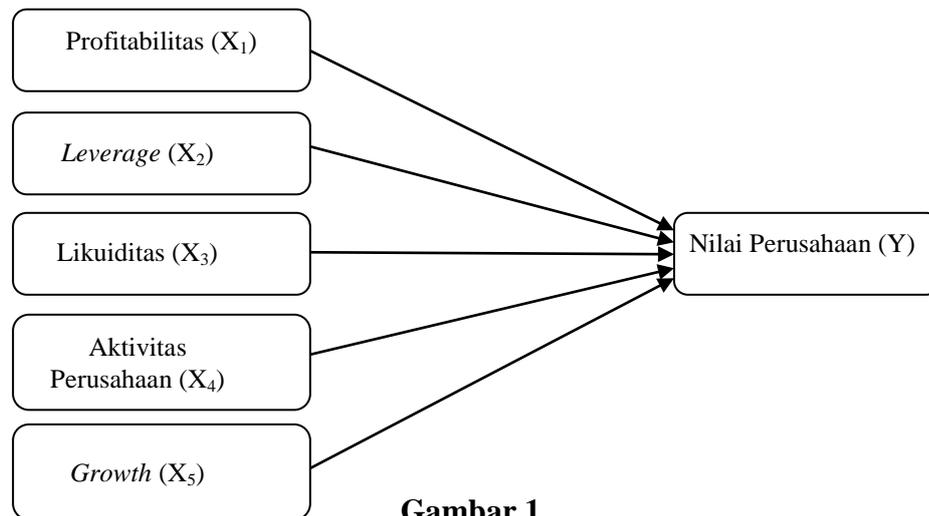
Pasar yang diperuntukkan untuk instrumen finansial jangka panjang (saham dan obligasi) yang terdiri dari pasar modal perdana dan pasar sekunder disebut pasar modal (Susanto, 2002). Pasar perdana merupakan tempat emiten melakukan penjualan saham baru dengan sindikasi penjaminan, setelah itu saham yang berupa surat berharga diperdagangkan di Bursa Efek. Pasar sekunder bertempat di Bursa Efek yang merupakan tempat jual beli saham yang telah beredar.

Beberapa penelitian mengenai perbedaan kinerja keuangan antara sebelum dan sesudah perusahaan melakukan *Initial Public Offering* (IPO) ternyata menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda. Peng (2008) menemukan bahwa dengan adanya IPO indeks pasar Cina mengalami kenaikan dalam jangka waktu yang pendek dari waktu *listing* yaitu 6 bulan. Chang *et al* (2010) menemukan bahwa setelah IPO perusahaan di Cina memiliki dampak yang signifikan pada kinerja sahamnya yang dipengaruhi oleh nilai perusahaan, tata kelola perusahaan, reputasi *underwriter* dan faktor risiko. Kusumawati dkk (2014) menjelaskan bahwa setelah IPO perusahaan mengalami penurunan keuntungan jangka panjangnya. Berbeda dengan penelitian Manalu (2002) yang menyatakan bahwa semua rasio keuangan di bidang perbankan menjadi signifikan lebih baik setelah IPO.

Berdasarkan penjelasan latar belakang serta perbedaan hasil penelitian terdahulu maka akan diteliti lagi penelitian mengenai kinerja keuangan sebelum dan sesudah IPO dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. Hipotesis pertama (H1) akan menguji signifikansi kelima kinerja keuangan sebelum dan sesudah IPO dengan menggunakan analisis uji beda.

Perusahaan publik yang memiliki kinerja perusahaan yang baik merupakan harapan banyak investor karena modal yang ditanamkan perlu dipertanggungjawabkan. Suatu IPO akan dikatakan sukses apabila investor banyak berminat untuk membeli saham. Kinerja keuangan adalah faktor penentu yang paling penting untuk menilai suatu perusahaan menjadi lebih baik atau tidak pada saat perusahaan memutuskan untuk *go public*.

H1: Terdapat perbedaan kinerja keuangan (profitabilitas, leverage, likuiditas, aktivitas perusahaan dan *growth*) yang signifikan sebelum dan setelah IPO.



Gambar 1
Kerangka Konseptual

Profitabilitas tercermin dari kemampuan suatu perusahaan dalam memperoleh keuntungan dari investasi dan operasionalnya. Sehingga semakin tinggi nilai profitabilitas maka hutang perusahaan akan semakin rendah. Penelitian Mahendra (2011) menghasilkan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Adapun penelitian yang telah dilakukan Susilo (2009) yang didukung oleh Hamidy (2014), Fitriyanti (2009), Lestroyini (2008) dan Siregar (2010) mendukung bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian lainnya telah dilakukan Rob *et al.* (2003) menyatakan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

H2a : Profitabilitas setelah IPO berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Perusahaan yang memiliki *leverage* operasi biasanya akan menghasilkan dividen yang rendah (Suharli, 2006). Hal ini menghasilkan suatu risiko yaitu pembayaran dividen yang rendah karena perusahaan berupaya untuk mengurangi pendanaan secara eksternal. Penelitian oleh Mahendra (2011), Kodongo *et al* (2014) dan Emamalizadeh *et al* (2013) menyimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Adapun penelitian lainnya dilakukan oleh Jhojor (2009), Hartini (2010) yang didukung oleh Fitriyanti (2009) dan Siregar (2010) menghasilkan kesimpulan *leverage* berpengaruh terhadap harga saham sehingga berpengaruh pula terhadap nilai perusahaan.

H2b : *Leverage* setelah IPO berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Likuiditas adalah rasio untuk mengukur kemampuan yang berupa jangka pendek dari perusahaan yang dicerminkan dengan perbandingan aktiva lancar relatif dengan utang lancar. Rasio ini terdiri dari rasio lancar (memenuhi utang jangka pendek) dan rasio *quick* (mengeluarkan persediaan dari komponen aktiva lancar) (Hanafi, 2004). Lain halnya dengan Penelitian Mahendra (2011) menyimpulkan likuiditas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Adapun penelitian Siregar (2010), Ervin (1998) dan Hartini (2010) menyatakan likuiditas berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H2c : Likuiditas setelah IPO berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Rasio aktivitas perusahaan melihat seberapa besar efisiensi penggunaan aset perusahaan. Profitabilitas akan menjadi tidak baik apabila dana yang tersedia cukup besar, tetapi dana tersebut dipergunakan untuk investasi pada aset yang kurang produktif (Hanafi, 2004). Penelitian yang dilakukan oleh Meta (2011) yang didukung oleh Gunawan dan Wahyuni (2013) menyatakan adanya peningkatan yang signifikan antara TATO/*Total Assets Turnover* terhadap pertumbuhan keuntungan/laba, sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Berbeda dengan penelitian Martati (2010) menyatakan bahwa variable TATO memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap deviden.

H2d : Aktivitas setelah IPO berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan berpotensi untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan seperti kebijakan pendanaan, kompensasi dan deviden. Sriwardany (2006) membuktikan perusahaan yang mengalami *growth* akan memiliki *debt to equity* lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan lainnya yang tidak mengalami *growth*. Hal ini bertujuan untuk mengurangi fenomena agensi yang berpotensi menghasilkan hutang yang beresiko dalam struktur modalnya. Penelitian yang dilakukan oleh Sriwardany (2006) dan Kodongo *et al* (2014) mendapatkan hasil bahwa *growth* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, tetapi penelitian Safrida (2008) memiliki hasil *growth* berpengaruh yang negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini

menjelaskan harga per lembar saham tidak dipengaruhi oleh penurunan perubahan total aktiva pada setiap periode penelitian.

H2e : *Growth* setelah IPO berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Rancangan penelitian adalah riset *conclusive* yang bersifat kausal untuk mendeskripsikan hubungan antara variabel bebas (X) yakni profitabilitas, *leverage*, likuiditas, aktivitas perusahaan dan pertumbuhan perusahaan dengan variabel terikat (Y) yaitu nilai perusahaan. Data penelitian diperoleh dari publikasi laporan keuangan per triwulan yang terdapat pada *website* resmi BEI (www.idx.co.id) dan *website* resmi perusahaan (www.garuda-indonesia.com) untuk data tahun 2012-2015 serta riset langsung ke unit *finance* PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk untuk data tahun 2007-2010.

Penelitian ini menggunakan dua jenis teknik analisis data yaitu analisis uji beda yaitu *Paired Sample T-Test* untuk menguji adanya perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah IPO dan uji regresi berganda dalam menguji pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis uji beda digunakan untuk mengetahui perbedaan yang signifikan antara dua variabel yang diuji, karena data rata-rata berasal dari dua anggota yang sama. Uji beda *paired sample t-test* yang dipergunakan untuk menilai perlakuan tertentu yang ada pada 1 jenis sampel yang ada pada 2 periode yang tidak bersamaan.

Tabel 1
Hasil Uji *Paired Sample Test*

| | | <i>T</i> | <i>df</i> | <i>Sig. (2-tailed)</i> |
|--------|--|----------|-----------|------------------------|
| Pair 1 | ROE SEBELUM IPO - ROE SESUDAH IPO | 1.044 | 15 | .313 |
| Pair 2 | DER SEBELUM IPO - DER SESUDAH IPO | -.514 | 15 | .615 |
| Pair 3 | CR SEBELUM IPO - CR SESUDAH IPO | -2.853 | 15 | .012 |
| Pair 4 | TATO SEBELUM IPO - TATO SESUDAH IPO | 1.293 | 15 | .216 |
| Pair 5 | GROWTH SEBELUM IPO - GROWTH SESUDAH IPO | .326 | 15 | .749 |

Sumber: Data diolah, 2016

Pengujian hipotesis variabel profitabilitas sebelum IPO terhadap variabel profitabilitas setelah IPO didapatkan signifikansi sebesar 0,313 yang berarti lebih besar dari nilai $Los=0,05$ ($\alpha=5\%$) yang berarti H_0 ditolak, data ini menjelaskan profitabilitas sebelum IPO memiliki perbedaan yang positif tidak signifikan terhadap profitabilitas sesudah IPO.

Hasil penelitian menyatakan nilai ROE yang positif menjelaskan bahwa perusahaan berpotensi untuk meningkatkan keuntungan setelah adanya IPO. Adanya IPO menyebabkan perusahaan mendapatkan penambahan sumber dana yang berasal dari penjualan saham yang digunakan untuk membayar utang. Jumlah utang bisa menurun dikarenakan laba yang didapatkan setelah adanya IPO sehingga jumlah modal sendiri menjadi tetap dan tujuan perusahaan tercapai. Hasil ini didukung oleh penelitian Manalu (2002) yang menyatakan kinerja keuangan mengalami perubahan yang lebih baik setelah IPO.

Pengujian hipotesis variabel *leverage* sebelum IPO terhadap variabel *leverage* setelah IPO didapatkan signifikansi sebesar 0,615 yang berarti lebih besar dari nilai $Los=0,05$ ($\alpha=5\%$) yang berarti H_0 ditolak, data ini menjelaskan

leverage sebelum IPO memiliki perbedaan yang negatif tidak signifikan terhadap *leverage* sesudah IPO.

Hasil ini menjelaskan hutang perusahaan mengalami penurunan dengan melakukan IPO. Pada saat tersebut perusahaan melakukan restrukturisasi hutang dalam memperbaiki keuangannya sehingga perusahaan masih bisa memenuhi kewajiban finansialnya. Nilai *leverage* yang menurun belum tentu lebih baik dikarenakan terjadi peluang yang besar untuk obligasi dan prospek yang lebih besar untuk berinvestasi. Keputusan perusahaan untuk *go public* membuka peluang untuk biaya yang murah pada hutang jangka panjang. Hasil penelitian ini sama dengan Manalu (2002) dan Lestari (2014) yang menjelaskan bahwa rata-rata perusahaan yang telah melakukan IPO akan mengalami peningkatan keuntungan untuk kinerja jangka panjangnya.

Pengujian hipotesis variabel likuiditas sebelum IPO terhadap variabel likuiditas setelah IPO didapatkan signifikansi sebesar 0,012 yang berarti lebih kecil dari nilai $Los=0,05$ ($\alpha=5\%$) yang berarti H_0 diterima, data ini menjelaskan likuiditas sebelum IPO memiliki perbedaan yang signifikan terhadap likuiditas sesudah IPO.

Hasil penelitian menunjukkan nilai *current ratio* mengalami penurunan setelah IPO yang disebabkan karena perusahaan masih fokus untuk menyelesaikan restrukturisasi hutang untuk bisa memenuhi kewajiban finansialnya. Sawir (2009) berpendapat rasio *current ratio* yang rendah akan mengakibatkan menurunnya harga saham perusahaan tetapi jika terlalu tinggi akan mengakibatkan berkurangnya laba perusahaan dikarenakan banyak dana yang tidak digunakan.

Hasil penelitian serupa dengan penelitian Subiakto (2015) yang menjelaskan bahwa kinerja keuangan PT Garuda Indonesia mengalami penurunan jika dibandingkan dengan maskapai regional lainnya.

Pengujian hipotesis variabel aktivitas perusahaan sebelum IPO terhadap variabel aktivitas perusahaan setelah IPO didapatkan signifikansi sebesar 0,216 yang berarti lebih besar dari nilai $Los=0,05$ ($\alpha=5\%$) yang berarti H_0 ditolak, data ini menjelaskan aktivitas perusahaan sebelum IPO tidak memiliki perbedaan yang signifikan terhadap aktivitas perusahaan sesudah IPO.

Hasil penelitian menunjukkan nilai TATO yang positif menjelaskan bahwa perusahaan berhasil mempertahankan tingkat penjualan dan investasi di berbagai aktiva. Perusahaan dengan efektif menggunakan aktiva perusahaan setelah IPO walaupun tidak terlalu meningkat secara signifikan. Penelitian serupa yang didapatkan oleh Manalu (2002) dengan hasil penelitian berupa rasio keuangan perbankan akan signifikan menjadi lebih baik setelah IPO yang menyebabkan *go public* adalah pilihan yang lebih baik dalam upaya menambah modal perusahaan.

Pengujian hipotesis variabel pertumbuhan perusahaan sebelum IPO terhadap variabel aktivitas perusahaan setelah IPO didapatkan signifikansi sebesar 0,749 yang berarti lebih besar dari nilai $Los=0,05$ ($\alpha=5\%$) yang berarti H_0 ditolak, data ini menjelaskan pertumbuhan perusahaan sebelum IPO tidak memiliki perbedaan yang signifikan terhadap pertumbuhan perusahaan sesudah IPO.

Hasil penelitian menunjukkan nilai *growth* yang positif menjelaskan bahwa setelah melakukan IPO perusahaan mengalami peningkatan kemampuan dalam bersaing dengan perusahaan lainnya jika dibandingkan sebelum IPO. Tercapainya

program perusahaan untuk menjadi maskapai penerbangan bintang lima yang diberikan oleh *Skytrax* membuktikan perusahaan tumbuh dengan baik. Hasil penelitian serupa dengan penelitian Manalu (2002) yang menyatakan rasio keuangan menjadi lebih baik setelah perusahaan melakukan IPO.

Statistik deskriptif menggambarkan dan mendeskripsikan data yang telah diuji. Mean atau nilai rata-rata dan standar deviasi adalah bagian dari statistik deskriptif. Hasil pengujian telah terlampir di Tabel 2.

Tabel 2.
Analisis Deskriptif Setelah IPO

| | N | Mean | Std. Deviation |
|---------------------------|----|--------|----------------|
| Nilai Perusahaan | 16 | 1.5181 | 1.65058 |
| Profitabilitas | 16 | -.0445 | .13517 |
| Leverage | 16 | 1.4128 | .43757 |
| Likuiditas | 16 | .7551 | .10872 |
| Aktivitas Perusahaan | 16 | .7851 | .37784 |
| Pertumbuhan Perusahaan | 16 | .0295 | .05669 |
| <i>Valid N (listwise)</i> | 16 | | |

Sumber: Data Diolah, 2016

Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel profitabilitas pada periode 2012-2015 dengan *mean* atau nilai rata-rata hitung = -0,0445 dan *standar deviation* = 0,13517 yang berarti selama periode pengamatan, variasi profitabilitas menyimpang dari rata-ratanya sebesar 0,13517.

Variabel *leverage* tahun 2012-2015 memiliki *mean* atau nilai rata-rata hitung = 1,4128 dan *standar deviation* = 0,43757 yang berarti selama periode pengamatan, variasi *leverage* menyimpang dari rata-ratanya sebesar 0,43757.

Variabel likuiditas tahun 2012-2015 memiliki *mean* atau nilai rata-rata hitung = 0,7551 dan *standar deviation* = 0,10872 yang berarti selama periode pengamatan, variasi likuiditas menyimpang dari rata-ratanya sebesar 0,10872.

Variabel aktivitas perusahaan tahun 2012-2015 memiliki *mean* atau nilai rata-rata hitung = 0,7851 dan *standar deviation* = 0,37784 yang berarti selama periode pengamatan, variasi aktivitas perusahaan dinyatakan menyimpang dari rata-ratanya sebesar 0,37784.

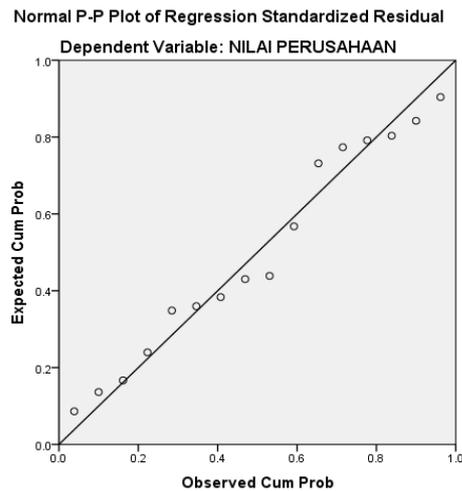
Variabel pertumbuhan perusahaan tahun 2012-2015 memiliki *mean* atau nilai rata-rata hitung = 0,0295 dan *standar deviation* = 0,37784 yang berarti selama periode pengamatan, variasi *growth* dinyatakan menyimpang dari rata-ratanya sebesar 0,37784.

Variabel nilai perusahaan tahun 2012-2015 memiliki *mean* atau nilai rata-rata hitung = 1,5181 dan *standar deviation* = 1,65058 yang berarti selama periode pengamatan, variasi dari rasio nilai perusahaan menyimpang dari rata-ratanya sebesar 1,65058.

Setiap model persamaan regresi harus melalui tahapan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu untuk meyakinkan apakah model yang dibuat sudah valid agar nantinya hasil yang dihasilkan dari model tersebut tidak bias. Uji Normalitas selanjutnya uji Autokorelasi dilanjutkan dengan uji Multikolinieritas dan yang terakhir adalah uji Heteroskedastisitas merupakan tahapan yang harus diuji dalam uji asumsi klasik.

Hasil grafik uji normalitas menunjukkan bahwa data berdistribusi normal yang terlihat pada Gambar 2. Penyebaran data yang tercetak pada grafik normal

plot mendekati garis normal, sehingga residual model regresi berganda yang telah diuji memiliki distribusi yang normal.



Gambar 2
Grafik Regresi P_Plot

Hasil dari uji multikolinieritas ditampilkan di Tabel 3. Didapatkan nilai toleransi $> 10\%$ untuk setiap variabel dan nilai $VIF < 10$, hal ini berarti model regresi yang telah diuji bebas dari multikolinieritas.

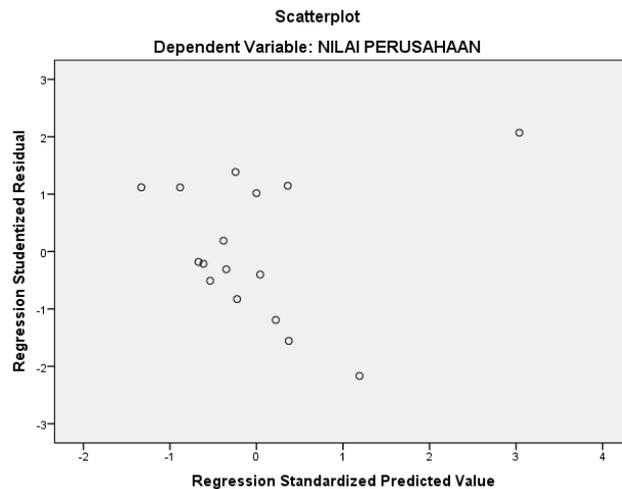
Tabel 3
Uji Multikolinieritas

| Model | Collinearity Statistic | |
|----------------------|------------------------|-------|
| | Tolerance | VIF |
| Profitabilitas | .821 | 1.218 |
| Leverage | .927 | 1.079 |
| Likuiditas | .788 | 1.269 |
| Aktivitas Perusahaan | .890 | 1.123 |
| Growth | .734 | 1.362 |

Sumber: Data Diolah, 2016

Uji Heteroskedastisitas ditampilkan melalui Gambar 3. Hasilnya terlihat tidak ada pengaruh antara variabel X dan variabel Y karena titik membentuk pola yang tidak

jelas dan menyebar di antara angka 0 di sumbu Y, berarti model dapat dikatakan bebas dari heteroskedastisitas .



Gambar 3
Uji Heteroskedastisitas

Pengujian autokorelasi dilakukan dengan menggunakan Uji yang disebut *Run Test* dan menghasilkan data pada Tabel 4 dengan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* > 0.05 sehingga H_0 ditolak. Kesimpulannya data yang diuji *random* maka dari itu tidak terdeteksi adanya masalah autokorelasi.

Tabel 4
Hasil Uji Autokorelasi

| <i>Model</i> | <i>Unstandardized Residual</i> |
|-------------------------------|--------------------------------|
| <i>Test Value^a</i> | -.19554 |
| <i>Cases < Test Value</i> | 8 |
| <i>Cases >= Test Value</i> | 8 |
| <i>Total Cases</i> | 16 |
| <i>Number of Runs</i> | 9 |
| <i>Z</i> | .000 |
| <i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i> | 1.000 |

Sumber: Data Diolah, 2016

Hasil regresi berganda menggunakan program *software* SPSS 21.00 untuk *windows* yang ditampilkan di Tabel 5 serta Tabel 6.

Tabel 5
Uji F Setelah IPO

| Model | Sum of Squares | Df | Mean Square | F | Sig. |
|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| Regression | 26.829 | 5 | 5.366 | 3.823 | .034 ^b |
| Residual | 14.037 | 10 | 1.404 | | |
| Total | 40.866 | 15 | | | |

Sumber: Data Diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 5, nilai F hitung > F tabel (3,823 > 3,325), berarti adanya pengaruh secara signifikan antara ROE, DER, CR, TATO dan GR secara simultan terhadap terhadap *Tobin's Q*.

Tabel 6
Analisis Regresi Uji T Setelah IPO

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | Keterangan |
|-------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|---------------------------|
| | B | Std. Error | Beta | | | |
| (Constant) | -.377 | 2.629 | | -.144 | .889 | |
| PROFITABILITAS | .717 | 2.498 | .059 | .287 | .780 | Positif, Tidak Signifikan |
| LEVERAGE | -1.891 | .726 | -.501 | -2.604 | .026 | Negatif, Signifikan |
| LIKUIDITAS | 8.028 | 3.170 | .529 | 2.533 | .030 | Positif, Signifikan |
| PERSH AKTIVITAS | -1.535 | .858 | -.351 | -1.789 | .104 | Negatif, Tidak Signifikan |
| PERSH PERTUMBUHAN | -8.767 | 6.299 | -.301 | -1.392 | .194 | Negatif, Tidak Signifikan |

Sumber: Data Diolah, 2016

Persamaan dari regresi dijelaskan sebagai berikut :

$$\hat{Y} = -0,377 + 0,717X_1 - 1,891X_2 + 8,028X_3 - 1,535X_4 - 8,767X_5$$

Pengujian hipotesis memiliki tujuan untuk mencari pengaruh profitabilitas, *leverage*, likuiditas, aktivitas perusahaan serta *growth* terhadap nilai perusahaan

dengan membandingkan tingkat signifikansi dan tingkat kesalahan (α) = 0,05. Jika nilai signifikansi > $Los = 0,05$ ($\alpha=5\%$) sehingga H_0 ditolak, sebaliknya H_0 diterima. Hasil masing-masing pengujiannya dari Tabel 6 adalah sebagai berikut:

1. Pengaruh profitabilitas (ROE) terhadap nilai perusahaan

Hasil yang menjelaskan profitabilitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan yang berarti prospek perusahaan menjadi semakin baik karena berpotensi untuk peningkatan keuntungan. Perubahan profitabilitas searah dengan nilai perusahaan tetapi perubahan nilai perusahaan tidak setinggi perubahan profitabilitas. Hal ini dikarenakan program perusahaan yaitu "*Quantum Leap*" yang membutuhkan banyak pendanaan sehingga membuat perusahaan memiliki banyak hutang dan perusahaan sedikit menghasilkan laba, bahkan merugi ditahun-tahun tertentu. Akan tetapi perusahaan sudah terpercaya dan mampu bertahan walaupun dalam kondisi yang merugi sehingga investor tidak terlalu mempertimbangkan variabel profitabilitas. Penelitian ini didukung oleh penelitian Borhan *et al* (2013) dan Khatik (2015) yang didukung oleh Siregar (2010) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

2. Pengaruh *leverage* (DER) terhadap nilai perusahaan

Penelitian menjelaskan *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, menjelaskan bahwa utang yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan banyak memiliki hutang dalam pelaksanaan program "*Quantum Leap*" karena program ini merupakan awal

perubahan bagi perusahaan dimasa depan, seperti misalnya pembelian armada baru, perubahan konsep *service* dan peralatannya bahkan fasilitas yang diberikan perusahaan untuk pelanggannya seperti ruang tunggu yang lebih bagus di Bandara, Konter penjualan tiket, perubahan logo perusahaan, perubahan seragam awak kabin dan keuntungan lainnya bagi pelanggan tetap (*Frequent Flyer*). Berhasilnya program perusahaan meningkatkan *image* perusahaan dimata investor. Penelitian ini didukung oleh penelitian Kodongo *et al* (2014), Emamalizadeh *et al* (2013), Quayyoun (2015), Dulababu (2016) dan Erdogan (2015) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

3. Pengaruh likuiditas (CR) terhadap nilai perusahaan

Hasil menjelaskan likuiditas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dikarenakan kemampuan perusahaan didalam menutupi kewajibannya yaitu kewajiban jangka pendek menjadi semakin tinggi. Hal ini dikarenakan setelah IPO perusahaan mulai mendapatkan dana dari penjualan sahamnya, dimana dana ini dipergunakan untuk membayar hutang jangka pendeknya sehingga perusahaan tetap terjaga likuiditasnya. Selain itu, meningkatnya modal kerja mengakibatkan nilai likuiditasnya meningkat pula. Penelitian ini memiliki hasil serupa dengan penelitian Mahendra (2011), Siregar (2010), Hartini (2010), Ray (2014) dan Borhan *et al* (2013) dengan hasil likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

4. Pengaruh aktivitas perusahaan (TATO) terhadap nilai perusahaan

Hasil menjelaskan aktivitas perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Penjelasan ini berarti perusahaan masih kurang efektif dalam mengelola perputaran aset. Hal ini disebabkan penjualan perusahaan tidak cukup banyak untuk meningkatkan nilai perusahaan, perusahaan masih menitikberatkan pada hutang tetapi berhasil mengelola hutang dengan baik sehingga mendapatkan keuntungan. Penelitian ini didukung oleh Martati (2010) dengan hasil penelitian aktivitas perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

5. Pengaruh *growth* (GR) terhadap nilai perusahaan

Hasil menjelaskan *growth* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dikarenakan kemampuan perusahaan dalam bersaing dengan perusahaan lain dalam industri sejenis masih kurang kuat. Selain itu pertumbuhan penjualan perusahaan tidak cukup untuk mengimbangi tambahan aset sehingga nilai perusahaan menjadi turun. Perubahan total aktiva yang menurun pada periode penelitian tidak akan memiliki pengaruh terhadap harga per lembar saham dikalangan investor. Perusahaan internasional lain yang sejenis sudah mencapai keberhasilannya sejak lama, dan memiliki nama yang baik pula dikalangan investor. Tantangan ini cukup berat bagi perusahaan karena PT Garuda Indonesia masih belajar untuk bersaing dengan perusahaan lain seperti misalnya *Singapore Airlines*, *Emirates Airlines*, *Cathay Pacific*, *Qantas Airlines*, *Air France*, *Delta Airways*, *ANA* dan lain-lain. Penelitian lain yang mendukung adalah penelitian Safrida (2008) dengan hasil penelitian *growth* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Profitabilitas sebelum IPO terbukti mempunyai perbedaan yang positif tidak signifikan terhadap profitabilitas setelah IPO. Hal ini menjelaskan bahwa jumlah utang menurun dikarenakan laba yang didapatkan sehingga jumlah modal sendiri menjadi tetap dan tujuan perusahaan tercapai. *Leverage* sebelum IPO memiliki perbedaan yang negatif tidak signifikan terhadap *leverage* setelah IPO. Hal ini menjelaskan bahwa perusahaan masih melakukan restrukturisasi hutang dalam memperbaiki keuangannya agar perusahaan masih bisa memenuhi kewajiban finansialnya. Likuiditas sebelum IPO memiliki perbedaan yang negatif signifikan terhadap likuiditas setelah IPO. Hal ini menjelaskan bahwa walaupun *current ratio* mengalami penurunan, perusahaan masih bisa membayarkan deviden pada pemegang saham setelah adanya IPO. Aktivitas perusahaan sebelum IPO memiliki perbedaan yang positif tidak signifikan terhadap aktivitas perusahaan setelah IPO. Hal ini menjelaskan bahwa sumber dana perusahaan masih dimanfaatkan dengan baik setelah terjadinya IPO, sehingga perputaran aset juga masih berjalan dengan baik. Pertumbuhan perusahaan sebelum IPO memiliki perbedaan yang positif tidak signifikan terhadap pertumbuhan perusahaan setelah IPO. Hal ini menjelaskan perusahaan cukup berhasil menempatkan dirinya untuk bisa bersaing dengan perusahaan regional yang sejenis.

Profitabilitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Pernyataan ini menjelaskan bahwa setiap peningkatan rasio ROE pasti akan meningkatkan rasio nilai perusahaannya, yang berarti prospek yang dimiliki perusahaan menjadi semakin baik dikarenakan perusahaan berpotensi untuk

meningkatkan keuntungan dan perusahaan berhasil meningkatkan kepercayaan investor dalam menanamkan sahamnya. *Leverage* (DER) berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Data yang didapatkan ini menjelaskan penurunan rasio *leverage* menyebabkan meningkatnya nilai perusahaan, yang berarti perusahaan mampu mengembalikan utang jangka panjangnya dan keputusan untuk menambah utang akan berdampak positif bagi perusahaan. Likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Pernyataan tersebut menjelaskan bahwa dengan meningkatnya rasio profitabilitas pasti rasio nilai perusahaannya meningkat pula, artinya kemampuan perusahaan akan meningkat pula dalam menutupi kewajiban jangka pendeknya. Aktivitas perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Data ini membuktikan bahwa peningkatan aktivitas perusahaan akan meningkatkan rasio nilai perusahaannya, yang berarti perusahaan masih kurang efektif dalam mengelola perputaran dana. *Growth* berpengaruh negatif *non* signifikan terhadap nilai perusahaan. Pernyataan ini membuktikan bahwa peningkatan *growth* akan meningkatkan nilai perusahaannya, yang berarti kemampuan perusahaan dalam bersaing dengan perusahaan lain dalam industri sejenis masih kurang kuat.

Hasil penelitian menunjukkan dengan berkurangnya hutang (*leverage*) dan meningkatnya likuiditas sehingga nilai perusahaan meningkat pula. Hasil ini sesuai dengan harapan perusahaan menjadi lebih baik setelah adanya IPO.

Bagi pihak manajemen perusahaan, diharapkan memperhatikan *leverage* dan likuiditas, karena hasil penelitian didapatkan bahwa rasio *leverage* dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sehingga perusahaan harus

mampu menjaga *leverage* yang merupakan indikator penting yang mencerminkan tingkat hutang jangka pendek dan panjangnya begitu pula halnya dengan likuiditas yang mencerminkan jumlah kas yang tersedia. Penurunan *leverage* dan peningkatan likuiditas nantinya akan membuat harga saham menjadi semakin rendah, sehingga permintaan terhadap saham akan meningkat dan minat *investor* semakin banyak.

Bagi investor yang ingin berinvestasi perlu mengetahui kinerja perusahaan yang nantinya akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan. Cara mengetahui nilai suatu perusahaan yaitu melakukan analisis terhadap *financial report* perusahaannya, khususnya *leverage* dan likuiditas yang mempunyai peran penting dalam memaksimalkan nilai perusahaan. Jika investor melakukan analisis yang tepat maka investor akan mendapatkan hasil analisis yang sesuai dengan ekspektasinya.

Untuk peneliti yang akan melakukan penelitian selanjutnya diharapkan penelitian ini bisa dijadikan referensi dan peneliti selanjutnya dapat menambahkan periode tahun penelitian terbaru setelah IPO sehingga data yang diteliti semakin banyak dan semakin signifikan dan bisa menambahkan jumlah variabel yang diteliti.

REFERENSI

- Borhan, Halimahton, Rozita Naina dan Nurnafisah Azmi. 2013. The Impact of Financial Ratios on the Financial Performance of A Chemical Company. *Emerald Journal*. 2042-5961.
- Chang, Xin, Shi Hua Lin, Lewis H. K. Tam, George Wong. 2010. Cross-sectional Determinants of Post-IPO Stock Performance: Evidence from China. *Journal Accounting and Finance* 50:581-603.

- Divyesh, Sanghani. 2016. Performance Measurement Through Ratio Analysis: The Case of Indian Hotel Company Ltd. *IUP Journal of Management Research* 15.1:30-36.
- Dulababu, Tapal. 2016. An Analitical Study of the Impact of Capital Structure on Profitability of Top IT Companies in India. *Case Study Bussiness Management*.
- Emamalizadeh, Mokhtar *et al.* 2012. Impact of Financial Leverage on Devidend Policy at Tehran Stock Exchange: A Case Study of Food Industry. *African Journal of Bussines Management*. Vol. 7(34):3287-3296.
- Erdogan, Oruc, Murat Erdogan dan Vesile Omurbek. 2015. Evaluating the Effect of Various Financial Ratios Company Financial performance: Application in Borsa Istanbul. *Business and Economics Research Journal Volume 6 Number 1 2015 pp. 35-42 ISSN: 1309-2448*.
- Ervin L, Black Sr . 1998. Which is More Value-Relevant: Earnings or Cash Flows?. *Journal*. (<http://ssrn.com/abstract=118089>).
- Jhojor Triwati N, Barasa. 2009. Pengaruh *Debt To Equity Ratio* (DER) Dan *Debt To Asset Ratio* (DAR) Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia, Universitas Sumut.
- Khatik, Dr. S.K, Titto Varghese. 2015. Impact of Working Capital Management on Firm Profitability: An Empirical Study of ITC Ltd. *International Journal of Information, Business and Management*, Vol. 7, No.4, 2015 ISSN 2076-9202 284.
- Kodongo, Odongo *et al.* 2014. Capital Structure, Profitability and Firm Value: Panel Evidence of Listed Firms in Kenya. University of the Witwatersrand. *MPRA Paper No. 57116*
- Kusumawati, Fitri Lita dkk. 2014. Jurnal. Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah *Initial Public Offering (IPO)* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal*. Universitas Brawijaya.
- Mahendra DJ, Alfredo. 2011. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderating) pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Universitas Udayana. Denpasar
- Manalu, S. 2002. Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Perbankan Sebelum dan Sesudah Go Public. *Tesis*, Semarang: Universitas Diponegoro
- Meta, Annisa. 2011. Analisis Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan Perusahaan Pengakuisisi Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2009. *Jurnal*. Universitas Diponegoro.

- Ray, KK. 2014. Efficiency of Working Capital Management and Profitability: A Case of Hindalco. *Review of Management*, Vol. 4, No. 1/2, June 2014, pp. 19-30. ISSN: 2231-0487.
- Rob Bauer *et al.* 2003. Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. *Journal*.
- Safrida, Eli. 2008. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Universitas Sumatra Utara.
- Sawir, Agnes, 2009. *Analisa Kinerja Keuangan dan Perencanaan keauangan Perusahaan*, PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Siregar, Sheila Ramadhani. 2010. Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan Terhadap Harga Saham dengan Menggunakan Rasio Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, *Skripsi*, Universitas Sumatera Utara, Medan.
- Sriwardany, 2006. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan pada Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Perubahan Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur Tbk. *Tesis*. Universitas Sumatera Utara.
- Subiakto, Amanda Maharani dan Subiakto Sukarno. 2015. Financial Performance Analysis of PT. Garuda Indonesia, Tbk in Comparison with Other Regional Airlines. *Journal. Economic and Bussiness Management*, Thailand.
- Susanto, Djoko dan Agus Sabardi. 2002. *Analisis Teknikal di Bursa Efek*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN, Yogyakarta.
- Susilo, Agus. 2009. Pengaruh Pergerakan Rasio Profitabilitas Emiten terhadap Perubahan Harga Saham (Studi Kasus Perusahaan Perbankan Yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2005-2007), Universitas Muhammadiyah Surakarta, Fakultas Ekonomi Manajemen.
- Quayyoum, Sobia dan Szabo Zoltan. 2015. Leverage as Determinant of Return on Equity Whether Firm Size Moderate Leverage-Return on Equity Relationship. *Journal. 16th International Academic Conference, Amsterdam ISBN 978-80-87927-09-0 , IISES*.