

**TESIS**

**ANALISIS KINERJA KEUANGAN DAN OPERASIONAL  
BADAN USAHA MILIK NEGARA SEBELUM DAN SESUDAH  
PRIVATISASI DAN PENGARUH KEPEMILIKAN PEMERINTAH  
TERHADAP PERUBAHAN KINERJANYA**

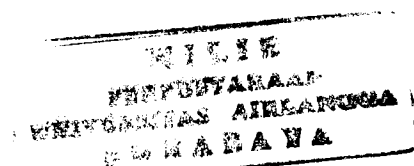


Oleh:

**KHRISTIN KUSUMAWATI**

**090310566L**

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI  
PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS AIRLANGGA  
SURABAYA  
2005**



**TESIS**

**ANALISIS KINERJA KEUANGAN DAN OPERASIONAL  
BADAN USAHA MILIK NEGARA SEBELUM DAN SESUDAH  
PRIVATISASI DAN PENGARUH KEPEMILIKAN PEMERINTAH  
TERHADAP PERUBAHAN KINERJANYA**



**KHRISTIN KUSUMAWATI**

**090310566L**

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI  
PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS AIRLANGGA  
SURABAYA  
2005**

**ANALISIS KINERJA KEUANGAN DAN OPERASIONAL  
BADAN USAHA MILIK NEGARA SEBELUM DAN SESUDAH  
PRIVATISASI DAN PENGARUH KEPEMILIKAN PEMERINTAH  
TERHADAP PERUBAHAN KINERJANYA**

**TESIS**

**Untuk Memperoleh Gelar Magister  
Dalam Program Studi Magister Akuntansi  
Pada Program Pascasarjana Universitas Airlangga**



**Oleh:**

**KHRISTIN KUSUMAWATI**

**090310566L**

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI  
PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS AIRLANGGA  
SURABAYA  
2005**

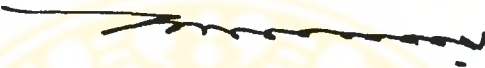
**Lembar Pengesahan**

**TESIS INI TELAH DISETUJUI**


**TANGGAL, .....**

**Oleh**

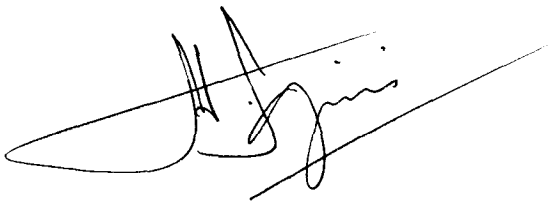
**Pembimbing Ketua**

  
**Prof. Dr. Arsono Laksana, SE., Ak**  
**NIP 130783542**

**Pembimbing**

  
**Drs. I Made Narsa, MSi., Ak**  
**NIP 131943802**

**Mengetahui**  
**KPS**

  
**Drs. Tjiptohadi Sawarjuwono, M.Ec., Ph.D., Ak**

**Telah diuji pada  
Tanggal 23 Nopember 2005  
PANITIA PENGUJI TESIS**

**Ketua : Dra. Wiwik Supratiwi, MBA., Ak**  
**Angota : 1. Prof. Dr. Arsono Laksana, SE, Ak**  
**2. Dr. Sri Iswati, M.Si., Ak**  
**3. Dra. Isnalita, M.Si., Ak**  
**4. Drs. Hendarjatno, M.Si., Ak**  
**5. Drs. Agus Widodo, M.Si., Ak**



## UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur kehadiran Tuhan Yesus Kristus karena berkat kasih karunia dan penyertaannya akhirnya penulis mampu menyelesaikan penyusunan tesis dengan judul: “Analisis Kinerja Keuangan dan Operasional Badan Usaha Milik Negara Sebelum dan Sesudah Privatisasi dan Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Perubahan Kinerjanya”. Adapun penulisan tesis ini diajukan untuk memenuhi salah satu persyaratan penyelesaian studi pada Program Magister Akuntansi Pascasarjana Universitas Airlangga Surabaya.

Penulis juga menyadari bahwa penyusunan tesis ini tidaklah lepas dari bantuan dan dukungan berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Arsono Laksmiana, SE., Ak selaku pembimbing ketua yang telah meluangkan waktu, tenaga serta pikiran untuk membimbing dan memberi pengarahan kepada penulis dengan penuh perhatian dan kesabaran untuk menyelesaikan penulisan tesis ini.
2. Bapak Drs. I Made Narsa, MSi., Ak selaku pembimbing yang telah meluangkan waktu, tenaga serta pikiran dalam memberikan bimbingan, kritik dan saran.
3. Bapak F.A. Handoko Sasmito, MBA yang telah banyak memberikan fasilitas, dukungan, sumbangan pikiran, pengarahan dan bahan bacaan untuk digunakan dalam penyusunan tesis ini.
4. Bapak Prof. Dr. H. Muhammad Amin, dr., Sp.P, selaku direktur Program Pascasarjana Universitas Airlangga yang telah memberikan kesempatan

kepada penulis untuk melanjutkan studi pada Program Magister Akuntansi Pascasarjana Universitas Airlangga.

5. Bapak Drs. H. Tjiptohadi Sawarjuwono, M.Ec., Ph.D, Ak., selaku Ketua Program Studi Magister Akuntansi yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk melanjutkan studi pada Program Magister Akuntansi Pascasarjana Universitas Airlangga dan yang telah menyetujui topik dari tesis yang penulis angkat sehingga penulis dapat menyelesaikan salah satu persyaratan penyelesaian studi.
6. Seluruh staf pengajar Program Studi Magister Akuntansi Pascasarjana Universitas Airlangga yang telah memberi bekal ilmu pengetahuan bagi penulis dalam rangka peningkatan kualitas.
7. Seluruh staf kesekretariatan Magister Akuntansi Universitas Airlangga (mbak Susi, mbak Riska, mbak Titik, mbak Agustii, mas Pudji, dan mas Fajar) atas bantuannya selama penulis mengikuti Program Studi Magister Akuntansi sampai selesainya penyusunan tesis ini.
8. Direktur dan manajer tempat penulis mencari nafkah, yang telah memberikan dukungan moral dan kesempatan kepada penulis untuk mendapatkan bea siswa serta kelonggaran waktu selama masa perkuliahan dan penyusunan tesis ini. Tidak lupa juga untuk seluruh staf dan karyawan yang telah memberikan dukungan semangat sehingga penulis dapat menyelesaikan studi.
9. Staf Kantor Kementrian Negara Badan Usaha Milik Negara, Bapak Roziqin, Ibu Sita, mbak Yeti, Bapak Paulus, Bapak Budi dan staf-staf lainnya yang telah membantu dalam pengumpulan data.
10. Bapak Zaroni yang telah memberikan jurnal-jurnal yang penulis butuhkan dan memberikan petunjuk dan saran dalam pencarian data.

11. Rekan-rekan alumni statistika ITS (Adi, Kundi, Parto, Niken, dan Jalaludin) yang telah memberikan masukan dan saran-saran yang berguna terkait dengan penggunaan statistik dalam tesis ini.
12. Ibu serta kakak-kakak (Agus, Erly, dan Hendro) yang telah memberikan semangat, dukungan baik materiil maupun spirituil sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik dan membantu penulis sepanjang perkuliahan. Al'm. Bapak yang telah memberikan dukungan, perhatian dan semangat walaupun hanya sampai semester II namun beliau tetap merupakan sumber semangat dan inspirasi penulis hingga tesis ini dapat terselesaikan.
13. Seluruh teman-teman Program Magister Akuntansi Pascasarjana Universitas Airlangga angkatan III tahun 2003 baik kelas parallel maupun reguler: Fredy, Irene, Noven, Novy, Ira, Adel, Eni, Agus, Zudi, Cipto, Habib, Setya, Winarko, Stefanus, Heru, Madia, Wiratna, Rusma, Lily, Kusmawati.
14. Semua pihak yang telah memberikan bantuan kepada penulis baik secara langsung maupun tidak langsung.

Semoga bantuan dan dukungan dari berbagai pihak yang diberikan kepada penulis mendapatkan berkat dari Tuhan Yang Maha Kuasa.

Akhir kata penulis dengan senang hati menerima segala kritik dan saran yang membangun untuk menyempurnakan tesis ini, mengingat tesis ini masih belum sempurna. Penulis berharap semoga tesis ini dapat bermanfaat untuk menambah wawasan para pembaca.

Surabaya, Nopember 2005

Penulis



## RINGKASAN

### **Analisis Kinerja Keuangan dan Operasional Badan Usaha Milik Negara Sebelum dan Sesudah Privatisasi dan Pengaruh Kepemilikan Pemerintah Terhadap Perubahan Kinerjanya**

**Khristin Kusumawati (090310566L)**

Privatisasi digerakkan oleh keyakinan bahwa kepemilikan swasta lebih efisien, *profitable* dan produktif daripada kepemilikan pemerintah. Beberapa studi tentang privatisasi yang menguji pengaruh privatisasi terhadap kinerja BUMN telah banyak dilakukan di berbagai negara. Hasil dari penelitian tersebut ternyata beragam. Beberapa studi membuktikan bahwa privatisasi membawa dampak pada peningkatan kinerja BUMN yang diprivatisasi, sementara studi lainnya membuktikan bahwa privatisasi gagal memenuhi harapan. Selain memberikan bukti empiris tentang efek privatisasi terhadap kinerja BUMN, beberapa studi juga melakukan investigasi lebih lanjut terhadap determinan dari perubahan kinerja tersebut dan faktor yang banyak diteliti adalah struktur kepemilikan. D'Souza, Megginson dan Nash (2004) melakukan studi terhadap determinan potensial perubahan kinerja BUMN setelah privatisasi yaitu faktor karakteristik perusahaan dan institusional (faktor makro ekonomi). Menurut mereka, pengaruh fundamental dari privatisasi pada level perusahaan adalah perubahan kepemilikan yaitu berkurangnya kepemilikan saham oleh pemerintah. Dengan perubahan kepemilikan ini privatisasi meredefinisikan misi dan tujuan perusahaan dimana sebelum privatisasi BUMN mengejar tujuan-tujuan yang seringkali bertentangan dengan maksimalisasi profit. Oleh karena itu tingkat kepemilikan yang dipertahankan oleh pemerintah setelah privatisasi seharusnya berpengaruh terhadap perubahan kinerja BUMN yang baru diprivatisasi karena hadirnya swasta akan mengurangi intervensi pemerintah secara langsung.

Berdasarkan studi terdahulu, penelitian ini mencoba memberikan bukti empiris tentang pengalaman privatisasi di Indonesia dengan membandingkan kinerja keuangan dan operasional sebelum dan sesudah privatisasi yang mencakup periode tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah privatisasi. Untuk yang diprivatisasi tahun 2002 hanya mencakup periode dua tahun sebelum dan sesudah privatisasi. Selanjutnya, penelitian ini juga menguji pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap perubahan kinerja keuangan dan operasional untuk mengetahui apakah kepemilikan pemerintah merupakan faktor yang mempengaruhi perubahan kinerja keuangan dan operasional tersebut. Pengumpulan data dilakukan dengan *purposive sampling* dengan kriteria BUMN yang diprivatisasi melalui IPO dan mempunyai data akuntansi dan keuangan minimum dua tahun sebelum dan sesudah privatisasi. Berdasarkan kriteria tersebut, sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah BUMN yang diprivatisasi melalui *Initial Public Offering* (IPO) selama periode 1991-2002.

Untuk mengukur kinerja keuangan dan operasional digunakan delapan variabel sebagai indikator yaitu *profitability* (ROS, ROA, ROE), *leverage*, *output*, *operating efficiency* (*sales efficiency* dan *net income efficiency*), dan *employment*.

Untuk menguji perubahan signifikan kinerja keuangan dan operasional sebelum dan sesudah privatisasi (hipotesis pertama) digunakan uji jenjang bertanda Wilcoxon, sedangkan untuk menguji pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap perubahan kinerja keuangan dan operasional (hipotesis kedua) digunakan regresi OLS multivariat karena dalam pengujian memasukkan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri. Tingkat signifikansi yang digunakan adalah tingkat signifikansi konvensional yaitu 1%, 5% dan 10% seperti yang dilakukan oleh penelitian-penelitian sebelumnya.

Hasil pengujian terhadap hipotesis pertama menunjukkan bahwa indikator kinerja keuangan dan operasional yang mengalami perubahan yang signifikan setelah privatisasi adalah *leverage*, *output* dan *sales efficiency*, masing-masing signifikan pada level 5%. Ketiga indikator tersebut mengalami perubahan seperti yang diprediksikan yaitu perubahan positif untuk *output* dan *sales efficiency* dan negatif untuk *leverage*. Indikator lainnya menunjukkan perubahan yang tidak signifikan walaupun arah perubahannya sudah seperti yang diprediksikan kecuali ROA dan ROE yang justru mengalami perubahan negatif dimana seharusnya perubahan yang diharapkan adalah positif. Hal ini menunjukkan bahwa privatisasi di Indonesia tidak cukup efektif untuk meningkatkan *profitability*. Hasil pengujian terhadap hipotesis kedua menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan ketiga ukuran *profitability* (ROS, ROA, ROE), *output*, dan *operating efficiency* (*sales efficiency* dan *net income efficiency*), masing-masing signifikan pada level 5%.

## SUMMARY

### **Analysis of Financial and Operating Performance of The State-Owned Enterprise Before and After Privatization and The Effect of Government Ownership on its Performance Change**

**Khristin Kusumawati (090310566L)**

Privatization is driven by confidence that private ownership is more efficient, profitable, and productive than government ownership. A large number of studies about privatization which examine the effect of privatization on the State Owned Enterprises' (SOEs) performance have been done in many countries. Those studies provide inconclusive results. Some authors proved that privatization works and improves the performance of privatized firm, while others documented that privatization does not work and fail to fulfill the expectation. While many studies give the empirical evidence of the impact of privatization on SOEs's performance, there are a few studies which try to investigate the determinants of performance change in privatized firms, and the ownership structure is the most frequently studied factor. The potential determinants of post-privatization change according to D'Souza, Megginson and Nash (2004) are firm-specific and institutional (macro-economic) factors. According to them, the fundamental firm-level effect of privatization is a change in ownership i.e. reduces or eliminates share ownership by the state. With the change in ownership, privatization redefines the firm's mission and objective. Before privatization SOEs pursue objectives that conflict with profit-maximization, therefore the level of post-privatization ownership retained by the government should affect the newly-privatized firm's performance change because the presence of private in ownership structure will reduce government interference directly.

Based on previous studies, this study attempts to give the empirical evidence about the Indonesian privatization experience by comparing the pre- and post-privatization financial and operating performance which covers the three years before to the three years after privatization. Firm which was privatized in 2002 only covers the two years before to the two years after privatization. Furthermore, this study also examines the effect of government ownership on financial and operating performance change to investigate whether government ownership is the factor

which effects financial and operating performance change of privatized SOEs, while controlling for firm's size and industry characteristic. This study is explanatory descriptive which is not only to describe empirical facts, but also is aimed to explain the relationship among variables by testing hypotheses. The data collection was done through purposive sampling i.e. SOEs which were privatized through IPO and financial and accounting data are available for minimum two years pre- and post-privatization. Based on those requirements, sample of this study are SOEs which were privatized through Initial Public Offering (IPO) during the period of 1991-2002.

In order to investigate the impact of privatization on the financial and operating performance of SOEs, eight variables are used as the indicator of financial and operating performance namely profitability (ROS, ROA, ROE), leverage, output (real sales), operating efficiency (sales efficiency and net income efficiency), and employment. The significant differences in performances across pre- and post-privatization periods are tested using non-parametric Wilcoxon sign rank one-tailed test (first hypothesis), while multivariate OLS regression is used to examine the effect of government ownership on financial and operating performance change (second hypothesis) by controlling firm's size and industry characteristic. Level of significance used in this study is conventional level of significance i.e. 1%, 5%, and 10% as is used by the previous studies.

The findings for the first hypothesis show that the indicators of financial and operating performance which change significantly ( $\alpha = 0,05$ ) are leverage, output and sales efficiency. All those variables change in the expected direction i.e. positive change for output and sales efficiency, and negative change for leverage. Other indicators showed insignificant change but the change is in the expected direction except ROA and ROE which change negatively. These suggest that privatization is not an effective way to improve profitability. Furthermore, the findings for the second hypothesis show that government ownership has a significant ( $\alpha = 0,05$ ) negative effect on profitability (ROS, ROA, ROE), output, and operating efficiency (sales efficiency and net income efficiency). These suggest that government ownership is the major driver of the change in profitability, output, and operating efficiency.

## ABSTRACT

### **Analysis of Financial and Operating Performance of The State-Owned Enterprise Before and After Privatization and The Effect of Government Ownership on its Performance Change.**

**Khristin Kusumawati (090310566L)**

This study attempts to give the empirical evidence about the Indonesian privatization experience by comparing the pre- and post-privatization financial and operating performance covering the three years before to the three years after privatization. Firm which is privatized in 2002 only covering the two years before to the two years after privatization. Furthermore, this study also examine the effect of government ownership on financial and operating performance change to investigate whether government ownership is the factor which effect financial and operating performance change of privatized SOEs. This study is explanatory descriptive which is not only to describe empirical facts, but also it is aimed to explain the relationship among variables and to examine hypotheses. The data collection was done through purposive sampling that is SOEs which is privatized through IPO and financial and accounting data are available for minimum two years pre- and post-privatization. Based on that requirements, sample of this study are SOEs which is privatized through Initial Public Offering (IPO) during the period 1991-2002.

In order to investigate the impact of privatizations on the financial and operating performance os SOEs eight variable is used as an indicator of financial and operating performance namely profitability (ROS, ROA, ROE), leverage, output (real sales), operating efficiency (sales efficiency and net income efficiency), and employment. The significances of differences in performances across pre- and post-privatization periods are tested via non-parametric Wilcoxon sign rank test (first hypothesis) and the hypothesis testing is one-tailed test, while multivariate OLS regression is used to examine the effect of government ownership on financial and operating performance change (second hypothesis). Level of significance which is used in this study is conventional level of significance that is 1%, 5%, and 10% as previous studies used.

The statistic result for first hypothesis showed that the indicators of financial and operating performance which is significantly change are leverage, output and sales efficiency, those indicators significant at level 5% respectively. All that variables experiencing changes in an expected direction that is positive change for output and sales efficiency and negative change for leverage. Other indocators showed insignificant change but the change is an expected direction except ROA and ROE which experience negative change. The statistic result for second hypothesis showed that government ownership negatively effect on profitability (ROS, ROA, ROE), output, and operating efficiency (sales efficiency and net income efficiency) which is significant at level 5% respectively. This result showed that government ownership is the major driver of the change of profitability, output, and operating efficiency.

**Keywords:** Financial and operating performance, Privatization, State Ownership, and State-Owned Enterprise (SOE).

## DAFTAR ISI

	Halaman
Sampul Depan.....	i
Sampul Dalam.....	ii
Prasyarat Gelar.....	iii
Persetujuan.....	iv
Penetapan Panitia.....	v
Ucapan Terima Kasih.....	vi
Ringkasan.....	ix
Summary.....	xi
Abstract.....	xiii
DAFTAR ISI.....	xiv
DAFTAR TABEL.....	xvi
DAFTAR GAMBAR.....	xvii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xviii
<b>BAB 1      PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1      Latar Belakang Masalah .....	1
1.2      Rumusan Masalah .....	6
1.3      Tujuan Penelitian.....	7
1.4      Manfaat Penelitian .....	7
<b>BAB 2      TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>9</b>
2.1      Konsep Privatisasi.....	9
2.1.1      Makna Privatisasi .....	10
2.1.2      Alasan dan Tujuan Privatisasi .....	10
2.1.3      Metode-metode Privatisasi .....	13
2.2      Masalah <i>Agency</i> .....	17
2.3      Penilaian Kinerja Perusahaan .....	19
2.3.1      Kinerja Keuangan .....	21
2.3.2      Kinerja Operasional .....	23
2.4      Kepemilikan Pemerintah dan Perubahan Kinerja Keuangan dan Operasional .....	24
2.5      Ukuran Perusahaan dan Perubahan Kinerja Keuangan dan Operasional .....	26
2.6      Karakteristik Industri dan Perubahan Kinerja Keuangan dan Operasional .....	28
2.7      Penelitian Sebelumnya .....	30
<b>BAB 3      KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN</b>	<b>37</b>
3.1      Kerangka Konseptual Penelitian .....	37
3.2      Hipotesis Penelitian .....	41
<b>BAB 4      MATERI DAN METODE PENELITIAN .....</b>	<b>44</b>
4.1      Rancangan Penelitian .....	44
4.2      Populasi dan Sampel .....	44

4.2.1	Populasi.....	44
4.2.	Sampel.....	44
4.2.3	Teknik Pengambilan Sampel.....	45
4.2.4	Besar Sampel.....	45
4.3	Identifikasi Variabel.....	46
4.4	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	46
4.5	Jenis dan Sumber Data.....	53
4.5.1	Jenis Data.....	53
4.5.2	Sumber Data.....	53
4.6	Prosedur Pengumpulan Data.....	54
4.7	Teknik Analisis.....	54
<b>BAB 5</b>	<b>HASIL DAN ANALISIS PENELITIAN.....</b>	<b>63</b>
5.1	Data Penelitian.....	64
5.2	Gambaran Umum Variabel Penelitian.....	65
5.3	Analisis dan Hasil Penelitian.....	65
5.3.1	Pengujian Hipotesis Pertama.....	65
5.3.1.1	<i>Profitability</i> .....	66
5.3.1.2	<i>Leverage</i> .....	68
5.3.1.3	<i>Output (Real Sales)</i> .....	69
5.3.1.4	<i>Operating Efficiency</i> .....	70
5.3.1.5	<i>Employment</i> .....	71
5.3.2	Pengujian Hipotesis Kedua.....	72
5.3.2.1	Uji Aumsi Klasik.....	73
5.3.2.2	<i>Profitability</i> .....	75
5.3.2.3	<i>Leverage</i> .....	82
5.3.2.4	<i>Output (Real Sales)</i> .....	83
5.3.2.5	<i>Operating Efficiency</i> .....	85
5.3.2.6	<i>Employment</i> .....	90
<b>BAB 6</b>	<b>PEMBAHASAN</b>	
6.1	Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis Pertama.....	93
6.2	Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis Kedua.....	101
6.3	Keterbatasan Penelitian.....	115
<b>BAB 7</b>	<b>PENUTUP</b>	
7.1	Kesimpulan.....	117
7.2	Saran.....	122
	<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>124</b>
	<b>LAMPIRAN</b>	

## DAFTAR TABEL

		Halaman
Tabel 4.1	Prediksi Pengujian .....	49
Tabel 5.1	Daftar BUMN yang Diprivatisasi melalui IPO selama periode 1991- 2002 .....	63
Tabel 5.2	Mean, Median, Perubahan Mean dan Median <i>Profitability</i> BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi dan Persentase BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi .....	66
Tabel 5.3	Mean, Median, Perubahan Mean dan Median <i>Leverage</i> BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi dan Persentase BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi .....	68
Tabel 5.4	Mean, Median, Perubahan Mean dan Median <i>Output</i> BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi dan Persentase BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi .....	69
Tabel 5.5	Mean, Median, Perubahan Mean dan Median <i>Operating Efficiency</i> BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi dan Persentase BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi .....	70
Tabel 5.6	Mean, Median, Perubahan Mean dan Median <i>Employment</i> BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi dan Persentase BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi .....	71
Tabel 5.7	Koefisien Determinasi ROS .....	75
Tabel 5.8	ANOVA – <i>Return on Sales</i> (ROS) .....	76
Tabel 5.9	Analisis Regresi - <i>Return on Sales</i> (ROS) .....	76
Tabel 5.10	Koefisien Determinasi ROA .....	77
Tabel 5.11	ANOVA – <i>Return on Assets</i> (ROA) .....	78
Tabel 5.12	Analisis Regresi - <i>Return on Assets</i> (ROA) .....	78
Tabel 5.13	Koefisien Determinasi ROE .....	80
Tabel 5.14	ANOVA – <i>Return on Equity</i> (ROE) .....	80
Tabel 5.15	Analisis Regresi - <i>Return on Equity</i> (ROE) .....	81
Tabel 5.16	Koefisien Determinasi LEV .....	82
Tabel 5.17	ANOVA – <i>Leverage</i> (LEV) .....	83
Tabel 5.18	Analisis Regresi - <i>Leverage</i> (LEV) .....	83
Tabel 5.19	Koefisien Determinasi <i>Real Sales</i> (OUTPUT) .....	84
Tabel 5.20	ANOVA - <i>Real Sales</i> (OUTPUT) .....	84
Tabel 5.21	Analisis Regresi - <i>Real Sales</i> (OUTPUT) .....	85
Tabel 5.22	Koefisien Determinasi SEFF .....	86
Tabel 5.23	ANOVA – SEFF .....	86
Tabel 5.24	Analisis Regresi – SEFF .....	87
Tabel 5.25	Koefisien Determinasi NIEFF .....	88
Tabel 5.26	ANOVA – NIEFF .....	88
Tabel 5.27	Analisis Regresi – NIEFF .....	89
Tabel 5.28	Koefisien Determinasi EMPL .....	90
Tabel 5.29	ANOVA – EMPL .....	91
Tabel 5.30	Analisis Regresi – EMPL .....	91
Tabel 6.1	Rangkuman Hasil Pengujian Hipotesis Pertama .....	93
Tabel 6.2	Rangkuman Hasil Pengujian Hipotesis Kedua .....	102



## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 3.1 Kerangka Konseptual Penelitian .....	40



## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Kinerja Keuangan dan Operasional BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi
- Lampiran 2 Perhitungan Rasio Indikator Kinerja Keuangan dan Operasional BUMN
- Lampiran 3 Kepemilikan Pemerintah, Ukuran Perusahaan dan Karakteristik Industri
- Lampiran 4 Perhitungan Perubahan Indikator Kinerja Keuangan dan Operasional BUMN
- Lampiran 5 Laju Inflasi 1988 – 2004
- Lampiran 6 Hasil Uji Non Parametrik Indikator Kinerja Keuangan dan Operasional BUMN yang Baru Diprivatisasi
- Lampiran 7 Uji Asumsi Klasik
- Lampiran 8 Hasil Analisis Regresi



# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Kehadiran BUMN di dalam perekonomian nasional memainkan peranan yang sangat strategis. Namun demikian, berbeda dengan swasta, BUMN ditugaskan untuk melaksanakan misi ganda yaitu pada satu sisi BUMN dituntut untuk meraih keuntungan sebesar-besarnya namun pada sisi lain BUMN dituntut untuk menjadi agen pembangunan nasional. Dualisme peran yang dibebankan pada pundak BUMN tersebut, yang sebetulnya merupakan realisasi tindakan intervensi pemerintah terhadap perekonomian dengan tujuan memperbaiki kesejahteraan rakyat, merupakan dilema yang seringkali dianggap menjadi penyebab inefisiensi dan menjadi alasan bagi rendahnya kinerja.

Selain dualisme peran, ada berbagai aspek yang dapat dianggap menjadi penyebab kondisi yang secara keseluruhan kurang menguntungkan bagi BUMN. Sebagai suatu organisasi, masing-masing BUMN tidak terlepas dari keterkaitannya dengan kondisi lingkungan. Secara eksternal masalah birokrasi dan berbagai peraturan membatasi ruang gerak pengelola BUMN. Keterbatasan otonomi menghambat respon yang diperlukan dalam menanggapi permasalahan atau keputusan-keputusan yang harus segera dibuat, selain itu BUMN sering dimanfaatkan sebagai alat politik untuk memperoleh dukungan dari pihak-pihak yang dianggap penting. Penyaluran berbagai kredit dan kemudahan pelayanan yang diberikan BUMN bagi orang-orang yang dekat dengan elit politis bukan menjadi rahasia lagi. Hal tersebut kemudian memberi dampak terhadap budaya dan mentalitas usaha para pelaku manajerial. Kecenderungan untuk bersifat oportunistik

dan bertindak tidak profesional menjadi pemicu inefisiensi yang secara langsung berpengaruh pada buruknya kinerja.

Gambaran yang ada selama ini menunjukkan bahwa walaupun BUMN telah mencapai tujuan awal sebagai agen pembangunan dan pendorong terciptanya sektor korporasi, namun tujuan tersebut dicapai dengan biaya yang relatif tinggi dan kinerja BUMN dinilai belum memadai. Hal ini terlihat dari ROE tahun 1997 hanya mencapai 7,11% atau jauh lebih rendah dibandingkan dengan tingkat suku bunga di pasar. Pada tahun-tahun sebelumnya yaitu 1992 sampai 1996 ROE rata-rata hanya sebesar 6,2%. Tahun 1998 justru mengalami *negative equity* akibat krisis ekonomi. Sedangkan pada tahun 1999 ROE terlihat melonjak, akan tetapi hal tersebut bukan karena semakin besar kontribusi *equity* terhadap laba bersih perusahaan namun lebih karena *recovery equity* yang masih lambat. Hal ini tercermin dari jumlah laba setelah pajak yang tidak mengalami peningkatan berarti pada tahun 1999, sedangkan total modal 1999 turun sebesar 55% dibandingkan tahun 1997 sehingga menyebabkan ROE terlihat melonjak (Yasin, 2002a). Sedangkan data tahun 2000 menunjukkan bahwa hanya 78,10% (107 perusahaan) BUMN yang beroperasi dalam keadaan sehat. Sedangkan sisanya, 16,06% (22 perusahaan) dalam kondisi kurang sehat, dan 5,84% (8 perusahaan) dalam keadaan tidak sehat. Agar dapat menjalankan fungsinya, BUMN yang ada dalam kondisi kurang sehat dan tidak sehat perlu dibantu oleh pemerintah, dalam bentuk penyertaan modal pemerintah sehingga hal ini akan semakin menambah berat beban pemerintah (Purwoko, 2002).

Kondisi tersebut di atas menuntut pengelolaan BUMN lebih profesional, sejalan dengan tuntutan perkembangan dunia bisnis sekarang ini. Sumberdaya manusia BUMN perlu ditingkatkan kualitasnya, dan dihindarkan dari mental birokrat, yang biasanya dikaitkan dengan karakteristik pekerja yang kurang

profesional untuk pengelolaan bisnis, dan kurang responsif atas perkembangan yang ada di pasar. Salah satu upaya untuk meningkatkan profesionalisme ini adalah melalui privatisasi sehingga kepemilikan dan kontrol perusahaan menjadi lebih luas, tidak terbatas pada pemerintah saja. Hal ini akan “memaksa” unit usaha yang sahamnya dimiliki pemerintah tersebut lebih terbuka, profesional, dan efisien. Pemegang saham swasta tentu akan selalu menjaga agar perusahaannya tidak merugi, oleh karena itu tuntutan manajemen profesional dengan adanya saham swasta itu tidak akan bisa dihindarkan oleh BUMN.

Beberapa studi empiris tentang privatisasi BUMN seperti yang dirangkum dalam Djankov & Murrell (2002) dan Megginson & Netter (2001) membuktikan adanya peningkatan kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi. Beberapa studi empiris yang telah membuktikan adanya peningkatan yang signifikan pada kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi diantaranya adalah Megginson, Nash, dan Randenborgh (1994); Boubakri & Cosset (1998); D’Souza & Megginson (1999); D’Souza, Megginson dan Nash (2001 & 2004). Dalam penelitian tersebut kinerja keuangan dan operasional diukur dengan *profitability*, *real sales*, *operating efficiency*, *employment*, *capital investment*, *leverage* dan *dividens*. Sedangkan untuk sampel yang digunakan adalah BUMN dari berbagai negara yang diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) yaitu penjualan saham perdana perusahaan melalui pasar modal. Privatisasi dengan penawaran saham ke publik dipandang memberi masa depan yang lebih baik karena adanya sifat transparansi dan memberi kesempatan yang sama bagi semua pihak untuk ikut membeli saham-saham BUMN, termasuk bagi investor asing. Pemilikan saham oleh masyarakat di dalam suatu perusahaan akan menimbulkan pengawasan langsung terhadap pengelolaan perusahaan dan akan berpengaruh terhadap perubahan misi yang harus dibawa oleh

perusahaan tersebut. Hal ini karena manajemen perusahaan menanggung kewajiban baru yaitu memaksimalkan nilai pemegang saham sehingga tidak lagi terpusat pada kepentingan pemerintah saja.

Selain studi empiris seperti yang telah disebutkan di atas, beberapa peneliti mencoba melakukan investigasi lebih lanjut untuk mencari alasan dibalik keberhasilan privatisasi dan hasilnya struktur kepemilikan dan *corporate governance* adalah dua faktor yang sering dipelajari. Namun demikian, penelitian yang menjelaskan perubahan kinerja keuangan dan operasional BUMN setelah dilakukan privatisasi masih jarang dilakukan. Menurut D'Souza *et al.* (2004) pengaruh fundamental dari privatisasi pada level perusahaan adalah perubahan kepemilikan yaitu berkurangnya kepemilikan saham oleh pemerintah dan meningkatnya kepemilikan ekuitas oleh para investor swasta. Selanjutnya, mereka juga menyatakan bahwa dampak perubahan kepemilikan bisa juga dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan seperti ukuran perusahaan dan karakteristik industri. Menurut D'Souza *et al.* (2001) tingkat kepemilikan yang dipertahankan oleh pemerintah setelah privatisasi seharusnya mempengaruhi peningkatan efisiensi perusahaan yang baru diprivatisasi karena BUMN sebelum privatisasi mengejar tujuan yang seringkali bertentangan dengan maksimalisasi profit. Pendapat senada dinyatakan oleh Boycko, Shleifer, dan Vishny (1996) yang menyatakan bahwa tidak ada manfaat apapun dari keterlibatan pemerintah dalam manajemen BUMN. Mereka menunjukkan bahwa semakin tinggi bagian dari BUMN yang dijual maka semakin rendah kemungkinan dari para politikus untuk melakukan campur tangan secara langsung. Mereka menyimpulkan bahwa hubungan antara bagian yang dijual dan kinerja jangka panjang dari perusahaan yang diprivatisasi adalah positif.

Arens & Brouthers (2001) dalam penelitiannya memfokuskan pada pengaruh struktur kepemilikan terhadap kemampuan beradaptasi, strategi dan

kinerja BUMN. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa BUMN yang diprivatisasi kinerjanya lebih baik, cenderung mengejar strategi-strategi yang lebih agresif / kompetitif dan lebih dapat beradaptasi. Temuan mereka mengindikasikan bahwa kepemilikan pemerintah mempunyai pengaruh negatif terhadap kemampuan beradaptasi, agresifitas strategi yang dikejar perusahaan dan kinerja BUMN. Dalam penelitiannya Arens & Brouthers menggunakan dua variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan dan industri. Menurut Tan/Litschert ada beberapa bukti bahwa perusahaan yang lebih besar mempunyai sumber daya yang lebih besar sehingga lebih dapat beradaptasi, mempunyai kemampuan yang lebih besar untuk membuat keputusan-keputusan stratejik dan cenderung mempunyai kinerja yang lebih tinggi (Tan/Litschert, 1994 dikutip dalam Arens & Brouthers, 2001), sedangkan menurut Jelic, Briston dan Aussenegg (2003) perusahaan yang ukurannya berbeda bisa mempunyai skala ekonomi, akses untuk pendanaan dan pengaruh politik yang berbeda. Lee/Miller (1996) dalam Arens & Brouthers (2001) menyatakan bahwa penelitian-penelitian terdahulu cenderung mengindikasikan bahwa industri yang berbeda bisa mempengaruhi kemampuan beradaptasi, strategi dan kinerja perusahaan. Lebih spesifik lagi Boardman & Laurin (1996) dalam D'Souza *et al.* (2001) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan seperti utilitas yang tidak ditujukan pada disiplin tekanan persaingan akan kurang mendapatkan manfaat dari privatisasi. Mendukung pernyataan tersebut, Jelic *et al.* (2003) menyatakan bahwa dalam industri teregulasi (telekomunikasi dan utilitas) keterlibatan pemerintah dan monitoring terhadap perusahaan-perusahaan dalam industri tersebut tetap dipertahankan sehingga pemerintah tetap terlibat secara langsung dalam monitoring pada industri tersebut yang menyebabkan perusahaan-perusahaan dalam industri tersebut akan memiliki *return* lebih rendah daripada perusahaan-perusahaan dalam industri *non-regulated*.

Berdasarkan fenomena di atas peneliti tertarik untuk melakukan penelitian serupa untuk kasus di Indonesia. Dengan penelitian ini diharapkan dapat menambahkan bukti empiris efek dari privatisasi di Indonesia. Seperti penelitian-penelitian terdahulu maka penelitian ini akan menganalisis kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) dengan membandingkan kinerja keuangan dan operasional BUMN sebelum dan sesudah privatisasi. Selain itu penelitian ini juga meneliti lebih lanjut sumber-sumber perubahan kinerja setelah privatisasi. Mengacu pada D'Souza *et al.* (2004) yang menyatakan bahwa pengaruh fundamental dari privatisasi adalah perubahan kepemilikan yaitu berkurangnya kepemilikan saham oleh pemerintah maka dalam penelitian ini hanya memfokuskan pada faktor kepemilikan pemerintah dengan menguji pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap perubahan kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO). Untuk mengontrol determinan-determinan lain yang diduga berpengaruh terhadap kinerja BUMN tetapi berada di luar lingkup topik penelitian maka dalam penelitian ini menggunakan dua variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan dan karakteristik industri.

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang dan uraian di atas, maka perumusan masalah pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah ada perubahan kinerja keuangan dan operasional yang signifikan, yang diukur dengan *return on sales*, *return on assets*, *return on equity*, *leverage*, *output*, *sales efficiency*, *net income efficiency* dan *employment*, sebelum dan sesudah privatisasi pada BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO)?



2. Apakah kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap perubahan kinerja keuangan dan operasional, yang diukur dengan *return on sales*, *return on assets*, *return on equity*, *leverage*, *output*, *sales efficiency*, *net income efficiency* dan *employment*, pada BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering (IPO)*?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas maka tujuan penelitian ini adalah:

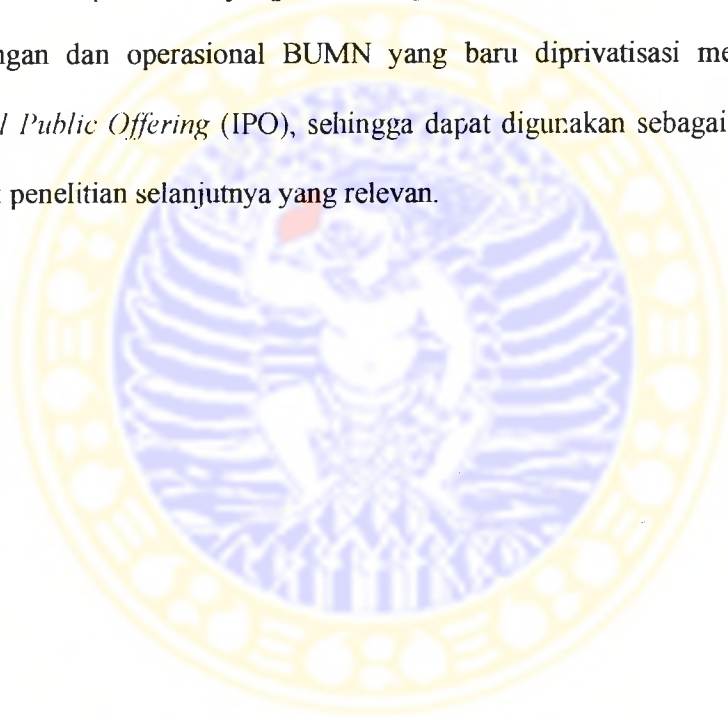
1. Menganalisis dan menguji secara empiris apakah kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering (IPO)*, yang diukur dengan *return on sales*, *return on assets*, *return on equity*, *leverage*, *output*, *sales efficiency*, *net income efficiency* dan *employment*, mengalami perubahan yang signifikan.
2. Menganalisis dan menguji secara empiris apakah kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap perubahan kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering (IPO)*, yang diukur dengan *return on sales*, *return on assets*, *return on equity*, *leverage*, *output*, *sales efficiency*, *net income efficiency* dan *employment*.

### 1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini dilakukan agar dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan, meliputi:

1. Manajemen BUMN, sebagai bahan masukan atas pelaksanaan privatisasi yang telah dijalankan di Indonesia dan pengaruhnya terhadap kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering (IPO)*.

2. Para pemodal, sebagai bahan masukan dalam pengambilan keputusan untuk menanamkan dananya pada BUMN yang *go public* dengan menilai efisiensi dan kinerjanya.
3. Pihak-pihak yang berkepentingan terhadap BUMN dan pasar modal di Indonesia. Misalnya pemerintah, pemegang saham, kreditur, dan otoritas pasar modal (Bapepam dan Bursa Efek Jakarta).
4. Bagi penelitian, diharapkan dapat menambah wawasan pengetahuan atas pelaksanaan privatisasi yang sudah berjalan dan hubungannya dengan kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO), sehingga dapat digunakan sebagai bahan kajian untuk penelitian selanjutnya yang relevan.



## BAB 2

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Konsep Privatisasi

Privatisasi BUMN adalah salah satu bagian dari upaya restrukturisasi dan pembenahan BUMN guna mendayagunakan dan mengembangkan kinerja BUMN agar menjadi perusahaan yang efisien dan produktif dalam penyelenggaraan bidang usahanya. Konsep dasar dari privatisasi BUMN adalah terjadinya pengalihan kepemilikan dari negara kepada swasta. Dengan demikian, privatisasi BUMN diharapkan dapat meringankan beban pemerintah baik secara finansial maupun administratif dalam penyelenggaraan BUMN (Aminuddin, 2000).

Menurut Hanke, privatisasi adalah *"... is the transfer of assets and service functions from public to private hands. It includes, therefore, activities that range from selling state-owned enterprises to contracting out public service with private contractors..."* (Hanke, dikutip dalam Pranoto, 2000).

Jebarus (2000) dalam tulisannya mendefinisikan privatisasi sebagai "pengalihan sebagian atau seluruh aset dan kontrol BUMN kepada sektor swasta". Hal senada juga diungkapkan oleh Ramamurti (2000) seperti yang dikutip oleh Firmanzah (2003) yang menyebutkan bahwa privatisasi bisa diartikan secara sempit dan luas. Definisi sempit dari privatisasi adalah "seluruh aktivitas yang ditujukan untuk mentransfer beberapa atau semua kepemilikan dan / atau kontrol pemerintah atas SOE ke sektor swasta". Untuk definisi luas bisa diartikan "segala aktivitas pemerintah yang ditujukan untuk meningkatkan peranan swasta dalam perekonomian". Sedangkan Masterplan Reformasi BUMN yang dikeluarkan Kantor Menteri Negara Pendayagunaan BUMN (1999) mendefinisikan privatisasi

sebagai "...penyerahan kontrol efektif dari sebuah perseroan kepada manajer dan pemilik swasta dan hal tersebut umumnya dicapai ketika mayoritas saham perusahaan dialihkan atau dalam jangka waktu dekat akan dijual kepemilikannya kepada swasta..."

### **2.1.1 Makna Privatisasi**

Basri (2002) seperti yang dikutip dalam Ika & Samosir (2002) berpendapat bahwa hakekat atau makna privatisasi adalah mengurangi keterlibatan atau intervensi pemerintah ke ekonomi secara langsung. Pemerintah cukup melaksanakan tugas-tugas yang tidak dapat dilaksanakan oleh pasar termasuk pertahanan dan keamanan serta redistribusi pendapatan. Dalam keadaan yang ideal, negara hanya bertindak sebagai pengatur, penata, penegak *rule of law*, dan penjamin rasa aman. Pendapat serupa dikemukakan oleh Deputy Menteri BUMN Bidang Restrukturisasi dan Privatisasi, Mahmuddin Yasin, yang berpendapat bahwa makna privatisasi adalah perubahan peran pemerintah dari pemilik dan pelaksana menjadi sebagai regulator dan promotor. Dengan kata lain, kepemilikan pemerintah pada badan-badan usaha perlu dikurangi sampai pada posisi minoritas. Pelepasan kepemilikan pemerintah tersebut lebih diprioritaskan untuk BUMN-BUMN yang berada pada pasar kompetitif dan atau bukan melakukan tugas-tugas pelayanan dasar yang penting (bukan *public service obligations / PSO*) (Yasin, 2002a).

### **2.1.2 Alasan dan Tujuan Privatisasi**

Privatisasi BUMN umumnya dimaksudkan sebagai salah satu upaya untuk memberdayakan BUMN baik dari segi manajemen, permodalan atau pembiayaan maupun pengurangan campur tangan negara dalam kegiatan ekonomi. Melalui privatisasi BUMN diharapkan manajemen BUMN bebas dalam menentukan gerak

penisahaan, menetapkan kebijakan investasi dan pendanaannya serta pemenuhan sumber daya manusianya. Oleh karena itu, privatisasi BUMN dapat dipakai sebagai sarana yang efektif dalam mengurangi atau menghilangkan kontrol pemerintah. Dengan privatisasi berbagai pengaturan yang dapat mengurangi fleksibilitas gerak BUMN tentu tidak berlaku lagi, dan persaingan usaha akan tumbuh dengan subur (Marjana, dikutip dalam Aminuddin, 2000).

Terdapat tiga alasan utama mengapa restrukturisasi dan privatisasi BUMN perlu dilaksanakan dengan segera yaitu (Mahmuddin, 2002b):

1. Perbaiki kinerja BUMN dan peningkatan value

Pengalaman privatisasi di negara lain menunjukkan bahwa pemilik baru dari sebuah BUMN lazimnya melakukan perbaikan secara lebih efektif, mengingat adanya modal, teknologi, keahlian dan/atau jaringan pemasaran yang baru.

2. Mendorong terbentuknya *good governance* (perusahaan yang sehat, transparan dan akuntabel serta pemerintahan yang efektif)

Setelah lebih dari setengah abad merdeka, usaha-usaha ke arah pembentukan pemerintahan yang efektif perlu didorong. Privatisasi menjadi salah satu mesin pendorong bagi upaya tersebut sehingga tugas-tugas pemerintahan yang berkaitan dengan dunia usaha akan lebih terfokus, efisien dan ditekankan pada perancangan dan penyempurnaan regulasi tingkat sektoral serta penetapan kebijakan sektor yang jelas dan kondusif bagi investasi.

3. Mengurangi beban negara

Negara tidak sanggup untuk memiliki perseroan dengan biaya tinggi atau tidak efisien, terutama perseroan yang bidang usahanya adalah kompetitif dan dapat dikelola lebih baik oleh swasta. Privatisasi adalah bagian dari reformasi

struktural yang akan menolong bangsa Indonesia keluar dari resesi saat ini, terutama dengan penyerahan pengelolaan sektor-sektor yang tidak menyangkut hajat hidup orang banyak.

Sumarlin (1996) mengklasifikasikan alasan terbesar beberapa negara melakukan privatisasi berdasarkan hasil survei dalam 5 (lima) kelompok yaitu (Sunarlin, dikutip dalam Aminuddin, 2000):

1. Mengembangkan ekonomi pasar atau meningkatkan efisiensi bisnis
2. Mengurangi beban aktifitas negara
3. Mengurangi hutang negara atau menutup defisit anggaran
4. Mendapatkan dana untuk tujuan lain
5. Memperluas pasar modal dalam negeri

Khusus negara berkembang terdapat beberapa alasan khusus seperti (Mungkasa, 2004):

1. Mendapatkan peluang usaha dengan dunia internasional, yang diharapkan mendorong masuknya modal asing dan sekaligus alih teknologi
2. Membuka kesempatan kerja sebagai konsekuensi masuknya modal asing dan berkembangnya dunia usaha
3. Mendapatkan pengetahuan manajerial dan menggantikan birokrat pengelola BUMN dengan tenaga profesional .

Lebih khusus lagi Ruru (1994) mengemukakan tujuan penjualan saham BUMN (*go public*) sebagai salah satu model utama dari privatisasi BUMN di Indonesia yaitu (Ruru, dikutip dalam Aminuddin, 2000):

1. Meningkatkan penerimaan negara
2. Meningkatkan efisiensi dan daya saing BUMN
3. Mengembangkan pasar modal dalam negeri.

Bastian (2002:127) meringkas tujuan utama privatisasi, sebagaimana diartikulasi pemerintah dan pendukungnya, sebagai berikut:

1. Tujuan-tujuan keuangan:
  - Meningkatkan penghasilan pemerintah, dengan mempengaruhi tingkat perpajakan dan pengeluaran publik;
  - Mendorong keuangan swasta untuk ditempatkan dalam investasi publik dalam skema infrastruktur utama;
  - Menghapus jasa-jasa dari kontrol keuangan sektor publik.
2. Jasa dan organisasi
  - Meningkatkan efisiensi dan produktivitas;
  - Mengurangi peran negara dalam pembuatan keputusan;
  - Mendorong penetapan harga komersial, organisasi yang berorientasi pada keuntungan, dan sikap-sikap bisnis;
  - Meningkatkan pilihan konsumen
3. Ekonomi
  - Memperluas skope kekuatan pasar dan meningkatkan persaingan dalam perekonomian
  - Mengurangi ukuran sektor publik dan membuka pasar baru untuk modal swasta
4. Politik
  - Mengendalikan kekuatan perkumpulan dagang dan mencapai pasar tenaga kerja yang lebih fleksibel;
  - Mendorong kepemilikan saham untuk individu dan karyawan dan memperluas kepemilikan kekayaan;
  - Memperoleh dukungan politik dengan memenuhi permintaan industri dan menciptakan kesempatan lebih banyak akumulasi modal spekulatif.
  - Meningkatkan kemandirian, individualisme, dan merusak secara perlahan kepedulian dan tanggung jawab kolektif.

### 2.1.3 Metode-metode Privatisasi

Privatisasi BUMN dapat dilaksanakan dengan memilih strategi yang paling cocok, sesuai dengan tujuan privatisasi, jenis BUMN, kondisi BUMN, serta situasi sosial politik dari suatu negara. Beberapa strategi yang dapat dipilih, antara lain (Bastian, 2002: 171-175):

#### 1. Penawaran Umum

Penawaran umum adalah penjualan saham suatu perusahaan melalui pasar modal sampai dengan 100% dari kepemilikan saham perusahaan tersebut. Penjualan saham di pasar modal yang dilakukan pertama kalinya dikenal dengan istilah Penawaran Umum Perdana atau *Initial Public Offering* (IPO). Pada strategi ini, pemerintah menjual kepada publik semua atau sebagian

saham yang dimiliki atas BUMN tertentu kepada publik melalui pasar modal. Umumnya, pemerintah hanya menjual sebagian dari saham yang dimiliki atas BUMN tersebut. Strategi ini akan menghasilkan suatu perusahaan yang dimiliki bersama antara pemerintah dan swasta. Proporsi kepemilikan pemerintah atas BUMN ini akan menurun. Menurut Purwoko (2002) privatisasi melalui pasar modal dapat dilaksanakan apabila BUMN bisa memberikan informasi lengkap tentang keuangan, manajemen, dan informasi lain-lain, yang diperlukan masyarakat sebagai calon investor.

## **2. Penempatan Langsung (*Direct Placement*)**

Penempatan langsung merupakan penjualan saham perusahaan sampai dengan 100% kepada pihak-pihak lain dengan cara negosiasi, umumnya melalui tender. Hal ini dapat juga disebut *private placement* (penjualan langsung ke satu investor secara borongan), *strategic sale* atau *trade sale*. Menurut Nankani dalam Ika & Samosir (2002) strategi ini cocok untuk privatisasi BUMN yang memiliki kinerja rendah, yang belum layak untuk melakukan *public offering* dan memerlukan investor yang memiliki usaha di bidang industri yang sama, memiliki posisi keuangan yang kuat, dan memiliki kinerja dan teknologi yang baik.

## **3. Management Buy-Out / MBO (atau bila karyawan turut berpartisipasi maka disebut dengan Management and /or Employee Buy-Out / MEBO)**

MBO atau MEBO adalah pembelian saham mayoritas oleh suatu konsorsium yang diorganisasi dan dipimpin oleh manajemen perusahaan yang bersangkutan. Biasanya para manajer hanya menempatkan sejumlah kecil dari modal yang dibutuhkan dan diikuti oleh pemodal lainnya seperti perusahaan modal ventura atau bank investasi. Menurut Nankani dalam Ika & Samosir (2002) strategi ini cocok untuk transfer kepemilikan BUMN dari pemerintah



kepada para manajer dan karyawan BUMN. Dengan memiliki saham, para manajer dan karyawan BUMN diharapkan akan bekerja lebih serius, sehingga kinerja BUMN akan meningkat. Strategi ini juga cocok untuk BUMN yang akan diprivatisasi, namun belum layak untuk melakukan *public offering* karena kinerjanya yang kurang baik. Daripada BUMN dilikuidasi, maka strategi ini merupakan alternatif yang lebih baik.

#### **4. Likuidasi**

Likuidasi adalah alat untuk menyebarkan kembali (*redeploy*) aset dan tenaga kerja / karyawan untuk tujuan pemanfaatan yang lebih produktif. Likuidasi ini merupakan alternatif terakhir yang dapat dilakukan pemerintah terhadap BUMN. Menurut Nankani dalam Ika & Samosir (2002) alternatif ini dapat dipilih apabila BUMN tersebut adalah BUMN komersial, bukan BUMN *public utilities* atau memberikan *public services*, tetapi dalam kenyataannya tidak pernah mendapatkan keuntungan dan selalu menjadi beban negara.

#### **5. Privatisasi Lelang**

Berdasarkan SK Menkeu No. 47/KMK.01/1996 pelelangan aset negara dapat dilakukan oleh Balai Lelang Swasta. SK tersebut untuk menguatkan peran profesional swasta untuk menangani aset negara yang akan dilelang. Namun sesuai ketentuan pemerintah, BLS hanya diijinkan oleh pemerintah untuk menyelenggarakan kegiatan pralelang. Sedangkan kegiatan lelangnya sendiri tetap ditangani oleh Kantor Lelang Negara (KLN).

#### **6. Kepemilikan dengan menggunakan Dana Perwalian Privatisasi (*Privatization Trust Fund*)**

Metode ini akan dipertimbangkan penggunaannya apabila saat ini BUMN tidak dapat dijual kepada pemilik modal atau kepada masyarakat. Pemerintah akan

memindahkan saham yang tidak terjual kepada sebuah dana perwalian yang akan mengelola portofolionya, menerima dividen dan menjual kepemilikannya pada kondisi pasar yang tepat. Dana perwalian merupakan sebuah perusahaan yang mengelola dana yang dimiliki oleh pemerintah yang berorientasi laba dan diawasi oleh *Trustee* yang diangkat oleh pemerintah.

#### **7. Penjualan Aset**

Penjualan aset adalah metode yang memisahkan aset perseroan dari permasalahannya dan menjual aset tersebut sehingga dapat digunakan oleh swasta. Cara ini sangat berguna apabila perusahaan mengalami masalah-masalah tertentu, misalnya masalah hukum yang tidak terpecahkan yang akan dapat menunda penjualan perusahaan tersebut. Penjualan dari kelebihan aset perusahaan juga dapat dipertimbangkan apabila studi strategi privatisasi menyarankan langkah tersebut sebagai langkah yang terbaik. Sebagai contoh, perusahaan kereta api dan pelabuhan sering memiliki kelebihan aset yang berupa tanah.

#### **8. Konsesi**

Konsesi adalah sewa aset untuk jangka panjang biasanya 25 sampai 30 tahun. Dalam hal ini pemegang konsesi mempunyai hak untuk menjalankan usaha dan berkewajiban memelihara aset yang ada dan juga menambahkan aset bila diperlukan. Sebuah konsesi diberikan dalam suatu tender yang kompetitif, dengan kriteria evaluasi yang meliputi pengalaman peserta tender, tingkat pembayaran sewa, dan usulan rencana investasi. Konsesi ini banyak dilakukan untuk usaha perkeretaapian.

## 9. Sewa Guna Usaha atau Lease

Metode ini memberikan *lessee* hak untuk mengelola sekumpulan aset untuk jangka waktu yang singkat umumnya 4 sampai 5 tahun, tetapi pemiliknya tetap bertanggung jawab untuk menambah aset tersebut dan umumnya juga memelihara aset yang ada. Kriteria kinerja ditetapkan dan biasanya pembayaran sewa berhubungan dengan kinerja tersebut. Karena kepemilikan tetap ditangan pemerintah dan penggunaannya bersifat sementara biasanya sewa guna usaha tidak dianggap sebagai privatisasi penuh.

### 2.2 Masalah *Agency*

Masalah *agency* muncul dari suatu perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen. Monitoring manajemen adalah satu cara untuk mengurangi beberapa konflik *agency* (Jensen & Meckling, 1976). Kerangka *principal-agent* yang lazim ditimbulkan oleh informasi *asymmetric* dalam Teori Ekonomi ini dapat digunakan untuk memahami perilaku para manajer BUMN. Hubungan ini terjadi jika kesejahteraan satu pihak tergantung pada apa yang dilakukan pihak lain. Agen adalah orang yang melakukan tindakan (dalam hal ini manajer BUMN) dan *principal* (pemilik) adalah pihak yang terkena akibat dari tindakan agen. Masalah *principal-agent* terjadi jika manajer mengejar tujuannya sendiri, sekalipun jika hal ini merugikan pemilik. *Agency-relationship* ini terjadi dimana-mana dalam masyarakat (Pindyck, 2001 dalam Jusmaliani, Thoah, dan Yaumidin, 2003).

Dalam konteks privatisasi, masalah *agency* mempunyai basis yang berbeda. Salah satunya adalah konflik antara tujuan pemerintah untuk memaksimalkan kesejahteraan sosial dan tujuan perusahaan untuk memaksimalkan profit (Sun, Tong, W. & Tong, J., 2002). Bös (1991) dalam Sun *et al.* (2002) menunjukkan

suatu model untuk menganalisis jenis konflik *agency* tersebut. Ada dua skenario yang mungkin. Dalam lingkungan persaingan sempurna, pemerintah akan melihat bahwa perusahaan memaksimalkan profit karena kepentingan pemilik swasta maupun publik akan sejalan. Dalam beberapa kasus, pemerintah tidak aktif secara total dan menyerahkan peranan *principal* kepada pemegang saham swasta. Akan tetapi dalam skenario alternatif dimana lingkungan tidak kompetitif, pemerintah mempunyai insentif untuk memonitor para manajer dan bertindak sebagai 'internal regulator' untuk mencapai kompromi antara tujuan perusahaan dan tujuan kesejahteraan sosial pemerintah.

Buruknya kinerja dan inefisiensi SOE (*State-Owned Enterprise*) tidak dapat dipisahkan dari 'nature' SOE itu sendiri (Megginson *et al.*, 1994). Terdapat dua faktor yang mengakibatkan mengapa SOE berkinerja tidak seperti yang diharapkan yaitu: (1) status kepemilikan dan (2) tujuan dasar SOE. Penelitian membuktikan bahwa sangat sulit untuk mendefinisikan status kepemilikan SOE, seperti yang dinyatakan Aharoni bahwa SOE adalah '*an agent without principal*' (Aharoni, 1982 dikutip dalam Firmanzah, 2003). Pada perusahaan swasta, pemilik bertujuan memaksimalkan nilai perusahaan ataupun tujuan-tujuan lain yang telah ditetapkan, sehingga segala upaya akan dilakukan untuk mengawasi dan memonitor pihak manajemen dalam rangka mewujudkan tujuan tersebut. Pada BUMN sulit menentukan siapa yang menjadi *principal* karena pemilik BUMN tidak jelas dan terdistribusikan secara luas. Dalam realitas pengertian negara menjadi kabur dan tidak jelas sehingga menyebabkan insentif dan motivasi untuk memonitor tingkah laku manajer jadi berkurang (Ikhsan, 2002 dalam Jusmaliani dkk., 2003). Oleh karena itu tidak ada insentif untuk mengawasi perilaku para manajer publik sehingga tidak ada jaminan mereka akan menghasilkan output yang efisien. Disini

kemudian kekuatan politik mulai masuk ke tubuh BUMN dan berbagai kepentingan politik ikut aktif bermain yang menyebabkan BUMN sering tereksplotasi oleh para politisi sehingga para pengelola BUMN terpaksa melakukan penyimpangan-penyimpangan untuk kepentingan para politisi.

### **2.3 Penilaian Kinerja Perusahaan**

Penilaian kinerja perusahaan dimaksudkan untuk menilai keberhasilan sebagai badan usaha. Untuk perusahaan swasta hasil penilaian kinerja tidak diatur secara baku dengan peraturan pemerintah. Sedangkan untuk Badan Usaha Milik Negara (BUMN) kesehatannya dinilai dengan peraturan yang dibakukan seperti yang tertuang pada Keputusan Menteri Keuangan Nomor 198/KMK.016/1998 dan Keputusan Menteri Negara Pendayagunaan Badan Usaha Milik Negara / Kepala Badan Pembinaan Badan Usaha Milik Negara Nomor Kep. 215/M-BUMN/1999 tentang penilaian tingkat kesehatan / penilaian tingkat kinerja Badan Usaha Milik Negara sebagaimana telah diubah terakhir dengan Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara nomor KEP-100/MBU/2002 tanggal 4 Juni 2002 tentang Penilaian Tingkat Kesehatan Badan Usaha Milik Negara. Berdasarkan KEP-100/MBU/2002 tersebut penilaian tingkat kesehatan BUMN meliputi aspek keuangan, operasional dan administrasi yang diberikan suatu bobot tertentu. Dalam penelitian ini, walaupun yang dinilai adalah kinerja BUMN, tidak mengacu pada keputusan tersebut di atas. Beberapa alasan yang mendasarinya adalah sebagai berikut:

- Penelitian ini tidak ditujukan untuk menilai Tingkat Kesehatan BUMN seperti yang ditetapkan oleh pemerintah tetapi untuk menilai keberhasilan privatisasi dengan membandingkan kinerja sebelum dan sesudah privatisasi. Adapun

ukuran-ukuran kinerja yang digunakan mengacu pada penelitian-penelitian sebelumnya sehingga hasilnya bisa dibandingkan.

- Bila mengacu pada KEP-100/MBU/2002 maka sampel dalam penelitian ini, yaitu BUMN yang sudah *go public* karena telah diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering (IPO)*, tidak termasuk dalam BUMN yang tingkat kesehatannya diukur dengan menggunakan keputusan menteri tersebut karena dalam pasal 2 poin 1 disebutkan bahwa “Penilaian Tingkat Kesehatan BUMN berlaku bagi seluruh BUMN non jasa keuangan maupun BUMN jasa keuangan kecuali Persero Terbuka dan BUMN yang dibentuk dengan Undang-undang tersendiri”. Selain itu, bila menggunakan KEP-100/MBU/2002 banyak indikator terutama untuk aspek operasional dan administrasi yang sulit didapatkan datanya.

Dalam riset-riset yang berkaitan dengan penilaian kinerja umumnya para peneliti dalam memilih proksi kinerja perusahaan berdasarkan pada pertimbangan (Payamta, 2001):

1. Hasil riset-riset sejenis masa sebelumnya
2. Menggunakan tolok ukur yang telah ditetapkan oleh otoritas yang berwenang
3. Kelaziman dalam praktik
4. Mengembangkan model pengukuran melalui pengujian secara statistik terlebih dahulu untuk memilih tolok ukur yang sesuai dengan tujuan risetnya.

Untuk menilai keberhasilan privatisasi diperlukan suatu perbandingan kinerja antara sebelum dan sesudah privatisasi. Seperti yang dikemukakan dalam paragraf sebelumnya, pemilihan proksi kinerja perusahaan dalam penelitian ini mengacu pada poin 1 di atas yaitu berdasarkan pada pertimbangan hasil riset sebelumnya tentang privatisasi. Adapun proses pemilihan proksi kinerja dalam penelitian ini didasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Megginson *et al.*

(1994) yang melakukan penelitian mengenai kinerja keuangan dan operasional BUMN (SOEs) yang baru diprivatisasi pada 61 perusahaan dari 18 negara dan 32 industri dimana proksi kinerja ini juga digunakan dalam penelitian sejenis di berbagai negara. Penggunaan proksi kinerja yang serupa dengan penelitian-penelitian sejenis di negara-negara lain memungkinkan bagi penulis untuk membandingkan hasil di Indonesia dengan hasil di negara-negara lain.

### **2.3.1 Kinerja Keuangan**

Penilaian kinerja keuangan perusahaan dapat dilakukan dengan membandingkan rasio keuangan suatu perusahaan dengan rasio keuangan perusahaan lainnya atau membandingkan rasio keuangan suatu perusahaan dari tahun ke tahun atau selama periode waktu yang ditentukan. Rasio keuangan merupakan alat analisis yang dinyatakan dalam artian relatif maupun absolut untuk menjelaskan hubungan tertentu antara elemen yang satu dengan elemen yang lain dalam suatu laporan keuangan (Arifin, 2004:8).

Analisis rasio keuangan adalah titik awal dalam pengembangan informasi yang dibutuhkan dalam pengambilan keputusan. Dengan melakukan analisis rasio keuangan suatu perusahaan maka dapat diketahui keadaan dan perkembangan keuangan perusahaan sehingga dapat dilihat kelemahan perusahaan selama periode waktu berjalan untuk selanjutnya dilakukan perbaikan dengan menyusun rencana yang lebih terarah di masa mendatang. Menurut Iqbal (2000:259) analisis rasio keuangan pada umumnya diklasifikasikan sebagai berikut:

1. Rasio likuiditas, untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang jatuh tempo dalam jangka pendek.
2. Rasio efisiensi, mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan aset yang dimilikinya.

3. Rasio profitabilitas, mengukur tingkat kesuksesan atau kegagalan dari entitas perusahaan dalam periode yang telah ditentukan
4. Rasio *leverage*, mengukur tingkat proteksi yang dilakukan perusahaan dalam mengelola hutangnya guna memenuhi kewajibannya kepada kreditur dan investor.

Seperti yang telah disebutkan di atas bahwa pemilihan proksi kinerja perusahaan dalam penelitian ini berdasarkan pada pertimbangan hasil riset sebelumnya tentang privatisasi yaitu mengacu pada penelitian yang dilakukan Megginson *et al.* (1994), oleh karena itu penilaian kinerja keuangan hanya menggunakan ukuran berupa rasio profitabilitas (yang diukur dengan rasio *return on sales*, *return on assets* dan *return on equity*) dan rasio *leverage*. Adapun pengukuran rasio-rasio tersebut adalah sebagai berikut:

1. *Profitability* perusahaan diukur dengan menggunakan rasio *return on sales*, *return on assets* dan *return on equity*. Semakin besar hasil perhitungan rasio menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan semakin baik. Rasio ini menggambarkan seberapa efektif operasi perusahaan dikelola dengan menghasilkan keuntungan pada perusahaan. Perhitungan rasio-rasio tersebut adalah:

$$\text{Return on sales (ROS)} = \text{Net income} / \text{net sales}$$

$$\text{Return on assets (ROA)} = \text{Net income} / \text{total assets}$$

$$\text{Return on equity (ROE)} = \text{Net income} / \text{equity}$$

2. *Leverage* perusahaan diukur dengan menggunakan *debt to assets ratio*. Semakin rendah hasil perhitungan rasio menunjukkan bahwa *leverage* perusahaan semakin baik. Rasio ini mengukur berapa bagian dari keseluruhan kebutuhan dana yang dibelanjai dengan hutang atau dengan kata lain mengukur



berapa bagian dari aktiva yang digunakan untuk menjamin hutang.

Perhitungan rasio ini adalah:

$$\text{Leverage} = \text{total debt} / \text{total assets}$$

### 2.3.2 Kinerja Operasional

Kinerja operasional perusahaan dapat menggambarkan tingkat kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan komponen-komponen internal perusahaan untuk mengoptimalkan *output* (keluaran) yang dihasilkan oleh perusahaan (Boubakri & Cosset, 1998). Sebagaimana halnya penilaian kinerja keuangan maka penilaian kinerja operasional juga dapat dilakukan dengan membandingkan proksi kinerja operasional suatu perusahaan dengan proksi kinerja operasional perusahaan lainnya atau membandingkan proksi kinerja operasional suatu perusahaan dari tahun ke tahun atau selama periode waktu yang ditentukan. Dengan mengacu pada penelitian Megginson *et al.* (1994) maka kinerja operasional dalam penelitian ini juga diukur dengan menggunakan rasio dan ukuran fisik. Adapun pengukuran kinerja operasional tersebut adalah sebagai berikut:

1. *Output*, yang diukur dengan *real sales*, merupakan hasil dari pengelolaan sumber daya perusahaan. Semakin besar *output* yang dihasilkan maka semakin baik dampaknya bagi perusahaan. Karena diukur dengan *real sales* maka perlu dilakukan pendeflasian terhadap data *net sales* atau di *adjust* terhadap inflasi (*inflation-adjusted sales*) dan kemudian dengan metode normalisasi dilakukan normalisasi dimana tahun privatisasi (tahun ke-0) dinormalisasi menjadi sama dengan 1 sehingga data-data pada tahun sebelum dan sesudah privatisasi dinyatakan sebagai fraksi dari *output* pada tahun privatisasi.
2. *Operating efficiency* (efisiensi operasional), menggambarkan efisiensi dalam penggunaan sumber daya perusahaan, berupa sumber daya manusia, dan

teknologi untuk memaksimalkan *output*. Semakin tinggi hasil perhitungan rasio maka efisiensi operasional semakin baik. Dalam perhitungan *operating efficiency* digunakan *sales efficiency ratio* dan *net income efficiency ratio*.

Perhitungan rasio-rasio tersebut adalah:

*Sales efficiency ratio* = real sales / employee

*Net income efficiency ratio* = real net income / employee

*Sales* dan *net income* yang digunakan dalam mengukur rasio ini juga dilakukan pendeflasian dan normalisasi dengan cara yang sama seperti *output* di atas.

### 3. *Employment* diukur dengan total jumlah karyawan (*total number of employees*).

Dalam beberapa studi tentang privatisasi jumlah karyawan ini digunakan untuk mengukur peningkatan kinerja tenaga kerja (*increase workforce*).

## 2.4 Kepemilikan Pemerintah dan Perubahan Kinerja Keuangan dan Operasional

Implikasi pertama dan pengaruh fundamental dari privatisasi pada level perusahaan adalah perubahan kepemilikan yaitu berkurangnya kepemilikan saham oleh pemerintah dan meningkatnya kepemilikan ekuitas oleh para investor swasta sehingga BUMN perlu melakukan redefinisi misi dan tujuan perusahaan. Sebelum diprivatisasi BUMN adalah milik pemerintah yang memiliki misi ganda yaitu tuntutan untuk meraih keuntungan sebesar-besarnya dan tuntutan untuk menjadi agen pembangunan nasional sehingga BUMN tidak fokus dan berpotensi untuk terjadinya konflik kepentingan dalam mencapai tujuan tersebut. Karena misi ganda tersebut dimana BUMN sebelum diprivatisasi kurang fokus pada pencapaian profit maka tingkat kepemilikan yang dipertahankan oleh pemerintah setelah privatisasi seharusnya mempengaruhi peningkatan kinerja perusahaan yang baru diprivatisasi karena hadirnya pihak swasta ataupun masyarakat dalam kepemilikan BUMN akan

menghambat campur tangan dari berbagai pihak sehingga diharapkan kinerja keuangan dan operasional BUMN akan makin meningkat. Oleh karena itu, sebagai suatu lembaga bisnis sudah selayaknya BUMN hanya memiliki tujuan tunggal yaitu menghasilkan profit, sedangkan tanggung jawab sosial kepada masyarakat atau peran sebagai agen pembangunan adalah tanggung jawab pemerintah sebagai penyelenggara negara.

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa fokus pada pencapaian profit tersebut sangat tergantung pada komposisi kepemilikan BUMN. Boycko *et al.* (1996) memprediksi efisiensi diperoleh dari privatisasi hanya jika hak kendali diserahkan dari pemerintah kepada investor swasta. Chen, Firth, dan Rui (2002) juga memprediksi adanya hubungan negatif antara kepemilikan pemerintah dengan profitabilitas dan efisiensi perusahaan. Prediksi tersebut didasarkan pada kenyataan bahwa pemerintah pusat maupun daerah mempunyai berbagai macam tujuan sosial ekonomi dan mereka bisa menggunakan kepemilikannya sebagai suatu instrumen untuk mempengaruhi tujuan keseluruhan perusahaan untuk memaksimalkan profitabilitas dan efisiensi. Kondisi tersebut pada akhirnya menyebabkan negara akan kurang aktif dalam memonitor dan mendisiplinkan perusahaan dan para manajemennya. Pendapat berbeda dikemukakan oleh Sun *et al.* (2002) yang menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah 100% tidak baik tetapi tidak ada kepemilikan pemerintah juga tidak baik. Terlalu banyak saham BUMN yang dimiliki pemerintah berarti terlalu banyak kontrol dan intervensi dalam operasi ekonomi BUMN. Sebaliknya terlalu sedikit saham yang dimiliki pemerintah berarti terlalu kecil dukungan dari pemerintah untuk mendorong BUMN keluar dari kesulitan-kesulitannya. Jadi pada porsi tertentu kepemilikan pemerintah masih dibutuhkan karena selain memberi dukungan politik dan finansial, pemerintah juga

mempunyai pengaruh-pengaruh lain terhadap kinerja BUMN seperti *positive signaling*, monitoring yang efektif dan koneksi bisnis.

Dalam studi empiris terhadap pengaruh privatisasi, D'Souza & Megginson (1999), Boubakri & Cosset (1998), dan Megginson *et al.* (1994) melaporkan peningkatan efisiensi yang lebih besar setelah penjualan dimana pemerintah melepaskan kendali utama. Boycko *et al.* (1996) menyatakan bahwa tidak ada manfaat apapun yang didapat dari keterlibatan pemerintah dalam manajemen BUMN. Mereka menunjukkan bahwa semakin tinggi bagian dari BUMN yang dijual, semakin rendah kemungkinan para politikus untuk campur tangan secara langsung dan mereka menyimpulkan bahwa hubungan antara bagian yang dijual dan kinerja jangka panjang dari perusahaan yang diprivatisasi adalah positif. Claessens (1997) menyatakan bahwa jika pemerintah mempertahankan kepemilikan mayoritas maka perusahaan akan lebih mungkin untuk menunda restrukturisasi dan mempertahankan penggunaan tenaga kerja yang berlebihan. Wei, Varela, D'Souza dan Hasan (2003) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan dimana lebih dari 50% hak kendali (*voting control*) diberikan kepada investor swasta melalui privatisasi mengalami peningkatan kinerja yang lebih besar. Oleh karena itu dalam penelitian ini akan diuji pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap perubahan kinerja keuangan dan operasional BUMN dan penulis berharap bahwa kepemilikan pemerintah akan berpengaruh signifikan terhadap perubahan kinerja keuangan dan operasional.

## **2.5 Ukuran Perusahaan dan Perubahan Kinerja Keuangan dan Operasional**

Perubahan kinerja keuangan dan operasional BUMN setelah privatisasi ada kemungkinan dipengaruhi juga oleh banyak variabel prediktor lain selain

kepemilikan pemerintah. Menurut Harsono (2002), satu variabel kriteria selalu berkaitan dan dipengaruhi oleh banyak variabel prediktor tetapi peneliti tidak harus mempertimbangkan atau memasukkan semua variabel prediktor tersebut dalam mode penelitian. Akan tetapi, terhadap variabel prediktor yang diduga sangat berpengaruh tetapi berada di luar lingkup topik penelitian, peneliti tidak boleh mengabaikan begitu saja, dengan cara melakukan kontrol agar bisa memberikan eksplorasi hasil penelitian yang lebih baik.

Ukuran perusahaan yang diprivatisasi adalah variabel lain yang mungkin mempengaruhi perubahan kinerja keuangan dan operasional BUMN yang diprivatisasi. Pada perusahaan besar, peningkatan kinerja mungkin tidak sepenuhnya terwujud sampai beberapa tahun setelah privatisasi. Djankov & Murrell (2002), Megginson & Netter (2001) menyatakan bahwa BUMN yang lebih besar lebih mungkin untuk menerima dana lunak dan dukungan lain dari negara. Akibatnya BUMN yang lebih besar mungkin telah berada dalam kondisi yang lebih baik sampai dengan waktu privatisasi. Jelic *et al.* (2003) juga berpendapat bahwa perusahaan yang ukurannya berbeda bisa mempunyai skala ekonomi, akses untuk pendanaan dan pengaruh politik yang berbeda. Dalam penelitiannya mereka menggunakan ukuran perusahaan sebagai parameter kontrol dan hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih kecil mengalami kinerja jangka panjang yang lebih baik. Arens & Brouthers juga menggunakan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol karena menurut Tan/Litschert ada beberapa bukti bahwa perusahaan yang lebih besar mempunyai sumber daya yang lebih besar sehingga lebih dapat beradaptasi, mempunyai kemampuan yang lebih besar untuk membuat keputusan-keputusan strategik dan cenderung mempunyai kinerja yang lebih tinggi (Tan/Litschert, 1994 dikutip dalam Arens & Brouthers, 2001).

Pendapat lainnya juga diungkapkan oleh Gibson (2003:176) yang mengatakan bahwa perusahaan yang lebih besar akan mempunyai kemampuan yang lebih besar dan bila dilihat dari nilai asetnya maka menunjukkan gambaran bahwa perusahaan memiliki kekayaan yang bisa dipergunakan untuk dijadikan sebagai modal internal dalam meningkatkan pendapatan. Jumlah aset yang besar juga menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk melakukan investasi pada usaha baru ketika perusahaan memiliki kapasitas yang berlebih.

Berdasarkan uraian tersebut di atas dan mengacu pada penelitian sebelumnya maka dalam analisis empiris ini penulis juga memasukkan suatu variabel ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol yang diukur dengan logaritma natural total aset pada waktu privatisasi. Ukuran perusahaan dimasukkan sebagai variabel kontrol karena ukuran perusahaan diduga berpengaruh terhadap kinerja BUMN tetapi berada di luar lingkup topik penelitian.

## **2.6 Karakteristik Industri dan Perubahan Kinerja Keuangan dan Operasional**

Selain merubah kepemilikan, privatisasi juga membuka perusahaan terhadap disiplin persaingan pasar produk. Persaingan akan memberikan tekanan yang dibutuhkan untuk menstimulasi efisiensi dan profitabilitas yang lebih besar. Boardman & Laurin (1996) dalam D'Souza *et al.* (2001) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan seperti utilitas yang tidak ditujukan pada disiplin tekanan persaingan akan kurang mendapatkan manfaat dari privatisasi. Studi empiris yang dilakukan oleh Megginson *et al.* (1994) melaporkan perbedaan yang signifikan pada saat membandingkan kinerja setelah privatisasi dari perusahaan kompetitif (*competitive*) dan teregulasi (*regulated*). Studi tersebut menyatakan bahwa kedua jenis perusahaan tersebut (kompetitif dan teregulasi) mengalami peningkatan

efisiensi, akan tetapi peningkatan privatisasi secara signifikan lebih besar pada perusahaan-perusahaan dalam pasar kompetitif.

Keterlibatan pemerintah dan monitoring terhadap perusahaan-perusahaan dalam industri telekomunikasi, perbankan, dan utilitas sumber daya alam setelah privatisasi tetap dipertahankan karena untuk kepentingan kesejahteraan sosial (Bös, 1991 dikutip dalam Jelic *et al.*, 2003). Dengan kata lain pemerintah terlibat secara langsung dalam monitoring pada industri teregulasi yang menyebabkan perusahaan-perusahaan dalam industri tersebut akan memiliki *return* lebih rendah daripada perusahaan-perusahaan dalam industri *non-regulated* (Jelic *et al.*, 2003). Hasil penelitian Jelic *et al.* (2003) juga menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang BUMN dalam industri teregulasi lebih rendah daripada BUMN dalam industri *unregulated*.

Di sisi lain, Boardman & Laurin (1998) dalam Jelic *et al.* (2003) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan dalam industri teregulasi di negara-negara berkembang lebih mungkin untuk mempunyai *return* yang lebih tinggi daripada perusahaan-perusahaan dalam industri yang kompetitif. Beberapa industri seperti perbankan, telekomunikasi dan utilitas bisa menikmati posisi monopoli dalam transisi ekonomi selama beberapa tahun.

Mengikuti D'Souza *et al.* (2001 & 2004) dan Jelic *et al.* (2003) maka dalam penelitian ini menggunakan suatu variabel indikator untuk mengidentifikasi perusahaan dalam industri teregulasi (telekomunikasi dan utilitas) yaitu dengan memberi kode satu untuk industri teregulasi dan nol untuk lainnya. Seperti ukuran perusahaan di atas, maka dalam penelitian ini karakteristik industri juga dimasukkan sebagai variabel kontrol karena diduga berpengaruh terhadap kinerja BUMN tetapi berada di luar lingkup topik penelitian.

## 2.7 Penelitian Sebelumnya

Privatisasi digerakkan oleh kepercayaan bahwa kepemilikan swasta lebih efisien, *profitable* dan produktif daripada kepemilikan publik. Sejumlah studi yang mempertanyakan apakah privatisasi akan mengarahkan pada efisiensi dan profitabilitas yang lebih baik telah dipublikasikan selama tiga dekade terakhir. Selain itu sejumlah studi lainnya melakukan investigasi lebih lanjut untuk mencari alasan dibalik keberhasilan privatisasi dan hasilnya struktur kepemilikan dan *corporate governance* adalah dua faktor yang sering dipelajari. Para peneliti akademik yang telah menghasilkan studi empiris tersebut diantaranya adalah:

1. Megginson *et al.* (1994) membandingkan rata-rata rasio kinerja tiga tahun sebelum dan sesudah privatisasi untuk 61 perusahaan di 18 negara selama periode 1961-1989 baik yang mengalami privatisasi full maupun parsial. Hasil studinya menunjukkan peningkatan yang signifikan pada *output (real sales)*, *operating efficiency*, *profitability*, *capital investment spending* dan *dividend payments* serta penurunan yang signifikan pada *leverage*. Sedangkan perubahan *employment* setelah privatisasi ternyata tidak signifikan.
2. Boubakri & Cosset (1998) menguji kinerja keuangan dan operasional pada 79 perusahaan di 21 negara berkembang dan 32 industri selama periode 1980-1992. Studi tersebut menyimpulkan bahwa peningkatan yang signifikan terjadi pada *output (real sales)*, *operating efficiency*, *profitability*, *capital investment spending*, *dividend payments* dan *employment*. Penurunan yang signifikan terjadi pada *leverage*. Sekitar 60 persen dari sampel mereka menunjukkan peningkatan *employment* sebesar 5-10 persen setelah privatisasi. *Real sales per employee* meningkat sebesar 27 persen.
3. D'Souza & Megginson (1999) juga melakukan penelitian serupa dengan



kedua penelitian di atas pada 85 perusahaan di 28 negara industri selama periode 1990-1996. Peningkatan yang signifikan terjadi pada *profitability*, *output (real sales)*, *operating efficiency*, *capital expenditures*, dan *dividend payments*. Penurunan yang signifikan terjadi pada *leverage*, sedangkan *employment* menurun tapi tidak signifikan. Temuan ini membuktikan bahwa privatisasi menghasilkan perbaikan kinerja yang signifikan.

4. Di China penelitian serupa dilakukan oleh Wei *et al.* (2003). Mereka menguji kinerja keuangan dan operasional 208 perusahaan yang diprivatisasi di China selama periode 1990-1997. Ukuran kinerja yang mereka gunakan adalah *profitability*, *output*, *employment*, *operating efficiency* dan *leverage*. Hasil studi mereka menunjukkan peningkatan yang signifikan pada *output*, *operating efficiency*, dan penurunan yang signifikan pada *leverage*. Sedangkan perubahan *profitability* menunjukkan penurunan tetapi tidak signifikan demikian juga dengan *employment* menunjukkan peningkatan yang tidak signifikan. Dalam penelitian ini peneliti juga melakukan investigasi lebih lanjut dengan menguji pengaruh tanggal penawaran (*offering date*), ukuran penawaran (*offering size*), lokasi perusahaan, kepemilikan pemerintah dan kepemilikan asing terhadap perubahan kinerja setelah privatisasi. Hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif signifikan terhadap *real sales*, *sales efficiency* dan *employment*. Kepemilikan asing berpengaruh positif signifikan terhadap *return on sales*. Tanggal penawaran berpengaruh negatif signifikan terhadap *return on sales*. Lokasi perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *return on sales* dan *sales efficiency*. Sedangkan ukuran penawaran berpengaruh negatif signifikan terhadap *return on sales* dan *real sales*.

5. Sun & Tong (2002) melakukan penelitian serupa terhadap 24 perusahaan di Malaysia yang diprivatisasi. Ukuran kinerja yang mereka gunakan adalah *profitability*, *output*, *dividend payout* dan *leverage*. Hasil studi mereka menunjukkan peningkatan yang signifikan pada *profitability*, *output*, *dividend payout* dan penurunan yang signifikan pada *leverage*. Penelitian ini juga menguji hubungan kinerja perusahaan dengan kepemilikan saham pemerintah, investor institusional, *blockholders* dan direksi. Hasilnya menunjukkan kepemilikan pemerintah berpengaruh positif signifikan terhadap *return on sales*, *output* dan *dividend payout*. Kepemilikan institusional dan direksi mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap *return on assets*.
6. D'Souza *et al.* (2001) mengidentifikasi faktor-faktor yang berpengaruh terhadap perubahan kinerja keuangan dan operasional perusahaan setelah privatisasi dengan menggunakan beberapa variabel, yaitu: (*state ownership*), kepemilikan asing (*foreign ownership*), kepemilikan karyawan (*employee ownership*), restrukturisasi perusahaan (termasuk di dalamnya adalah pergantian *board of directors*), karakteristik industri, *shareholder's right index* (SRI), tingkat pertumbuhan *real Gross Domestic Product* (GDP) suatu negara, *Gross National Product* (GNP) per kapita, dan kapitalisasi pasar modal. Hasil penelitian tersebut adalah peningkatan profitabilitas yang sangat tajam terjadi pada BUMN yang kepemilikan saham oleh karyawannya rendah dan kepemilikan saham oleh pemerintahnya tinggi. Restrukturisasi perusahaan juga berpengaruh positif terhadap profitabilitas. Peningkatan output (*real sales*) yang sangat tajam terjadi pada BUMN yang karakteristik industrinya kompetitif dan BUMN pada negara-negara yang pertumbuhan

ekonominya tinggi. Peningkatan efisiensi yang sangat tajam terjadi pada BUMN yang kepemilikan sahamnya oleh asing, BUMN yang telah melakukan restrukturisasi, dan BUMN pada negara dimana kapitalisasi saham dari BUMN yang diprivatisasi relatif lebih kecil dibandingkan dengan total kapitalisasi pasar modal secara nasional.

7. D'Souza *et al.* (2004) mengidentifikasi faktor-faktor yang berpengaruh terhadap perubahan kinerja keuangan dan operasional perusahaan setelah privatisasi dengan menggunakan beberapa variabel, yaitu: kepemilikan pemerintah (*state ownership*), kepemilikan asing (*foreign ownership*), karakteristik industri, ukuran perusahaan, tingkat proteksi hak pemegang saham (*Common Law*), perkembangan pasar, *Economic Freedom Index* (EFI), *Trade Openness Index* (TOI), dan tingkat pertumbuhan *real Gross Domestic Product* (GDP). Hasilnya adalah output meningkat sangat tajam pada negara-negara yang pasar modalnya lebih berkembang, tingkat perubahan aktivitas ekonomi mempunyai pengaruh positif terhadap output sedangkan *level of trade openness* berpengaruh negatif. Hasil yang mengejutkan terjadi pada kepemilikan pemerintah yang memiliki pengaruh negatif terhadap *employment* yaitu semakin tinggi kepemilikan pemerintah *employment* semakin rendah. Ukuran perusahaan dan jenis industri berpengaruh secara signifikan terhadap leverage.
8. Boubakri, Cosset dan Guedhami (2001) mengidentifikasi faktor-faktor yang berpengaruh terhadap perubahan kinerja setelah privatisasi dengan menggunakan beberapa variabel, yaitu: tingkat pertumbuhan *real GDP*, kepemilikan pemerintah (*state ownership*), kepemilikan asing (*foreign ownership*), *Law* (variabel indikator yang diberi nilai 1 untuk perusahaan dari

negara-negara *common law* dan 0 untuk sebaliknya), likuiditas pasar modal, ukuran perusahaan dan indikator industri. Secara khusus hasilnya adalah pertumbuhan ekonomi, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing adalah determinan kunci dari perubahan profitabilitas. Selain itu peningkatan efisiensi dan output terjadi pada negara-negara yang pasar modalnya lebih berkembang.

9. Arens & Brouthers (2001) dalam penelitiannya fokus pada bagaimana struktur kepemilikan mempengaruhi kemampuan beradaptasi (*adaptability*), strategi dan kinerja perusahaan. Oleh karena itu variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah *adaptability*, strategi dan kinerja perusahaan, sedangkan variabel bebas yang digunakan adalah kepemilikan pemerintah. Hubungan antara kepemilikan pemerintah dan *adaptability*, strategi dan kinerja diuji dengan memasukkan ukuran perusahaan dan karakteristik industri sebagai variabel kontrol. Hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah mempunyai pengaruh negatif terhadap *adaptability* ( $\alpha = 10\%$ ), strategi ( $\alpha = 5\%$ ) dan kinerja ( $\alpha = 1\%$ ). Nampak bahwa pengaruh yang paling kuat adalah terhadap kinerja. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa kepemilikan pemerintah cenderung mengurangi kemampuan beradaptasi dari suatu organisasi dan mengurangi agresifitas strategi yang dikejar oleh perusahaan milik negara serta berhubungan dengan rendahnya kinerja perusahaan.
10. Sun *et al.* (2002) dalam penelitiannya menggunakan kinerja pasar yaitu *market to book ratio* dan hipotesa yang diajukan adalah ada hubungan positif antara kepemilikan pemerintah dan kinerja perusahaan. Selain kepemilikan pemerintah sebagai variabel utama, dalam penelitian ini juga dimasukkan

beberapa variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, leverage, *B-share issues* (kepemilikan asing), lokasi perusahaan dan karakteristik industri perusahaan. Hasilnya kepemilikan pemerintah mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan sehingga hipotesis yang diajukan berhasil didukung. Untuk variabel kontrol, ukuran perusahaan mempunyai pengaruh negatif signifikan sedangkan lokasi dan karakteristik industri mempunyai pengaruh positif signifikan. Untuk leverage dan *B-share issues* sama-sama mempunyai pengaruh negatif yang tidak signifikan.

11. Zaroni (2004) melakukan penelitian serupa dengan menggunakan ukuran kinerja yang berbeda selain profitabilitas dari penelitian-penelitian di atas yaitu EVA dan net sales. Adapun variabel bebas yang diteliti adalah kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing dan pergantian CEO. Hasilnya adalah kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas dan net sales tetapi tidak berpengaruh signifikan pada EVA. Sedangkan kepemilikan asing tidak berpengaruh secara signifikan terhadap semua ukuran kinerja yang digunakan dan sebaliknya pergantian CEO berpengaruh signifikan pada semua ukuran kinerja yang digunakan kecuali ROE.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian tersebut di atas adalah:

1. Sampel. Sampel dalam penelitian ini hanya *single country* yaitu hanya perusahaan-perusahaan milik negara yang di privatisasi di Indonesia.
2. Variabel penelitian. Variabel penelitian yang digunakan hanya fokus pada kepemilikan pemerintah dengan memasukkan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri sehingga tidak mempertimbangkan faktor-faktor makro ekonomi mengingat keterbatasan jumlah sampel dan didasarkan pada kondisi dari sampel dalam penelitian ini yang hanya *single*

*country.*

3. Dengan penelitian Zaroni, periode privatisasi yang digunakan dalam penelitian ini lebih panjang dan jumlah sampel yang lebih besar. Selain itu ukuran kinerja yang digunakan juga berbeda kecuali profitabilitas. Perbedaan lainnya adalah variabel bebas yang digunakan dimana dalam penelitian ini lebih fokus pada kepemilikan pemerintah dengan menggunakan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri.



## BAB 3

### KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN

#### 3.1 Kerangka Konseptual Penelitian

Salah satu tujuan privatisasi adalah untuk memperbaiki kinerja BUMN. Analisis dalam penelitian ini dilakukan untuk menguji apakah privatisasi di Indonesia membawa perubahan kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi ke arah yang lebih baik sehingga dapat dijadikan masukan dalam pengambilan keputusan apakah privatisasi di Indonesia benar-benar diperlukan dan sudah sesuai dengan harapan pemerintah terhadap kinerja BUMN yang diprivatisasi. Selain itu juga untuk menentukan apakah hasil dari privatisasi di Indonesia melalui metode IPO konsisten dengan bukti-bukti empiris di negara lain yang telah dilakukan oleh penelitian-penelitian terdahulu.

Untuk menginvestigasi pengaruh privatisasi terhadap kinerja keuangan dan operasional BUMN maka dilakukan pengujian terhadap indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN sebelum dan sesudah privatisasi. Disain penelitian dalam penelitian ini menggunakan metodologi yang sama dengan yang digunakan oleh Megginson *et al.* (1994) karena kesamaan dalam disain penelitian memungkinkan penulis untuk membandingkan hasil di Indonesia dengan hasil dari negara-negara lain. Boubakri & Cosset (1998), D'Souza & Megginson (1999) dan paper-paper lain juga menggunakan metode ini untuk menguji apakah kinerja keuangan dan operasional perusahaan yang diprivatisasi lebih baik atau tidak. Metodologi tersebut adalah metodologi *matched pair* untuk membandingkan proksi kinerja sebelum dan sesudah privatisasi. Untuk menguji kebenaran tersebut, pertama-tama

menghitung proksi empiris setiap perusahaan untuk periode tujuh tahun yaitu tiga tahun sebelum sampai tiga tahun sesudah privatisasi. Untuk perusahaan yang hanya mempunyai laporan keuangan dua tahun setelah privatisasi, proksi empiris dihitung untuk periode lima tahun yaitu dua tahun sebelum sampai dua tahun sesudah privatisasi. Dalam studi ini hanya satu sampel yang menggunakan periode lima tahun yaitu PT. Tambang Batubara Bukit Asam Tbk karena baru diprivatisasi pada tahun 2002. Mean setiap variabel untuk masing-masing perusahaan selama periode sebelum dan sesudah privatisasi (tahun sebelum privatisasi -3 sampai -1 dan tahun setelah privatisasi +1 sampai +3) dihitung. Untuk semua perusahaan, tahun privatisasi (tahun 0) memuat fase kepemilikan negara dan swasta, sehingga tahun 0 dikeluarkan dari perhitungan mean dan digunakan sebagai tahun dasar. Mean tiga tahun dalam penelitian ini sama dengan pendekatan yang diadopsi dari studi-studi lain seperti Megginson *et al.* (1994), Boubakri & Cosset (1998), Boubakri *et al.* (2001), D'Souza & Megginson (1999), D'Souza *et al.* (2001 & 2004), Sun & Tong (2002), dan Wei *et al.* (2003). Selain itu, prospektus IPO menyediakan data akuntansi untuk tiga tahun sebelum *listing* sehingga mean periode sebelum privatisasi dibatasi untuk tiga tahun.

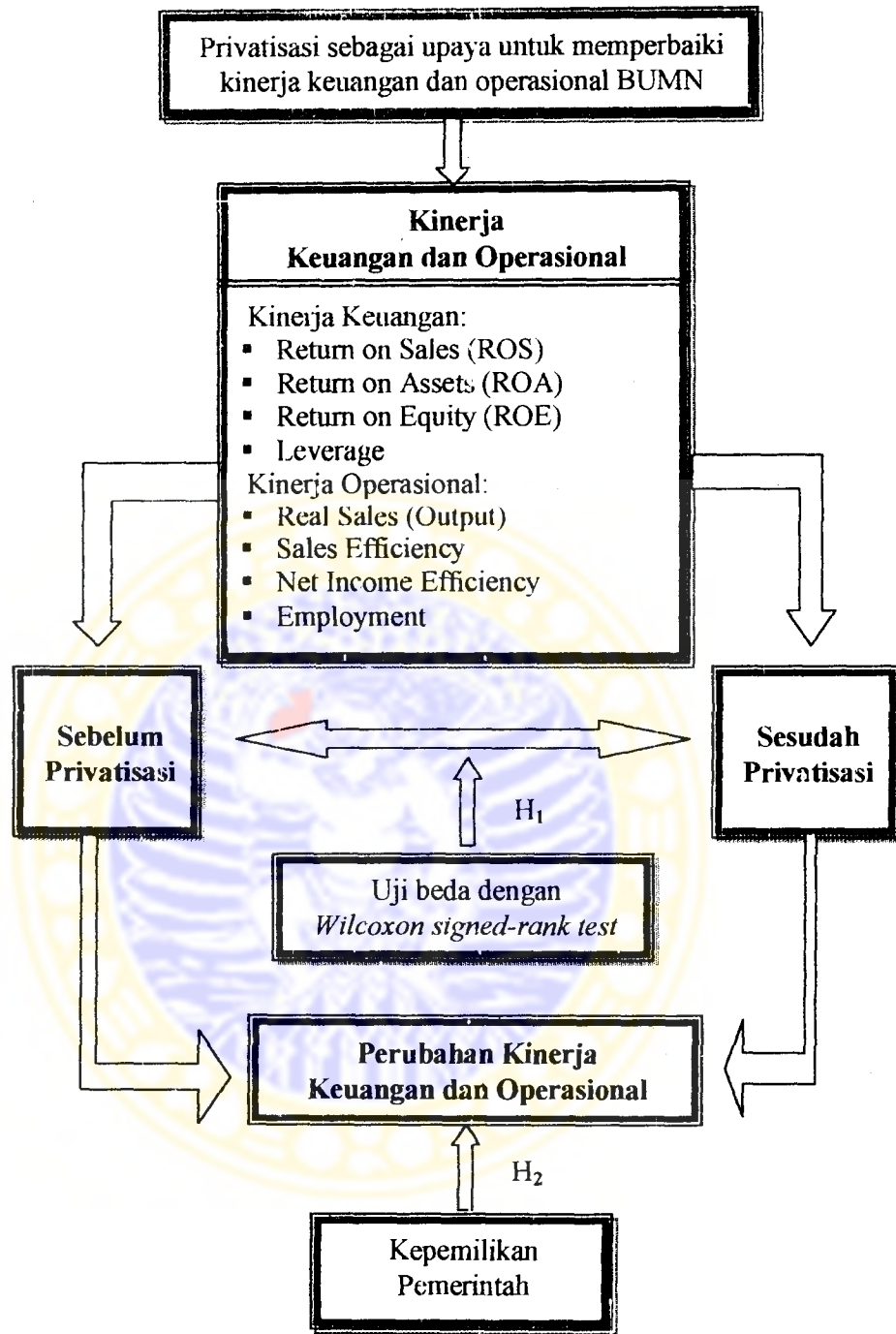
Setelah menghitung mean sebelum dan sesudah privatisasi, dalam metodologi tersebut di atas digunakan *Wilcoxon signed-rank test* (uji jenjang bertanda Wilcoxon) sebagai metode pengujian utama untuk perubahan signifikan dalam proksi empiris tersebut. Prosedur ini menguji apakah median dari proksi kinerja sebelum dan sesudah privatisasi mengalami perubahan yang signifikan. Dalam penelitian ini juga menggunakan *Wilcoxon signed-rank test* karena menggunakan dua sampel yang berhubungan dan menghasilkan skor-skor selisih yang dapat dirangking dalam urutan absolut.



Variabel kinerja keuangan dan operasional yang diuji dalam penelitian ini mengikuti studi-studi yang telah disebutkan di paragraf di atas yaitu *profitability*, *leverage*, *operating efficiency*, *output*, dan *employment*.

Setelah menguji perubahan kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi pada langkah pertama tersebut di atas, maka langkah kedua dalam penelitian ini adalah menguji pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap perubahan masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi. Dipilihnya variabel tersebut karena seperti yang dinyatakan oleh D'Souza *et al.* (2004) bahwa pengaruh fundamental dari privatisasi pada level perusahaan adalah perubahan kepemilikan yaitu berkurangnya kepemilikan saham oleh pemerintah dan meningkatnya kepemilikan ekuitas oleh para investor swasta. Untuk mengontrol determinan-determinan lain yang diduga berpengaruh terhadap kinerja BUMN tetapi berada di luar lingkup topik penelitian maka dalam penelitian ini menggunakan dua variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan dan karakteristik industri untuk memperoleh penjelasan tambahan tentang perubahan kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi. Penggunaan variabel-variabel seperti yang tersebut di atas mengacu pada penelitian yang dilakukan Boubakri *et al.* (2001), D'Souza *et al.* (2004), Chen *et al.* (2002). Variabel bebas dan variabel kontrol seperti di atas juga digunakan oleh Arens & Brouthers (2001) tetapi variabel terikatnya adalah *adaptability*, strategi dan kinerja. Seperti penelitian yang mereka lakukan, dalam penelitian ini juga menggunakan analisis multivariat (*multivariate analysis*), dan teknik multivariatnya adalah analisis regresi, *Ordinary Least Square* (OLS).

Berdasarkan penjelasan di atas maka kerangka konseptual penelitian dalam penelitian ini akan digambarkan di bawah ini.



Gambar 3.1 Kerangka Konseptual Penelitian

### 3.2 Hipotesis Penelitian

Sesuai dengan rumusan permasalahan yang ada dan melihat kerangka konseptual penelitian, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

1. Untuk rumusan permasalahan yang pertama hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini secara umum dapat dirumuskan sebagai berikut:

Hipotesis 1: Terdapat perubahan yang signifikan pada indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) sebelum dan sesudah privatisasi.

Karena ada delapan indikator kinerja keuangan dan operasional maka hipotesis pertama diatas dapat diuraikan lebih rinci sebagai berikut:

Hipotesis 1.1 : *Return on sales* (ROS) BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial PublicOffering* (IPO) meningkat signifikan (lebih besar) daripada sebelum privatisasi.

Hipotesis 1.2 : *Return on assets* (ROA) BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) meningkat signifikan (lebih besar) daripada sebelum privatisasi.

Hipotesis 1.3 : *Return on equity* (ROE) BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) meningkat signifikan (lebih besar) daripada sebelum privatisasi.

Hipotesis 1.4 : *Total debt to assets* (Leverage) BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) menurun signifikan (lebih kecil) daripada sebelum privatisasi.

Hipotesis 1.5 : *Real Sales (Output)* BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) meningkat signifikan (lebih besar) daripada sebelum privatisasi.

Hipotesis 1.6 : *Sales Efficiency* BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) meningkat signifikan (lebih besar) daripada sebelum privatisasi.

Hipotesis 1.7 : *Net Income Efficiency* BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) meningkat signifikan (lebih besar) daripada sebelum privatisasi.

Hipotesis 1.8 : *Employment* BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) menurun signifikan (lebih kecil) daripada sebelum privatisasi.

2. Untuk rumusan masalah yang kedua hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini secara umum dapat dirumuskan sebagai berikut:

Hipotesis 2: Kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap perubahan indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO).

Karena ada delapan indikator kinerja keuangan dan operasional maka ada delapan model yang independen sehingga hipotesis kedua di atas dapat diuraikan lebih rinci sebagai berikut:

Hipotesis 2.1 : Kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap perubahan *return on sales* (ROS) BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO).

- Hipotesis 2.2 : Kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap perubahan *return on assets* (ROA) BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO).
- Hipotesis 2.3 : Kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap perubahan *return on equity* (ROE) BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO).
- Hipotesis 2.4 : Kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap perubahan *total debt to assets* (Leverage) BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO).
- Hipotesis 2.5 : Kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap perubahan *real sales* (Output) BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO).
- Hipotesis 2.6 : Kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap perubahan *sales efficiency* BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO).
- Hipotesis 2.7 : Kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap perubahan *net income efficiency* BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO).
- Hipotesis 2.8 : Kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap perubahan *employment* BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO).

## **BAB 4**

### **MATERI DAN METODE PENELITIAN**

#### **4.1 Rancangan Penelitian**

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif yang mengukur variabel-variabel penelitian dengan angka dan melakukan analisis data dengan prosedur statistik. Penelitian ini dilakukan untuk menggambarkan perubahan indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode IPO dan menguji pengaruh kepemilikan pemerintah, dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri terhadap perubahan indikator kinerja keuangan dan operasional tersebut. Tipe penelitian ini adalah penelitian deskriptif eksplanatori karena penelitian ini tidak hanya menggambarkan fakta-fakta empiris tetapi juga bertujuan menjelaskan hubungan antar variabel dan menguji hipotesis.

#### **4.2 Populasi dan Sampel**

##### **4.2.1 Populasi**

Populasi adalah kelompok elemen yang lengkap, yang biasanya berupa orang, objek, transaksi, atau kejadian dimana kita tertarik untuk mempelajarinya atau menjadi objek penelitian (Kuncoro, 2003:103).

Yang menjadi populasi pada penelitian ini adalah semua BUMN di Indonesia yang telah diprivatisasi.

##### **4.2.2 Sampel**

Sampel adalah suatu himpunan bagian (*subset*) dari unit populasi (Kuncoro, 2003:103). Adapun sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah BUMN di

Indonesia yang telah diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) selama periode 1991-2002.

#### 4.2.3 Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria yang ditentukan oleh peneliti. Adapun kriteria tersebut adalah sebagai berikut:

1. BUMN yang dijadikan sampel dalam penelitian ini telah diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO).
2. Memiliki data laporan keuangan minimum dua tahun sebelum privatisasi dan dua tahun setelah privatisasi. Oleh karena itu yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah BUMN yang diprivatisasi selama periode 1991-2002 (penelitian ini dilakukan tahun 2005 sehingga BUMN yang diprivatisasi tahun 2003 ke atas tidak bisa dimasukkan dalam sampel karena data laporan keuangan minimum dua tahun setelah privatisasi belum tersedia). Karena poksi empiris tahunan untuk setiap perusahaan dihitung untuk periode tujuh tahun yaitu tiga tahun sebelum privatisasi sampai tiga tahun sesudah privatisasi maka khusus untuk PT. Tambang Batubara Bukit Asam Tbk dihitung untuk periode 5 tahun yaitu dua tahun sebelum privatisasi dan dua tahun setelah privatisasi karena baru diprivatisasi tahun 2002 sehingga laporan keuangan yang tersedia hanya sampai tahun 2004.

#### 4.2.4 Besar Sampel

BUMN yang berhasil dikumpulkan sebagai sampel sesuai dengan kriteria tersebut di atas adalah sebanyak 9 BUMN, diambil dari total populasi sebanyak 13 BUMN. Nama-nama BUMN yang menjadi sampel penelitian dapat dilihat pada tabel 5.1.

### 4.3 Identifikasi Variabel

1. Untuk hipotesis 1 proses pemilihan rasio-rasio untuk mengukur kinerja keuangan dan operasional dalam penelitian ini didasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Megginson *et al.* (1994), Boubakri & Cosset (1998), D'Souza & Megginson (1999), Boubakri *et al.* (2001), D'Souza *et al.* (2001 & 2004), Sun & Tong (2002), Chen *et al.* (2002), dan Wei *et al.* (2003) yaitu:

1. *Profitability*
2. *Leverage*
3. *Output*
4. *Operating Efficiency*
5. *Employment*

2. Untuk hipotesis 2 variabel yang digunakan meliputi variabel bebas, variabel terikat dan variabel kontrol. Variabel bebas dalam penelitian ini adalah:

X1 : Kepemilikan pemerintah (GOVT)

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah:

X2 : Ukuran perusahaan (SIZE)

X3 : Karakteristik Industri (IND)

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah:

Y : Perubahan masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional

### 4.4 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

1. Untuk menilai keberhasilan privatisasi maka diperlukan suatu perbandingan kinerja antara sebelum dan sesudah privatisasi. Oleh karena itu untuk melihat perubahan kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) seperti yang dirumuskan dalam



rumusan masalah pertama maka kinerja keuangan dan operasional tersebut diukur dengan beberapa indikator yaitu:

### ***Profitability***

Rasio profitabilitas adalah hasil dari berbagai kebijakan dan keputusan yang dibuat manajemen. Rasio ini memberi jawaban akhir tentang seberapa efektif operasi perusahaan dikelola dengan menghasilkan keuntungan pada perusahaan. Rasio-rasio yang digunakan dalam mengukur *profitability* ini adalah:

a. *Return on Sales (ROS)*

Rasio ini mengukur seberapa efektif penjualan yang diperoleh perusahaan untuk menciptakan laba bersih. Semakin besar rasio ini, menunjukkan semakin besar kontribusi penjualan terhadap laba bersih perusahaan.

b. *Return on Assets (ROA)*

Rasio ini mengukur seberapa efektif perusahaan memanfaatkan sumber ekonomi yang ada (aset yang dimiliki) untuk menciptakan laba bersih. Semakin besar rasio ini, menunjukkan semakin efektif penggunaan aktiva dalam kontribusinya terhadap laba perusahaan.

c. *Return on Equity (ROE)*

Rasio ini mengukur seberapa efektif modal sendiri (*equity*) perusahaan untuk menciptakan laba bersih. Secara spesifik rasio ini mengukur kemampuan modal sendiri (*equity*) untuk menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham preferen dan saham biasa. Semakin besar rasio ini menunjukkan semakin besar kontribusi modal sendiri terhadap laba bersih perusahaan.

### ***Leverage***

*Leverage* diukur dengan rasio *total debt to assets*. Rasio ini mengukur berapa bagian dari keseluruhan kebutuhan dana yang dibelanjai dengan hutang atau dengan kata lain mengukur berapa bagian dari aktiva yang digunakan untuk menjamin hutang. Para kreditur lebih suka rasio yang rendah karena mempunyai tingkat keamanan yang lebih besar. Apabila rasio ini tinggi maka dapat memicu aktivitas spekulatif dari para pemegang saham karena adanya hutang yang besar.

### ***Output***

Output diukur dengan *real sales*. Dalam menghitung *real sales*, pertama kali dilakukan pendeblasian terhadap data *net sales* atau di *adjust* terhadap inflasi (*inflation-adjusted sales*) dan kemudian dengan metode normalisasi dilakukan normalisasi dimana tahun privatisasi (tahun ke-0) dinormalisasi menjadi sama dengan 1 sehingga data-data pada tahun sebelum dan sesudah privatisasi dinyatakan sebagai fraksi dari output pada tahun privatisasi.

### ***Operating Efficiency***

Rasio efisiensi operasional diukur dengan tingkat efisiensi penjualan (*sales efficiency*) dan efisiensi laba bersih (*Net Income Efficiency*). Dasar yang digunakan untuk mengukur tingkat efisiensi dalam penelitian ini adalah jumlah karyawan (*number of employee*). *Sales* dan *net income* yang digunakan dalam mengukur rasio ini juga dilakukan pendeblasian dan normalisasi dengan cara yang sama seperti output di atas. Semakin besar kedua rasio ini menunjukkan semakin efisien. Kedua rasio ini juga menunjukkan tingkat kontribusi tenaga kerja terhadap penjualan dan laba bersih perusahaan sehingga semakin besar rasio tersebut menunjukkan semakin besar tingkat kontribusi tenaga kerja.

### **Employment**

*Employment* ini diukur dengan total jumlah karyawan (*total number of employees*). Dalam beberapa studi tentang privatisasi jumlah karyawan ini digunakan untuk mengukur peningkatan kinerja tenaga kerja (*increase workforce*).

Tabel di bawah ini menunjukkan klasifikasi rasio berdasarkan karakteristik, metode perhitungan dan hubungan prediksinya.

Tabel 4.1 Pengukuran Kinerja dan Prediksi Pengujian

Karakteristik	Metode Perhitungan	Hubungan Prediksi
Profitability	Return on Sales (ROS) = $\frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}}$	ROS <sup>a</sup> > ROS <sup>b</sup>
	Return on Assets (ROA) = $\frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$	ROA <sup>a</sup> > ROA <sup>b</sup>
	Return on Equity (ROE) = $\frac{\text{Net Income}}{\text{Equity}}$	ROE <sup>a</sup> > ROE <sup>b</sup>
Leverage	Leverage (LEV) = $\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$	LEV <sup>a</sup> < LEV <sup>b</sup>
Output	Real Sales(OUTPUT) = $\frac{\text{Nominal Sales}}{\text{Consumer Price Index}}$	Output <sup>a</sup> > Output <sup>b</sup>
Operating Efficiency	Sales Efficiency (SEFF) = $\frac{\text{Sales}}{\text{Number of employees}}$	SEFF <sup>a</sup> > SEFF <sup>b</sup>
	Net Income Eff. (NIEFF) = $\frac{\text{Net Income}}{\text{Number of employees}}$	NIEFF <sup>a</sup> > NIEFF <sup>b</sup>
Employment	Total Employment (EMPL) = Total jumlah tenaga kerja	EMPL <sup>a</sup> < EMPL <sup>b</sup>

Keterangan: a = setelah privatisasi, b = sebelum privatisasi

Hubungan prediksi seperti yang dinyatakan dalam tabel di atas didasarkan pada tujuan dilakukannya privatisasi BUMN. Menurut Megginson *et al.* (1994), hampir semua pemerintah yang melakukan privatisasi BUMN

setidaknya mengharapkan bahwa privatisasi akan: (1) meningkatkan profitabilitas perusahaan; (2) meningkatkan efisiensi operasional; (3) meningkatkan output. Mereka berharap tujuan tersebut dapat dicapai (4) tanpa mengurangi tingkat penggunaan tenaga kerja (*employment*), tetapi hampir semua pemerintah sesungguhnya berharap tingkat penggunaan tenaga kerja berkurang.

#### **Hubungan prediksi berkaitan dengan *profitability***

Hadirnya swasta dalam kepemilikan BUMN yang diprivatisasi maka profitabilitas seharusnya meningkat karena pemegang saham berharap perusahaan akan memaksimalkan profit sehingga para manajer BUMN yang diprivatisasi seharusnya menaruh perhatian yang lebih besar terhadap tujuan profit (Yarrow, dikutip dalam Boubakri & Cosset, 1999).

#### **Hubungan prediksi berkaitan dengan *leverage***

Dalam hal *leverage*, diharapkan bahwa hadirnya swasta dalam struktur kepemilikan BUMN akan menyebabkan perusahaan mengurangi proporsi hutang dalam struktur modal karena pemerintah menarik jaminan hutang sehingga biaya pinjaman akan meningkat dan karena perusahaan telah mempunyai akses baru pada pasar modal (Megginson *et al.*, 1994).

#### **Hubungan prediksi berkaitan dengan *output***

Setelah privatisasi output seharusnya meningkat karena persaingan meningkat, insentif yang lebih baik dan kesempatan pendanaan yang lebih fleksibel dan ruang lingkup yang lebih besar untuk *entrepreneurial initiative* (Megginson *et al.*, 1994).

**Hubungan prediksi berkaitan dengan *operating efficiency***

Kebijakan pemerintah berkaitan dengan privatisasi terutama dimaksudkan untuk meningkatkan efisiensi operasional dari BUMN (Megginson *et al.*, 1994). Setelah privatisasi perusahaan seharusnya menggunakan sumber daya manusia, keuangan dan teknologi dengan lebih efisien karena tekanan yang lebih besar terhadap tujuan profit dan pengurangan subsidi pemerintah (Kikeris, Nellis dan Shirley; Boycko, Shleifer dan Vishny, dikutip dalam Boubakri & Cosset, 1999).

**Hubungan prediksi berkaitan dengan *employment***

Setelah privatisasi diharapkan tingkat penggunaan tenaga kerja akan turun karena tidak lagi menerima subsidi pemerintah dimana BUMN pada umumnya kelebihan tenaga kerja (*overstaffed*) (Kikeris, Nellis dan Shirley, dikutip dalam Boubakri & Cosset, 1999). Pendapat senada juga diungkapkan oleh Boycko *et al.* (1996) yang berpendapat bahwa kelebihan tenaga kerja adalah faktor utama dari inefisiensi BUMN. Sedangkan Wei, Varela dan Hassan (2002) dikutip dalam Wei *et al.* (2003) membuktikan bahwa kelebihan tenaga kerja adalah penyebab yang signifikan terhadap rendahnya kinerja BUMN diantara perusahaan-perusahaan manufaktur di China. Pranoto (2000) menyebutkan beberapa alasan tidak efisiennya proses bisnis sektor publik yang salah satunya adalah penggunaan tenaga kerja yang lebih besar dari kebutuhan. Menurutnya biaya tenaga kerja perusahaan negara relatif lebih besar dari swasta disebabkan beberapa faktor sebagai berikut:

- Jumlah staf permanen yang lebih besar dari kebutuhan
- Perekrutan karyawan baru sering menggunakan sistem kekeluargaan
- Kecenderungan melakukan praktek kerja yang tidak ekonomis
- Perencanaan sumberdaya manusia yang tidak tepat dan kurang terkoordinasi

industri yang teregulasi jika perusahaan tersebut termasuk dalam industri *utilities* atau telekomunikasi (D'Souza *et al.*, 2001 & 2004).

Y : Perubahan kinerja keuangan dan operasional yang diukur dengan cara

$$\text{menghitung: } Y = \frac{Mean_t}{Mean_{t-1}}$$

Karena Y diukur dengan delapan indikator seperti yang telah disebutkan di atas yaitu ROS, ROA, ROE, *Sales Efficiency*, *Net Income Efficiency*, *Output*, *Employment*, dan *Leverage* maka terdapat delapan persamaan yang independen untuk melihat pengaruh variabel dependen (X) terhadap perubahan masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional (Y) tersebut.

#### 4.5 Jenis dan Sumber Data

##### 4.5.1 Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, antara lain berupa: laporan keuangan, prospektus, catatan ataupun laporan historis yang telah tersusun, dan dipublikasikan.

##### 4.5.2 Sumber Data

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari Kantor Kementrian Negara BUMN, Kantor Bursa Efek Jakarta (BEJ), kantor Bursa Efek Surabaya (BES), melalui *database* BEJ yang tersedia secara *online* pada situs <http://www.jsx.co.id>, *database* BES yang tersedia secara *online* pada situs <http://www.bes.co.id>, dan Direktori Pasar Modal Indonesia (*Indonesia Capital Market Directory*).

#### 4.6 Prosedur Pengumpulan Data

Adapun prosedur pengumpulan data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Survey pendahuluan. Dalam survey ini dilakukan studi kepustakaan dengan fokus pada pencarian atau pengumpulan informasi yang berhubungan dengan masalah yang akan dibahas serta alternatif pemecahannya pada bagian yang terkait.
2. Studi lapangan dilakukan di Kantor Kementrian Negara BUMN, BEJ dan BES untuk mengumpulkan data. Pengumpulan data sekunder yang terdiri dari prospektus, laporan keuangan BUMN yang diprivatisasi diambil di Kantor Kementrian Negara BUMN dan melakukan penelusuran manual dan penelusuran dengan komputer di BEJ.

#### 4.7 Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

##### A. Hipotesis 1

1. Menghitung variabel indikator kinerja keuangan dan operasional yaitu ROS, ROA, ROE, LEV, OUTPUT, SEFF, NIEFF, EMPL untuk setiap perusahaan selama periode sebelum dan sesudah privatisasi.
2. Menghitung nilai rata-rata (mean) dari masing-masing indikator tersebut sebelum dan sesudah privatisasi.
3. Melakukan uji hipotesis untuk masing-masing variabel dengan cara:

##### a. Merumuskan Hipotesis

$H_0: X_{iss} \leq X_{isb}$  Berarti median indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN sesudah privatisasi lebih kecil atau sama dengan

sebelum privatisasi (untuk indikator kinerja ROS, ROA, ROE, OUTPUT, SEFF dan NIEFF sesuai dengan hubungan prediksi yang telah ditetapkan seperti yang tertera pada tabel 4.1 di atas).

$H_1: X_{iss} > X_{isb}$  Berarti median indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN sesudah privatisasi lebih besar dibandingkan dengan sebelum privatisasi (untuk indikator kinerja ROS, ROA, ROE, OUTPUT, SEFF dan NIEFF sesuai dengan hubungan prediksi yang telah ditetapkan seperti yang tertera pada tabel 4.1 di atas).

$H_0: X_{iss} \geq X_{isb}$  Berarti median indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN sesudah privatisasi lebih besar atau sama dengan sebelum privatisasi (untuk indikator kinerja LEV dan EMPL sesuai dengan hubungan prediksi yang telah ditetapkan seperti yang tertera pada tabel 4.1 di atas).

$H_1: X_{iss} < X_{isb}$  Berarti median indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN sesudah privatisasi lebih kecil dibandingkan dengan sebelum privatisasi (untuk indikator kinerja LEV dan EMPL sesuai dengan hubungan prediksi yang telah ditetapkan seperti yang tertera pada tabel 4.1 di atas).

Keterangan:

$X_{iss}$  = median masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN sesudah privatisasi

$X_{isb}$  = median masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN sebelum privatisasi



Pengujian hipotesis ini menggunakan uji satu sisi karena yang dicari adalah apakah kinerja keuangan dan operasional BUMN lebih baik setelah privatisasi (meningkat untuk ROS, ROA, ROE, OUTPUT, SEFF, NIEFF dan menurun untuk LEV dan EMPL sesuai dengan hubungan prediksi yang telah ditetapkan seperti yang tertera pada tabel 4.1). Jadi bukan kinerja keuangan dan operasional BUMN berbeda atau tidak antara sebelum dan sesudah privatisasi.

#### **b. Menentukan tingkat signifikansi**

Uji hipotesis alternatif bersifat satu arah, *Level of significant* ( $\alpha$ ) atau tingkat signifikansi yang digunakan adalah 1%, 5% dan 10%.

#### **c. Kriteria pengujian yang dipakai untuk menerima atau menolak hipotesis alternatif yang diajukan adalah:**

- Apabila  $p\text{-value} < \alpha$  ( $\alpha = 1\%, 5\%, 10\%$ ), maka  $H_0$  ditolak dan hipotesis alternatif yang diajukan dapat diterima, berarti terbukti benar.
- Apabila  $p\text{-value} > \alpha$  ( $\alpha = 1\%, 5\%, 10\%$ ), maka  $H_0$  gagal ditolak dan hipotesis alternatif yang diajukan ditolak.

### **B. Hipotesis 2**

1. Menghitung variabel-variabel yang akan diregresikan dengan langkah-langkah:
  - Menghitung perubahan masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi yaitu ROS, ROA, ROE, LEV, OUTPUT, SEFF, NIEFF, dan EMPL.
  - Menghitung persentase saham yang dimiliki pemerintah setelah privatisasi (kepemilikan pemerintah / GOVT).
  - Menghitung ukuran perusahaan (SIZE).

- Mengelompokkan BUMN berdasarkan karakteristik industri dan memberi kode 1 untuk karakteristik industri teregulasi (*regulated*) dan 0 untuk yang kompetitif.
2. Melakukan analisis multivariat (*multivariate analysis*), dan teknik multivariatnya adalah analisis regresi, *Ordinary Least Square* (OLS). Analisis regresi yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda yang terdiri dari beberapa variabel bebas ( $X_1, X_2, X_3$ ) dan satu variabel terikat ( $Y$ ). Hubungan liniernya dapat ditulis dalam bentuk persamaan:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3.$$

Untuk memperoleh dugaan  $\beta_0, \beta_1, \beta_2,$  dan  $\beta_3$  digunakan metode kuadrat terkecil. Alat statistik yang digunakan yaitu *SPSS (Statistic Package for the Social Science) for windows release 11*. Model persamaan pertama sampai kedelapan dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROS = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND \dots\dots\dots (1)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND \dots\dots\dots (2)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND \dots\dots\dots (3)$$

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND \dots\dots\dots (4)$$

$$OUTPUT = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND \dots\dots\dots (5)$$

$$SEFF = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND \dots\dots\dots (6)$$

$$NIEFF = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND \dots\dots\dots (7)$$

$$EMPL = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND \dots\dots\dots (8)$$

Keterangan:

ROS, ROA, ROE, LEV, OUTPUT, SEFF, NIEFF dan EMPL adalah perubahan ROS, ROA, ROE, LEV, OUTPUT, SEFF, NIEFF dan EMPL setelah privatisasi.

$\beta_0$  = konstanta

$\beta_1$ ,  $\beta_2$ , dan  $\beta_3$  = parameter atau koefisien regresi.

3. Melakukan uji hipotesis dengan langkah sebagai berikut:
  - a. Melakukan pengujian parsial (uji t) untuk mengetahui pengaruh secara parsial variabel bebas terhadap variabel terikat.

#### 1. Merumuskan Hipotesis

- $H_0: \beta_1 = 0$ , berarti tidak ada pengaruh kepemilikan pemerintah (GOVT) secara parsial terhadap perubahan masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang diprivatisasi melalui IPO yang diukur dengan ROS, ROA, ROE, LEV, OUTPUT, SEFF, NIEFF, dan EMPL.
- $H_1: \beta_1 \neq 0$ , berarti ada pengaruh kepemilikan pemerintah (GOVT) secara parsial terhadap perubahan masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang diprivatisasi melalui IPO yang diukur dengan ROS, ROA, ROE, LEV, OUTPUT, SEFF, NIEFF, dan EMPL.

#### 2. Menentukan tingkat signifikansi

Uji hipotesis alternatif bersifat dua arah, *Level of significant* ( $\alpha$ ) atau tingkat signifikansi yang digunakan adalah 1%, 5% dan 10%.

3. **Kriteria pengujian yang dipakai untuk menerima atau menolak hipotesis alternatif yang diajukan adalah:**

- Apabila  $p\text{-value} < \alpha$  ( $\alpha = 1\%, 5\%, 10\%$ ), maka  $H_0$  ditolak dan hipotesis alternatif yang diajukan dapat diterima
- Apabila  $p\text{-value} > \alpha$  ( $\alpha = 1\%, 5\%, 10\%$ ), maka  $H_0$  gagal ditolak.

b. Menghitung koefisien determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) bertujuan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen, atau mengukur ketelitian dari model regresi, yaitu merupakan persentase kontribusi variabel X terhadap variabel Y. Nilai koefisien determinasi adalah diantara nol dan satu ( $0 \leq R^2 \leq 1$ ). Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Dengan kata lain, semakin besar  $R^2$  berarti makin tepat persamaan perkiraan regresi linier tersebut dipakai sebagai alat peramal, karena variasi perubahan variabel dependen dapat dijelaskan oleh perubahan variabel independen. Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu variabel independen maka  $R^2$  pasti meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen (nilai  $t$  yang signifikan atau tidak). Oleh karena itu, banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai *Adjusted*  $R^2$  pada saat mengevaluasi mana model regresi yang terbaik. Tidak seperti  $R^2$ , nilai *Adjusted*  $R^2$  dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model (Kuncoro,2003:220-221).

Dalam literatur ekonometrika dikemukakan beberapa asumsi klasik yang harus dipenuhi oleh suatu model regresi agar model tersebut bisa dipakai. Asumsi klasik tersebut antara lain adalah data berdistribusi normal, tidak ada multikolinieritas dan bebas heteroskedastisitas (Gujarati 2003: 65-75).

### 1. Uji Normalitas

Asumsi tentang normalitas menyatakan bahwa faktor pengganggu (residual) memiliki nilai rata-rata yang diharapkan sama dengan nol, tidak berkorelasi, dan memiliki varian yang konstan. Dalam literatur statistika maupun ekonometrika ada beberapa uji normalitas yang dapat digunakan, antara lain Kolmogorov-Smirnov. Adapun langkah-langkah pengujiannya adalah:

Hipotesis:

$H_0$  = data berdistribusi normal

$H_1$  = data tidak berdistribusi normal

Pengambilan keputusan:

- Jika probabilitas (Sig.) > 0,05, maka  $H_0$  gagal ditolak
- Jika probabilitas (Sig.) < 0,05, maka  $H_0$  ditolak

Selain itu dapat juga digunakan *scatter plot* dengan pengambilan keputusan sebagai berikut:

- Pada grafik NORMAL Q-Q PLOT OF STANDARDIZED RESIDUAL, bila data menyebar dekat dengan garis lurus, dan data mengikuti alur ke kanan atas maka bisa dikatakan distribusi data normal
- Pada grafik DETRENDED NORMAL Q-Q PLOT OF STANDARDIZED RESIDUAL, apabila data tidak membentuk pola tertentu maka bisa dikatakan distribusi data adalah normal.

## 2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Suatu model regresi dikatakan terkena multikolinieritas bila terjadi hubungan linier yang sempurna (*perfect*) atau pasti (*exact*) diantara beberapa atau semua variabel independennya. Model regresi yang baik atau sempurna seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Ada beberapa cara yang ditawarkan dalam literatur statistika atau ekonometrika untuk menguji multikolinieritas ini, antara lain dengan melihat nilai *Variance Inflating Factor* (VIF). Ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Ketentuannya adalah jika  $VIF > 10$ , maka terdapat korelasi yang sangat tinggi diantara salah satu variabel independen dengan variabel-variabel independen yang lain (terjadi multikolinieritas). Jika  $VIF < 10$ , maka tidak terjadi multikolinieritas.

## 3. Uji Heteroskedastisitas

Model regresi akan layak digunakan apabila tidak terdapat heteroskedastisitas. Heteroskedastisitas terjadi apabila setiap variabel independen tidak memiliki varians yang sama. Untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan uji Spearman sebagai tolak ukur ada atau tidak adanya heteroskedastisitas. Adapun langkah-langkah pengujiannya adalah:

Hipotesis:

$H_0$  : Homoskedastisitas atau varians semua variable adalah konstan (sama)

$H_1$  : Heteroskedastisitas atau varians semua variabel adalah tidak konstan (sama)

Pengambilan keputusan:

- Jika probabilitas (Sig.)  $> 0,05$ , maka  $H_0$  gagal ditolak
- Jika probabilitas (Sig.)  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak

Selain itu dapat dilakukan dengan cara melihat pada grafik plot (*scatterplot*).

Jika tidak membentuk suatu pola berarti bebas heteroskedastisitas. Apabila terjadi gejala pelanggaran heteroskedastisitas pada salah satu atau beberapa variabel independen, maka bisa dilakukan penanggulangan dengan cara transformasi log.



## BAB 5

### HASIL DAN ANALISIS PENELITIAN

#### 5.1 Data Penelitian

Penelitian ini membandingkan masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang diprivatisasi melalui penawaran saham perdana (IPO) selama periode 1991-2002 dan menganalisis lebih lanjut dengan menguji pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap perubahan masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN. Variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri diikutsertakan untuk memperoleh penjelasan tambahan tentang perubahan masing-masing indikator kinerja tersebut. Data dalam penelitian ini dibatasi hanya BUMN yang diprivatisasi melalui IPO mengikuti penelitian terdahulu. Selain itu data akuntansi dan keuangan BUMN yang diprivatisasi melalui metode ini tersedia untuk publik dan *reliable* sehingga data setelah privatisasi dapat dibandingkan dengan data sebelum privatisasi.

Tabel 5.1: Daftar BUMN yang Diprivatisasi melalui IPO selama periode 1991 - 2002

No.	Nama BUMN	Sektor Bisnis	Tahun Listing
1	PT. Semen Cresik, Tbk.	Semen	1991
2	PT. Indosat, Tbk.	Telekomunikasi	1994
3	PT. Telkom, Tbk.	Telekomunikasi	1995
4	PT. Timah, Tbk.	Pertambangan	1995
5	PT. Aneka Tambang, Tbk.	Pertambangan	1997
6	PT. Kimia Farma, Tbk.	Farmasi	2001
7	PT. Indofarma, Tbk.	Farmasi	2001
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk	Pertambangan	2002

Sumber: BUMN Directory 2005, Kementrian Badan Usaha Milik Negara.



Sampai dengan akhir tahun 2002 ada 9 BUMN yang terdaftar di BEJ akan tetapi dalam penelitian ini BNI dikeluarkan dari sampel karena memiliki data yang sangat ekstrim sehingga bila diikutsertakan akan mempengaruhi hasil secara keseluruhan. BUMN-BUMN tersebut di atas dipilih sebagai sampel karena memiliki data minimum 2 tahun sebelum dan sesudah privatisasi. Dalam penelitian ini hanya PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk. yang menggunakan periode pengamatan -2 sampai -1 dan +1 sampai +2 sedangkan sampel yang lainnya menggunakan periode pengamatan -3 sampai -1 dan +1 sampai +3, dimana tahun privatisasi didefinisikan sebagai tahun ke 0. Sampel dalam penelitian ini terdiri dari satu perusahaan yang terdaftar sebagai perusahaan semen (PT. Semen Gresik), dua perusahaan terdaftar sebagai perusahaan telekomunikasi (PT. Indosat dan PT. Telkom), tiga perusahaan terdaftar sebagai perusahaan pertambangan (PT. Tambang Timah, PT. Aneka Tambang, dan PT. Tambang Batubara Bukit Asam), dan dua perusahaan terdaftar sebagai perusahaan farmasi (PT. Kimia Farma dan PT. Indofarma).

## 5.2 Gambaran Umum Variabel Penelitian

Untuk menganalisis kinerja keuangan dan operasional BUMN sebelum dan sesudah privatisasi, digunakan indikator kinerja keuangan dan operasional yang diukur dengan ROS, ROA, ROE, LEV, SEFF, NIEFF, OUTPUT, dan EMPL. Masing-masing variabel dihitung dengan menggunakan rumus-rumus seperti yang telah disajikan pada bab IV (tabel 4.1), kemudian hasil perhitungan dikelompokkan dalam dua periode yaitu periode sebelum dan sesudah privatisasi. Setelah itu dilakukan analisis dengan menggunakan program komputer statistik *SPSS for windows* release 11.

Untuk menguji pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap perubahan masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi melalui IPO tersebut, dalam penelitian ini digunakan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri. Karena ada delapan indikator yang digunakan dalam penelitian ini maka ada delapan persamaan regresi dimana persamaan-persamaan tersebut satu dengan yang lainnya independen. Masing-masing variabel tersebut diukur seperti yang telah disajikan pada bab IV, kemudian dilakukan analisis dengan menggunakan program komputer statistik *SPSS for windows release 11*.

### **5.3 Analisis dan Hasil Penelitian**

#### **5.3.1 Pengujian Hipotesis Pertama**

Salah satu tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperoleh jawaban atas pertanyaan penelitian, yaitu apakah ada perubahan yang signifikan pada masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) yang diukur dengan ROS, ROA, ROE, LEV, OUTPUT, SEFF, NIEFF, dan EMPL. Untuk menjawab pertanyaan penelitian tersebut dan sekaligus melakukan pengujian terhadap hipotesis pertama maka berikut ini disajikan deskripsi statistik hasil penelitian mengenai mean dan median perubahan kinerja keuangan dan operasional BUMN setelah diprivatisasi yang diukur dengan dengan indikator seperti yang telah disebutkan di atas. Selain itu juga disajikan persentase dari BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksikan. Ada tiga kemungkinan yang terjadi atas perubahan kinerja keuangan dan operasional BUMN setelah diprivatisasi, yaitu:

1. Terjadi peningkatan
2. Terjadi penurunan
3. Tidak berubah atau sama saja.

### 5.3.1.1 Profitability

*Profitability* diukur dengan menggunakan tiga rasio yaitu *return on sales* (ROS), *return on assets* (ROA) dan *return on equity* (ROE). Tabel 5.2 di bawah ini mendeskripsikan perubahan mean dan median *profitability* sebelum dan sesudah privatisasi beserta persentase jumlah BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi.

Tabel 5.2 Mean, Median, Perubahan Mean dan Median *Profitability* BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi dan Persentase BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi

Indikator Kinerja	Mean (Median) Sebelum	Mean (Median) Sesudah	Perubahan Mean (Median)	% Jumlah BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi
ROS	20.74 (15.63)	18.84 (23.97)	-1.89 (8.34)	63
ROA	15.01 (14.12)	9.67 (10.10)	-5.35 (-4.03)	50
ROE	27.22 (23.31)	12.27 (16.50)	-14.95 (-6.82)	50

Dari tabel di atas terlihat bahwa ROA dan ROE mengalami penurunan sedangkan ROS hasilnya masih bervariasi dilihat dari perubahan mean dan mediannya. Mean (median) ROA menurun sebesar -5.35% (-4.03%) dari 15.01% (14.12%) menjadi 9.67% (10.10%). Mean (median) ROE menurun sebesar -14.95% (-6.82%) dari 27.22% (23.31%) menjadi 12.27% (16.50%). Sedangkan untuk ROS, meannya mengalami penurunan sebesar -1.89% dari 20.74% menjadi 18.84% tetapi mediannya mengalami peningkatan sebesar 8.34% dari 15.63% menjadi 23.97%.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan Uji Jenjang Bertanda Wilcoxon (dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$ ,  $5\%$  dan  $10\%$ ) seperti terlihat pada lampiran 6 menunjukkan asymp.Sig (2-tailed) untuk ROS sebesar 1,000. Karena uji Wilcoxon yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi  $1.000/2 = 0,500$ . Nilai probabilitas tersebut ternyata jauh lebih besar dari tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$ ,  $5\%$  maupun  $10\%$ . Dengan demikian,  $H_0$  gagal ditolak, atau ROS sesudah privatisasi memberikan hasil tidak lebih baik (meningkat) dibandingkan dengan sebelum privatisasi. Ini berarti bahwa hipotesis 1.1 tidak didukung. Untuk ROA, asymp.Sig (2-tailed) menunjukkan sebesar 0,263 dan karena yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi  $0,263/2 = 0,131$ . Nilai probabilitas tersebut ternyata lebih besar dari tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$ ,  $5\%$  maupun  $10\%$  sehingga  $H_0$  gagal ditolak, atau ROA sesudah privatisasi memberikan hasil tidak lebih baik (meningkat) dibandingkan dengan sebelum privatisasi. Ini berarti bahwa hipotesis 1.2 tidak didukung. Sedangkan untuk ROE, asymp.Sig (2-tailed) menunjukkan sebesar 0,263 dan karena yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi  $0,263/2 = 0,131$ . Nilai probabilitas tersebut ternyata jauh lebih besar dari tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$ ,  $5\%$  maupun  $10\%$ . Dengan demikian,  $H_0$  gagal ditolak, atau ROE sesudah privatisasi memberikan hasil tidak lebih baik (meningkat) dibandingkan dengan sebelum privatisasi. Ini berarti bahwa hipotesis 1.3 tidak didukung.

Hasil pengujian dengan menggunakan Uji Jenjang Bertanda Wilcoxon juga menunjukkan bahwa BUMN yang mengalami peningkatan ROS sebesar  $63\%$ , yang mengalami peningkatan ROA sebesar  $50\%$  dan yang mengalami peningkatan ROE sebesar  $50\%$ .

### 5.3.1.2 *Leverage*

*Leverage* diukur dengan menggunakan jumlah tenaga kerja. Tabel 5.3 di bawah ini mendeskripsikan perubahan mean dan median *leverage* sebelum dan sesudah privatisasi beserta persentase jumlah BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi.

Tabel 5.3 Mean, Median, Perubahan Mean dan Median *Leverage* BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi dan Persentase BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi

Indikator Kinerja	Mean (Median) Sebelum	Mean (Median) Sesudah	Perubahan Mean (Median)	% Jumlah BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi
LEV	43.22 (51.46)	33.42 (30.39)	-9.80 (-21.07)	88

Dari tabel di atas terlihat bahwa *leverage* mengalami penurunan. Mean (median) *leverage* menurun sebesar -9.80% (-21.07%) dari 43.22% (51.46%) menjadi 33.42% (30.39%).

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan Uji Jenjang Bertanda Wilcoxon (dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$ ,  $5\%$  dan  $10\%$ ) seperti terlihat pada lampiran 6 menunjukkan asymp.Sig (2-tailed) untuk *leverage* sebesar 0,069. Karena uji Wilcoxon yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi  $0,069/2 = 0,034$ . Nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  atau signifikan pada level  $5\%$  ( $0,034 < 0,05$ ). Dengan demikian,  $H_0$  ditolak, atau *leverage* sesudah privatisasi memberikan hasil lebih baik (menurun) dibandingkan dengan sebelum privatisasi. Ini berarti bahwa hipotesis 1.4 berhasil didukung dalam penelitian ini.

Hasil pengujian dengan menggunakan Uji Jenjang Bertanda Wilcoxon juga menunjukkan bahwa BUMN yang mengalami penurunan *leverage* sebesar 88%.

### 5.3.1.3 Output (Real Sales)

Output diukur dengan menggunakan *Real Sales*. Tabel 5.4 di bawah ini mendeskripsikan perubahan mean dan median *Output* sebelum dan sesudah privatisasi beserta persentase jumlah BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi.

Tabel 5.4 Mean, Median, Perubahan Mean dan Median *Output* BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi dan Persentase BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi

Indikator Kinerja	Mean (Median) Sebelum	Mean (Median) Sesudah	Perubahan Mean (Median)	% Jumlah BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi
OUTPUT	0.8578	1.1348	0.2770	88
	0.8574	1.1142	0.2568	

Dari tabel di atas terlihat bahwa OUTPUT mengalami peningkatan. Mean (median) OUTPUT meningkat dari 0.8578 (0.8574) terhadap nilai tahun ke-0 dalam periode sebelum privatisasi menjadi 1.1348 (1.1142) setelah privatisasi.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan Uji Jenjang Bertanda Wilcoxon (dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$ ,  $5\%$  dan  $10\%$ ) seperti terlihat pada lampiran 6 menunjukkan asymp.Sig (2-tailed) untuk output sebesar 0,017. Karena uji Wilcoxon yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi  $0,017/2 = 0,0085$ . Nilai probabilitas tersebut ternyata jauh dibawah tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$  atau signifikan pada level  $1\%$  ( $0,0085 < 0,01$ ). Dengan demikian,  $H_0$  ditolak, atau OUTPUT sesudah privatisasi memberikan hasil lebih baik (meningkat) dibandingkan dengan sebelum privatisasi. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis 1.5 berhasil didukung dalam penelitian ini.

Hasil pengujian dengan menggunakan Uji Jenjang Bertanda Wilcoxon juga menunjukkan bahwa BUMN yang mengalami peningkatan OUTPUT sebesar 88%.

### 5.3.1.4 Operating Efficiency

*Operating efficiency* diukur dengan menggunakan dua rasio yaitu *sales efficiency* (SEFF) dan *net income efficiency* (NIEFF). Tabel 5.5 di bawah ini mendeskripsikan perubahan mean dan median *operating efficiency* sebelum dan sesudah privatisasi beserta persentase jumlah BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi.

Tabel 5.5 Mean, Median, Perubahan Mean dan Median *Operating Efficiency* BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi dan Persentase BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi

Indikator Kinerja	Mean (Median) Sebelum	Mean (Median) Sesudah	Perubahan Mean (Median)	% Jumlah BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi
SEFF	0.7821 (0.8184)	1.0543 (0.9963)	0.2722 (0.1779)	100
NIEFF	0.8182 (0.7816)	1.0096 (1.0449)	0.1914 (0.2633)	63

Dari tabel di atas terlihat bahwa SEFF dan NIEFF mengalami peningkatan dilihat dari perubahan mean dan mediannya. Mean (median) SEFF meningkat sebesar 0.2722 (0.1779) dari 0.781 (0.8184) terhadap nilai tahun ke-0 dalam periode sebelum privatisasi menjadi 1.0543 (0.9963) setelah privatisasi. Sedangkan untuk NIEFF mean (median) juga mengalami peningkatan sebesar 0.1914 (0.2633) dari 0.8182 (0.7816) terhadap nilai tahun ke-0 dalam periode sebelum privatisasi menjadi 1.0096 (1.0449) setelah privatisasi.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan Uji Jenjang Bertanda Wilcoxon (dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$ ,  $5\%$  dan  $10\%$ ) seperti terlihat pada lampiran 6 menunjukkan bahwa *asympt.Sig (2-tailed)* untuk SEFF sebesar 0,012. Karena uji Wilcoxon yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi  $0,012/2 = 0,006$ . Nilai probabilitas tersebut ternyata jauh dibawah tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$  atau signifikan pada level  $1\%$  ( $0,006 < 0,01$ ). Dengan demikian,  $H_0$  ditolak, atau SEFF sesudah privatisasi memberikan hasil

lebih baik (meningkat) dibandingkan dengan sebelum privatisasi. Ini berarti bahwa hipotesis 1.6 berhasil didukung dalam penelitian ini. Untuk NIEFF, asymp.Sig (2-tailed) menunjukkan sebesar 0,575 dan karena yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi  $0,575/2 = 0,2875$ . Nilai probabilitas tersebut ternyata lebih besar dari tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$ ,  $5\%$  maupun  $10\%$ . Dengan demikian,  $H_0$  gagal ditolak atau NIEFF sesudah privatisasi memberikan hasil tidak lebih baik (meningkat) dibandingkan dengan sebelum privatisasi. Ini berarti bahwa hipotesis 1.7 tidak didukung dalam penelitian ini.

Hasil pengujian dengan menggunakan Uji Jenjang Bertanda Wilcoxon juga menunjukkan bahwa BUMN yang mengalami peningkatan SEFF sebesar  $100\%$ , sedangkan yang mengalami peningkatan NIEFF sebesar  $63\%$ .

### 5.3.1.5 *Employment*

*Employment* diukur dengan menggunakan jumlah tenaga kerja. Tabel 5.6 di bawah ini mendeskripsikan perubahan mean dan median *employment* sebelum dan sesudah privatisasi beserta persentase jumlah BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi.

Tabel 5.6 Mean, Median, Perubahan Mean dan Median *Employment* BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi dan Persentase BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi

Indikator Kinerja	Mean (Median) Sebelum	Mean (Median) Sesudah	Perubahan Mean (Median)	% Jumlah BUMN yang mengalami perubahan seperti yang diprediksi
EMPL	8,642.44	7,991.46	(-650.98)	50
	(4,947.09)	(4,246.00)	(-701.09)	

Dari tabel di atas terlihat bahwa *employment* mengalami penurunan. Mean (median) *employment* menurun sebesar  $-650.98$  ( $-701.09$ ) dari  $8,642.44$  ( $4,947.09$ ) menjadi  $7,991.46$  ( $4,246.00$ ).



Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan Uji Jenjang Bertanda Wilcoxon (dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$ ,  $5\%$  dan  $10\%$ ) seperti terlihat pada lampiran 6 menunjukkan bahwa *asympt.Sig (2-tailed)* untuk *employment* sebesar  $0,263$ . Karena uji Wilcoxon yang digunakan adalah uji satu sisi, maka probabilitasnya menjadi  $0,263/2 = 0,131$ . Nilai probabilitas tersebut ternyata jauh lebih besar dari tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$ ,  $5\%$  maupun  $10\%$ . Dengan demikian,  $H_0$  gagal ditolak, atau *employment* sesudah privatisasi tidak memberikan hasil lebih baik (menurun) dibandingkan dengan sebelum privatisasi. Ini berarti bahwa hipotesis 1.8 tidak didukung dalam penelitian ini.

Hasil pengujian dengan menggunakan Uji Jenjang Bertanda Wilcoxon juga menunjukkan bahwa BUMN yang mengalami penurunan *employment* sebesar  $50\%$ .

### 5.3.2 Pengujian Hipotesis Kedua

Pengujian hipotesis kedua untuk melihat pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap perubahan masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang baru diprivatisasi dengan memasukkan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dilakukan dengan bantuan program SPSS versi 11 dimana data dimasukkan dan diolah dengan menggunakan analisis regresi linier berganda dengan tingkat signifikansi konvensional yaitu  $1\%$ ,  $5\%$ , dan  $10\%$  seperti yang dilakukan oleh penelitian-penelitian sebelumnya. Analisis regresi ini mengukur hubungan yang terjadi antara variabel bebas dan variabel terikat. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah persentase perubahan masing-masing indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yaitu perubahan ROS, ROA, ROE, LEV, DIVS, DIVP, OUTPUT, SEFF, NIEFF, dan EMPL, sedangkan yang

menjadi variabel bebas adalah kepemilikan pemerintah (GOVT) dengan memasukkan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (SIZE) dan karakteristik industri (IND).

### 5.3.2.1 Uji Asumsi Klasik

#### 1. Uji Normalitas

Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan uji normalitas data Kolmogorov-Smirnov. Adapun hipotesis dan pengambilan keputusan untuk menentukan data berdistribusi normal atau tidak adalah sebagai berikut:

Hipotesis:

$H_0$  : data berdistribusi normal

$H_a$  : data tidak berdistribusi normal

Pengambilan keputusan:

- Jika probabilitas (Sig.)  $> 0,05$ , maka  $H_0$  diterima.
- Jika probabilitas (Sig.)  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak.

Pada lampiran 7 terlihat bahwa dari delapan model yang digunakan dalam penelitian ini menunjukkan angka sig.nya  $> 0,05$ , maka  $H_0$  diterima, atau distribusi data mengikuti distribusi normal. Angka sig. masing-masing model adalah sebagai berikut: model 1 = 0.098, model 2 = 0.200, model 3 = 0.200, model 4 = 0.200, model 5 = 0.200, model 6 = 0.091, model 7 = 0.200, model 8 = 0.200.

Jika dilihat dengan Plot (grafik) dari delapan model dalam penelitian ini terlihat bahwa:

- Pada grafik NORMAL Q-Q PLOT OF STANDARDIZED RESIDUAL, data menyebar dekat dengan garis lurus, dan data mengikuti alur ke kanan atas.

- Pada grafik DETRENDED NORMAL Q-Q PLOT OF STANDARDIZED RESIDUAL, data tidak membentuk pola tertentu. Dengan tidak adanya sebuah pola tertentu, maka bisa dikatakan distribusi data adalah normal.

## 2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Pada lampiran 7 terlihat bahwa dari delapan model dalam penelitian ini memiliki nilai  $VIF < 10$  yang berarti tidak terjadi multikolinieritas atau *nonmultikolinieritas*, artinya antara variabel independen yang satu dengan yang lain dalam model regresi tidak saling berhubungan secara sempurna atau mendekati sempurna.

## 3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan uji Spearman sebagai tolak ukur ada atau tidak adanya heteroskedastisitas. Adapun hipotesis dan pengambilan keputusan untuk menentukan ada atau tidak adanya heteroskedastisitas adalah sebagai berikut:

Hipotesis:

$H_0$  : Homoskedastisitas atau varians semua variabel adalah konstan (sama)

$H_a$  : Heteroskedastisitas atau varians semua variabel adalah tidak konstan (sama)

Hasil pengujian (output) korelasi antara nilai *standardized predicted* ( $X_i$ ) dengan *standardized residual* ( $e_i$ ) dapat dilihat pada lampiran 7.

Pengambilan keputusan:

- Jika probabilitas (Sig. 2-tailed)  $> \alpha/2=0,025$ , maka  $H_0$  diterima.
- Jika probabilitas (Sig. 2-tailed)  $< \alpha/2=0,025$ , maka  $H_0$  ditolak.

Dengan melihat angka probabilitas, angka pada Sig. (2-tailed) dari delapan model dalam penelitian ini menunjukkan semuanya adalah  $> \alpha/2=0,025$ ,

maka  $H_0$  diterima. Hal ini berarti varians semua variabel yang ada pada model adalah konstan (sama).

Jika dilihat dengan Plot (grafik) dari delapan model dalam penelitian ini terlihat bahwa pola varians dari nilai residu adalah tersebar secara acak dan tidak membentuk suatu pola tertentu yang teratur, hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas pada persamaan regresi.

### 5.3.2.2 Profitability

#### 1. Pengujian Hipotesis 2.1

Pengujian hipotesis 2.1 bertujuan untuk menjawab pertanyaan apakah kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan *Return on Sales* (ROS). Dalam pengujian ini juga dimasukkan variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) dan karakteristik industri (IND) untuk mengontrol kemungkinan adanya pengaruh ukuran perusahaan dan karakteristik industri pada hubungan antara kepemilikan pemerintah dengan perubahan *Return on Sales* (ROS) sehingga dapat diperoleh penjelasan tambahan tentang perubahan *Return on Sales* (ROS) tersebut.

**Tabel 5.7**  
**Koefisien Determinasi ROS**

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,874 <sup>a</sup>	,764	,587	,6347

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: ROS

Dari hasil regresi terlihat bahwa besarnya adjusted  $R^2$  pada tabel 5.7 di atas adalah 0,587. Hal ini berarti bahwa 58,7% variasi ROS bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 41,3% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain.

**Tabel 5.8**  
**ANOVA – Return on Sales (ROS)**

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5,214	3	1,738	4,313	,096 <sup>a</sup>
	Residual	1,612	4	,403		
	Total	6,825	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: ROS

Hasil uji signifikansi simultan (tabel 5.8) menunjukkan bahwa nilai F hitung sebesar 4,313 dengan tingkat signifikansi 0,096 (sig. < 0.10 atau signifikan pada level 10%). Hal ini berarti bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi perubahan ROS.

**Tabel 5.9**  
**Analisis Regresi – Return on Sales (ROS)**  
 $ROS = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-3,547	4,662		-,761	,489
	GOVT	-,964E-02	,028	-,934	-3,390	,028
	SIZE	,858	,368	,883	2,332	,080
	IND	-1,519	,831	-,712	-1,829	,141

a. Dependent Variable: ROS

Dari hasil uji signifikansi parameter individual (uji t) pada tabel 5.9 di atas terlihat bahwa nilai *asympt.Sig* untuk variabel GOVT sebesar 0,028 < 0,05 (signifikan pada level 5%), yang berarti bahwa variabel kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan ROS sehingga Hipotesis 2.1 gagal ditolak. Koefisien regresi GOVT ( $X_1$ ) sebesar 0,0964 dan arahnya negatif, artinya apabila kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin berkurang, maka perubahan ROS BUMN sesudah privatisasi semakin besar. Setiap

pengurangan kepemilikan pemerintah sebesar 1%, akan menyebabkan peningkatan perubahan ROS sebesar 0,096.

Hasil pengujian terhadap variabel kontrol menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan ROS dengan *asympt.Sig* sebesar  $0,080 < 0,10$  (signifikan pada level 10%), tetapi variabel karakteristik industri (IND) ternyata tidak berpengaruh terhadap ROS, hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi *t* sebesar 0,141 yang jauh lebih besar daripada tingkat signifikansi pada level 1%, 5% maupun 10%. Untuk variabel SIZE ( $X_2$ ), koefisien regresi sebesar 0,858 dan arahnya positif, artinya semakin besar perusahaan maka ROS BUMN setelah privatisasi akan mengalami perubahan positif yang semakin besar pula.

## 2. Pengujian Hipotesis 2.2

Pengujian hipotesis 2.2 bertujuan untuk menjawab pertanyaan apakah kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan *Return on Assets* (ROA). Dalam pengujian ini juga dimasukkan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (SIZE) dan karakteristik industri (IND) untuk mengontrol kemungkinan adanya pengaruh ukuran perusahaan dan karakteristik industri pada hubungan antara kepemilikan pemerintah dengan perubahan *Return on Assets* (ROA) sehingga dapat diperoleh penjelasan tambahan tentang perubahan *Return on Assets* (ROA) tersebut.

**Tabel 5.10**  
**Koefisien Determinasi ROA**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,891 <sup>a</sup>	,793	,638	,6414

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: ROA

Dari hasil regresi terlihat bahwa besarnya adjusted  $R^2$  pada tabel 5.10 di atas adalah 0,638. Hal ini berarti bahwa 63,8% variasi ROA bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 36,2% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain.

**Tabel 5.11**  
**ANOVA – Return on Assets (ROA)**

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6,308	3	2,103	5,112	,074 <sup>a</sup>
	Residual	1,645	4	,411		
	Total	7,954	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: ROA

Hasil uji signifikansi simultan (tabel 5.11) menunjukkan bahwa nilai F Hitung sebesar 5,112 dengan tingkat signifikansi 0,074 (sig. < 0.10 atau signifikan pada level 10%). Hal ini berarti bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi perubahan ROS.

**Tabel 5.12**  
**Analisis Regresi – Return on Assets (ROA)**  
 $ROA = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-6,986	4,711		-1,483	,212
	GOVT	-,100	,029	-,902	-3,497	,025
	SIZE	1,127	,372	1,074	3,032	,039
	IND	-2,400	,839	-1,042	-2,860	,046

a. Dependent Variable: ROA

Dari hasil uji signifikansi parameter individual (uji t) pada tabel 5.12 di atas terlihat bahwa nilai *asympt.Sig* untuk variabel GOVT sebesar 0,025 < 0,05 (signifikan pada level 5%), yang berarti bahwa variabel kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan ROA sehingga Hipotesis 2.2 gagal

ditolak. Koefisien regresi GOVT ( $X_1$ ) sebesar 0,100 dan arahnya negatif, artinya apabila kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin berkurang, maka perubahan ROA BUMN sesudah privatisasi semakin besar. Setiap pengurangan kepemilikan pemerintah sebesar 1%, akan menyebabkan peningkatan perubahan ROA sebesar 0,100.

Hasil pengujian terhadap variabel kontrol menunjukkan bahwa baik SIZE maupun IND berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan ROA dengan *asympt.Sig* masing-masing sebesar 0,039 dan 0,046 yang lebih kecil dari 0,05 (signifikan pada level 5%). Untuk variabel SIZE ( $X_2$ ), koefisien regresi sebesar 1,127 dan arahnya positif, artinya semakin besar perusahaan maka ROA BUMN setelah privatisasi akan mengalami perubahan positif yang semakin besar pula. Untuk variabel IND ( $X_3$ ), koefisien regresi sebesar 2,400 dan arahnya negatif, artinya apabila karakteristik industri BUMN adalah teregulasi maka perubahan ROA BUMN setelah privatisasi lebih kecil daripada yang karakteristik industrinya kompetitif.

### 3. Pengujian Hipotesis 2.3

Pengujian hipotesis 2.3 bertujuan untuk menjawab pertanyaan apakah kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan *Return on Equity* (ROE). Dalam pengujian ini juga dimasukkan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (SIZE) dan karakteristik industri (IND) untuk mengontrol kemungkinan adanya pengaruh ukuran perusahaan dan karakteristik industri pada hubungan antara kepemilikan pemerintah dengan perubahan *Return on Equity* (ROE) sehingga dapat diperoleh penjelasan tambahan tentang perubahan *Return on Equity* (ROE) tersebut.



**Tabel 5.13**  
**Koefisien Determinasi ROE**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,853 <sup>a</sup>	,728	,524	,5085

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: ROE

Dari hasil regresi terlihat bahwa besarnya adjusted  $R^2$  pada tabel 5.13 di atas adalah 0,524. Hal ini berarti bahwa 52,4% variasi ROE bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 47,6% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain.

**Tabel 5.14**  
**ANOVA – Return on Equity (ROE)**

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,766	3	,922	3,566	,126 <sup>a</sup>
	Residual	1,034	4	,259		
	Total	3,800	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: ROE

Hasil uji signifikansi simultan (tabel 5.14) menunjukkan bahwa nilai F Hitung sebesar 3,566 dengan tingkat signifikansi 0,126 yang berarti tidak signifikan baik pada level 1%, 5% maupun 10%. Hal ini berarti bahwa model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan ROE.

**Tabel 5.15**  
**Analisis Regresi – Return on Equity (ROE)**  
 $ROE = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-5,232	3,735		-1,401	,234
	GOVT	-6,45E-02	,023	-,838	-2,831	,047
	SIZE	,780	,295	1,075	2,647	,057
	IND	-1,472	,665	-,925	-2,213	,091

a. Dependent Variable: ROE

Dari hasil uji signifikansi parameter individual (uji t) pada tabel 5.15 di atas terlihat bahwa nilai *asympt.Sig* untuk variabel GOVT sebesar  $0,047 < 0,05$  (signifikan pada level 5%), yang berarti bahwa variabel kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan ROE sehingga Hipotesis 2.3 gagal ditolak. Koefisien regresi GOVT ( $X_1$ ) sebesar 0,0645 dan arahnya negatif, artinya apabila kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin berkurang, maka perubahan ROE BUMN sesudah privatisasi semakin besar. Setiap pengurangan kepemilikan pemerintah sebesar 1%, akan menyebabkan peningkatan perubahan ROE sebesar 0,0645.

Hasil pengujian terhadap variabel kontrol menunjukkan bahwa baik SIZE maupun IND berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan ROE dengan *asympt.Sig* masing-masing sebesar 0,057 dan 0,091 yang lebih kecil dari 0,10 (signifikan pada level 10%). Untuk variabel SIZE ( $X_2$ ), koefisien regresi sebesar 0,780 dan arahnya positif, artinya semakin besar perusahaan maka ROE BUMN setelah privatisasi akan mengalami perubahan positif yang semakin besar pula. Untuk variabel IND ( $X_3$ ), koefisien regresi sebesar 1,472 dan arahnya negatif, artinya apabila karakteristik industri BUMN yang diprivatisasi adalah teregulasi

maka perubahan ROE BUMN setelah privatisasi akan lebih kecil daripada yang karakteristik industrinya kompetitif.

### 5.3.2.3 *Leverage*

#### 1. Pengujian Hipotesis 2.4

Pengujian hipotesis 2.4 bertujuan untuk menjawab pertanyaan apakah kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan *Leverage* (LEV). Dalam pengujian ini juga dimasukkan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (SIZE) dan karakteristik industri (IND) untuk mengontrol kemungkinan adanya pengaruh ukuran perusahaan dan karakteristik industri pada hubungan antara kepemilikan pemerintah dengan perubahan *Leverage* (LEV) sehingga dapat diperoleh penjelasan tambahan tentang perubahan *Leverage* (LEV) tersebut.

**Tabel 5.16**  
**Koefisien Determinasi LEV**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,270 <sup>a</sup>	,073	-,622	,6351

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: LEV

Dari hasil regresi terlihat bahwa besarnya adjusted R<sup>2</sup> pada tabel 5.16 di atas bernilai negatif maka nilainya dianggap nol. Hal ini berarti bahwa tidak ada variasi LEV yang dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik.

**Tabel 5.17**  
**ANOVA – Leverage (LEV)**

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,127	3	4,237E-02	,105	,953 <sup>a</sup>
	Residual	1,614	4	,403		
	Total	1,741	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: LEV

Hasil uji signifikansi simultan (tabel 5.17) menunjukkan bahwa nilai F Hitung sebesar 3,566 dengan tingkat signifikansi 0,953 yang berarti tidak signifikan baik pada level 1%, 5% maupun 10%. Hal ini berarti bahwa model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan LEV.

**Tabel 5.18**  
**Analisis Regresi – Leverage (LEV)**  
 $LEV = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,886	4,665		,404	,707
	GOVT	1,044E-02	,028	,200	,367	,732
	SIZE	-,126	,368	-,256	-,342	,750
	IND	5,911E-02	,831	,055	,071	,947

a. Dependent Variable: LEV

Dari hasil uji signifikansi parameter individual (uji t) pada tabel 5.18 di atas terlihat bahwa tidak ada satupun dari variabel bebas yang berpengaruh terhadap LEV.

### 5.3.2.4 OUTPUT (*Real Sales*)

#### 1. Pengujian Hipotesis 2.5

Pengujian hipotesis 2.5 bertujuan untuk menjawab pertanyaan apakah kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan OUTPUT (*Real Sales*). Dalam pengujian ini juga dimasukkan variabel kontrol yaitu ukuran

perusahaan (SIZE) dan karakteristik industri (IND) untuk mengontrol kemungkinan adanya pengaruh ukuran perusahaan dan karakteristik industri pada hubungan antara kepemilikan pemerintah dengan perubahan CUTPUT (*Real Sales*) sehingga dapat diperoleh penjelasan tambahan tentang perubahan OUTPUT (*Real Sales*) tersebut.

**Tabel 5.19**  
**Koefisien Determinasi OUTPUT**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,899 <sup>a</sup>	,807	,663	,1491

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: OUTPUT

Dari hasil regresi terlihat bahwa besarnya adjusted R<sup>2</sup> pada tabel 5.19 di atas adalah 0,663. Hal ini berarti bahwa 66,3% variasi OUTPUT bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 33,7% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain.

**Tabel 5.20**  
**ANOVA – *Real Sales* (OUTPUT)**

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,373	3	,124	5,589	,065 <sup>a</sup>
	Residual	8,889E-02	4	2,222E-02		
	Total	,461	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: OUTPUT

Hasil uji signifikansi simultan (tabel 5.20) menunjukkan menunjukkan bahwa nilai F Hitung sebesar 5,589 dengan tingkat signifikansi 0,065 (sig. < 0.10 atau signifikan pada level 10%). Hal ini berarti bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi perubahan OUTPUT.

**Tabel 5.21**  
**Analisis Regresi – Real Sales (OUTPUT)**  
 $OUTPUT = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3,166	1,095		2,891	,045
	GOVT	-2,39E-02	,007	-,893	-3,588	,023
	SIZE	1,949E-03	,086	,008	,023	,983
	IND	-,271	,195	-,488	-1,387	,238

a. Dependent Variable: OUTPUT

Dari hasil uji signifikansi parameter individual (uji t) pada tabel 5.21 di atas terlihat bahwa nilai *asympt.Sig* untuk variabel GOVT sebesar  $0,023 < 0,05$  (signifikan pada level 5%), yang berarti bahwa variabel kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan OUTPUT sehingga Hipotesis 2.5 gagal ditolak. Koefisien regresi GOVT ( $X_1$ ) sebesar 0,024 dan arahnya negatif, artinya apabila kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin berkurang, maka perubahan OUTPUT BUMN sesudah privatisasi semakin besar. Setiap pengurangan kepemilikan pemerintah sebesar 1%, akan menyebabkan peningkatan perubahan OUTPUT sebesar 0,024.

Hasil pengujian terhadap variabel kontrol menunjukkan bahwa baik SIZE maupun IND tidak berpengaruh terhadap perubahan OUTPUT dengan *asympt.Sig* masing-masing sebesar 0,983 dan 0,238 yang berarti tidak signifikan baik pada level 1%, 5% maupun 10%.

### 5.3.2.5 Operating Efficiency

#### 1. Pengujian Hipotesis 2.6

Pengujian hipotesis 2.6 bertujuan untuk menjawab pertanyaan apakah kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan *Sales Efficiency* (SEFF). Dalam pengujian ini juga dimasukkan variabel kontrol yaitu ukuran

perusahaan (SIZE) dan karakteristik industri (IND) untuk mengontrol kemungkinan adanya pengaruh ukuran perusahaan dan karakteristik industri pada hubungan antara kepemilikan pemerintah dengan perubahan *Sales Efficiency* (SEFF) sehingga dapat diperoleh penjelasan tambahan tentang perubahan *Sales Efficiency* (SEFF) tersebut.

**Tabel 5.22**  
**Koefisien Determinasi SEFF**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,876 <sup>a</sup>	,767	,593	,3659

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: SEFF

Dari hasil regresi terlihat bahwa besarnya adjusted  $R^2$  pada tabel 5.22 di atas adalah 0,593. Hal ini berarti bahwa 59,3% variasi SEFF bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 40,7% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain.

**Tabel 5.23**  
**ANOVA – Sales Efficiency (SEFF)**

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,767	3	,589	4,400	,093 <sup>a</sup>
	Residual	,535	4	,134		
	Total	2,302	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: SEFF

Hasil uji signifikansi simultan (tabel 5.23) menunjukkan bahwa nilai F Hitung sebesar 4,400 dengan tingkat signifikansi 0,093 (sig. < 0.10 atau signifikan pada level 10%). Hal ini berarti bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi perubahan SEFF.

**Tabel 5.24**  
**Analisis Regresi – Sales Efficiency (SEFF)**  
 $SEFF = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,883	2,687		,701	,522
	GOVT	-5,39E-02	,016	-,899	-3,287	,030
	SIZE	,273	,212	,483	1,286	,268
	IND	-1,169	,479	-,944	-2,443	,071

a. Dependent Variable: SEFF

Dari hasil uji signifikansi parameter individual (uji t) pada tabel 5.30 di atas terlihat bahwa nilai *asympt.Sig* untuk variabel GOVT sebesar  $0,030 < 0,05$  (signifikan pada level 5%), yang berarti bahwa variabel kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan SEFF sehingga hipotesis 2.6 gagal ditolak. Koefisien regresi GOVT ( $X_1$ ) sebesar 0,106 dan arahnya negatif, artinya apabila kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin berkurang, maka perubahan SEFF BUMN sesudah privatisasi semakin besar. Setiap pengurangan kepemilikan pemerintah sebesar 1%, akan menyebabkan peningkatan perubahan SEFF sebesar 0,0539.

Hasil pengujian terhadap variabel kontrol menunjukkan bahwa SIZE tidak berpengaruh terhadap perubahan SEFF dengan *asympt.Sig* sebesar 0,268 yang berarti tidak signifikan baik pada level 1%, 5% maupun 10%, namun IND berpengaruh terhadap perubahan SEFF dengan *asympt.Sig* sebesar  $0,071 < 0,10$  (signifikan pada level 10%). Koefisien regresi IND ( $X_3$ ) sebesar 1,169 dan arahnya negatif, artinya apabila karakteristik industri BUMN yang diprivatisasi adalah teregulasi maka perubahan SEFF BUMN setelah privatisasi akan lebih kecil daripada yang karakteristik industrinya kompetitif.



## 2. Pengujian Hipotesis 2.7

Pengujian hipotesis 2.7 bertujuan untuk menjawab pertanyaan apakah kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan *Net Income Efficiency* (NIEFF). Dalam pengujian ini juga dimasukkan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (SIZE) dan karakteristik industri (IND) untuk mengontrol kemungkinan adanya pengaruh ukuran perusahaan dan karakteristik industri pada hubungan antara kepemilikan pemerintah dengan perubahan *Net Income Efficiency* (NIEFF) sehingga dapat diperoleh penjelasan tambahan tentang perubahan *Net Income Efficiency* (NIEFF) tersebut.

**Tabel 5.25**  
**Koefisien Determinasi NIEFF**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,921 <sup>a</sup>	,848	,734	1,0279

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: NIEFF

Dari hasil regresi terlihat bahwa besarnya adjusted  $R^2$  pada tabel 5.25 di atas adalah 0,734. Hal ini berarti bahwa 73,4% variasi NIEFF bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 26,6% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain.

**Tabel 5.26**  
**ANOVA – *Net Income Efficiency* (NIEFF)**

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	23,615	3	7,872	7,450	,041 <sup>a</sup>
	Residual	4,226	4	1,057		
	Total	27,841	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: NIEFF

Hasil uji signifikansi simultan (tabel 5.26) menunjukkan bahwa nilai F Hitung sebesar 7,450 dengan tingkat signifikansi 0,041 (sig. < 0.05 atau signifikan pada level 5%). Hal ini berarti bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi perubahan NIEFF.

**Tabel 5.27**  
**Analisis Regresi – Net Income Efficiency (NIEFF)**  

$$\text{NIEFF} = \beta_0 + \beta_1 \text{GOVT} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{IND} + \varepsilon$$

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-4,673	7,550		-,619	,569
	GOVT	-,212	,046	-,1017	-4,601	,010
	SIZE	1,639	,596	,835	2,751	,051
	IND	-4,120	1,345	-,956	-3,063	,038

a. Dependent Variable: NIEFF

Dari hasil uji signifikansi parameter individual (uji t) pada tabel 5.27 di atas terlihat bahwa nilai *asympt.Sig* untuk variabel GOVT sebesar 0,010 < 0,05 (signifikan pada level 5%), yang berarti bahwa variabel kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan NIEFF sehingga hipotesis 2.7 gagal ditolak. Koefisien regresi GOVT ( $X_1$ ) sebesar 0,212 dan arahnya negatif, artinya apabila kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin berkurang, maka perubahan NIEFF BUMN sesudah privatisasi semakin besar. Setiap pengurangan kepemilikan pemerintah sebesar 1%, akan menyebabkan peningkatan perubahan NIEFF sebesar 0,212.

Hasil pengujian terhadap variabel kontrol menunjukkan bahwa baik SIZE maupun IND berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan NIEFF dengan *asympt.Sig* masing-masing sebesar 0,051 < 0,10 (signifikan pada level 10%) dan 0,038 < 0,05 (signifikan pada level 5%). Untuk variabel SIZE ( $X_2$ ) koefisien

regresi sebesar 1,639 dan arahnya positif artinya semakin besar perusahaan maka NIEFF BUMN setelah privatisasi akan mengalami perubahan positif yang semakin besar pula. Untuk variabel IND ( $X_3$ ) koefisien regresi sebesar 4,120 dan arahnya negatif, artinya apabila karakteristik industri BUMN yang diprivatisasi adalah teregulasi maka perubahan NIEFF BUMN setelah privatisasi akan lebih kecil daripada yang karakteristik industrinya kompetitif.

### 5.3.2.6 *Employment*

#### 1. Pengujian Hipotesis 2.8

Pengujian hipotesis 2.8 bertujuan untuk menjawab pertanyaan apakah kepemilikan pemerintah (GOVT) berpengaruh terhadap perubahan *Employment* (EMPL). Dalam pengujian ini juga dimasukkan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (SIZE) dan karakteristik industri (IND) untuk mengontrol kemungkinan adanya pengaruh ukuran perusahaan dan karakteristik industri pada hubungan antara kepemilikan pemerintah dengan perubahan *Employment* (EMPL) sehingga dapat diperoleh penjelasan tambahan tentang perubahan *Employment* (EMPL) tersebut.

**Tabel 5.28**  
**Koefisien Determinasi EMPL**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,797 <sup>a</sup>	,635	,361	,1629

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: EMPL

Dari hasil regresi terlihat bahwa besarnya adjusted  $R^2$  pada tabel 5.28 di atas adalah 0,361. Hal ini berarti bahwa 36,1% variasi EMPL bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 63,9% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain.

**Tabel 5.29**  
**ANOVA – Employment (EMPL)**

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,184	3	6,148E-02	2,317	,217 <sup>a</sup>
	Residual	,106	4	2,654E-02		
	Total	,291	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: EMPL

Hasil uji signifikansi simultan (tabel 5.29) menunjukkan bahwa nilai F Hitung sebesar 2,317 dengan tingkat signifikansi 0,217 yang berarti tidak signifikan baik pada level 1%, 5% maupun 10%. Hal ini berarti bahwa model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan EMPL.

**Tabel 5.30**  
**Analisis Regresi – Employment (EMPL)**  
 $EMPL = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,597	1,196		2,170	,096
	GOVT	1,200E-02	,007	,564	1,645	,175
	SIZE	-,186	,094	-,929	-1,973	,120
	IND	,552	,213	1,253	2,587	,061

a. Dependent Variable: EMPL

Dari hasil uji signifikansi parameter individual (uji t) pada tabel 5.30 di atas terlihat bahwa nilai *asympt.Sig* untuk variabel GOVT sebesar 0,175 (tidak signifikan baik pada level 1%, 5% maupun 10%) yang berarti bahwa kepemilikan pemerintah (GOVT) tidak berpengaruh terhadap perubahan EMPL sehingga hipotesis 2.8 ditolak.

Hasil pengujian terhadap variabel kontrol menunjukkan bahwa SIZE tidak berpengaruh terhadap perubahan EMPL dengan *asympt.Sig* sebesar 0,120 yang

berarti tidak signifikan baik pada level 1%, 5% maupun 10%, namun IND berpengaruh terhadap perubahan EMPL dengan *asympt.Sig* sebesar  $0,061 < 0,10$  (signifikan pada level 10%). Koefisien regresi IND ( $X_3$ ) sebesar 0,552 dan arahnya positif, artinya apabila karakteristik industri BUMN yang diprivatisasi adalah teregulasi maka penggunaan tenaga kerjanya (EMPL) setelah privatisasi lebih besar daripada yang karakteristik industrinya kompetitif.



## BAB 6

### PEMBAHASAN

Setelah melakukan analisis untuk menguji hipotesis pada bab 5 maka dalam bab ini akan dilakukan pembahasan atas hasil yang diperoleh sesuai dengan rumusan masalah yang diajukan yaitu rumusan masalah pertama dan rumusan masalah kedua.

#### 6.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis Pertama

Rangkuman hasil terhadap pengujian hipotesis pertama bisa dilihat pada tabel 6.1 di bawah ini.

Tabel 6.1 Rangkuman Hasil Pengujian Hipotesis Pertama

Varabel	N	Mean Sebelum (Median)	Mean Setelah (Median)	Perubahan Mean (Median)	Z-Statistik untuk Signifikansi Perbedaan Median (Setelah-Sebelum)	%BUMN yang berubahannya seperti yang diprediksi
<b><u>PROFITABILITY</u></b>						
Return on Sales (%)	8	20.74 ( 15.63 )	18.84 ( 23.97 )	-1.89 ( 08.34 )	1.000	62.50
Return on Assets (%)	8	15.01 ( 14.12 )	9.67 ( 10.10 )	-5.35 ( - 4.02 )	-1.120	50.00
Return on Equity (%)	8	27.22 ( 23.31 )	12.27 ( 16.50 )	-14.95 ( - 6.81 )	-1.120	50.00
<b><u>LEVERAGE</u></b>						
Debt to Assets (%)	8	43.22 ( 51.46 )	33.42 ( 30.39 )	-9.80 ( - 21.07 )	-1.820**	87.50
<b><u>OUTPUT</u></b>						
Real Sales	8	0.8578 (0.8574)	1.1348 (1.1142)	0.2770 (0.2568)	-2.380**	87.50
<b><u>EFFICIENCY</u></b>						
Sales Efficiency (%)	8	0.7821 (0.8184)	1.0543 (0.9963)	0.2722 (0.1779)	-2.521**	100.00
Net Income Efficiency (%)	8	0.8182 (0.7816)	1.0096 (1.0449)	0.1914 (0.2633)	-0.560	62.50
<b><u>EMPLOYMENT</u></b>						
Employment	8	8642.44 4947.09	7991.46 4246.00	-650.98 -701.09	-1.120	50.00

\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\*\*\* signifikan pada level 10%

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pertama seperti yang tertera pada tabel 6.1 di atas menunjukkan bahwa:

### 1. Perubahan *Profitability*

*Profitability* dalam penelitian ini diukur dengan tiga rasio yaitu *return on sales* (ROS), *return on assets* (ROA), dan *return on equity* (ROE). Berkaitan dengan *return on sales* (ROS), mean ROS turun sebesar 1,89% tetapi mediannya menunjukkan peningkatan sebesar 8,34%. Dari hasil pengujian dengan menggunakan uji jenjang bertanda Wilcoxon menunjukkan bahwa perubahan ROS tidak signifikan (Hipotesis 1.1 tidak didukung) dan jumlah BUMN yang mengalami peningkatan ROS sebesar 62,50%. Meskipun jumlah BUMN yang mengalami peningkatan ROS cukup besar namun peningkatannya tidak signifikan. Hal ini menunjukkan adanya sedikit peningkatan efektivitas operasi yang dilakukan manajemen dari 62,50% BUMN yang diprivatisasi.

Berkaitan dengan *return on assets* (ROA), baik mean maupun mediannya mengalami penurunan masing-masing sebesar 5,35% dan 4,02%. Dari hasil pengujian dengan menggunakan uji jenjang bertanda Wilcoxon menunjukkan bahwa perubahan ROA tidak signifikan (Hipotesis 1.2 tidak didukung) dan jumlah BUMN yang mengalami peningkatan ROA sebesar 50%. Hal ini berarti bahwa sebagian dari sampel mengalami peningkatan ROA dan sebagian justru mengalami penurunan. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa ada penurunan efektivitas pemanfaatan sumber ekonomi yang ada (aset perusahaan) untuk meningkatkan laba perusahaan yang dilakukan oleh manajemen setelah privatisasi.

Berkaitan dengan *return on equity* (ROE), baik mean maupun mediannya mengalami penurunan masing-masing sebesar 14,95% dan 6,81%.

Dari hasil pengujian dengan menggunakan uji jenjang bertanda Wilcoxon menunjukkan bahwa perubahan ROE tidak signifikan (Hipotesis 1.3 tidak didukung) dan jumlah BUMN yang mengalami peningkatan ROE sebesar 50%. Hal ini berarti bahwa sebagian dari sampel mengalami peningkatan ROE dan sebagian justru mengalami penurunan. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa ada penurunan efektivitas pemanfaatan modal sendiri (*equity*) untuk meningkatkan laba perusahaan yang dilakukan manajemen setelah privatisasi.

Dari uraian di atas menunjukkan bahwa ketiga ukuran *profitability* tersebut tidak ada satupun yang mengalami perubahan yang signifikan, bahkan ROA dan ROE justru mengalami penurunan. Hasil ini tidak sesuai dengan harapan dan prediksi bahwa *profitability* akan meningkat setelah privatisasi. Hasil ini juga tidak sejalan dengan tujuan dilaksanakannya privatisasi dan tidak berhasil memenuhi harapan pemerintah untuk meningkatkan profitabilitas BUMN. Sehingga dari hasil tersebut menunjukkan bahwa privatisasi di Indonesia tidak cukup efektif untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan. Menurut Yarrow dalam Boubakri & Cosset (1999), dengan hadirnya swasta dalam kepemilikan BUMN yang diprivatisasi maka profitabilitas seharusnya meningkat karena pemegang saham berharap perusahaan akan memaksimalkan profit sehingga para manajer BUMN yang diprivatisasi seharusnya menaruh perhatian yang lebih besar terhadap tujuan profit. Selain itu juga karena dengan menjadi *go public* maka akan terjadi peningkatan pengawasan oleh publik terhadap manajemen BUMN yang diprivatisasi. Salah satu alasan yang mungkin dari penurunan ini adalah pada umumnya manajemen berupaya untuk memanipulasi kinerja yang dilaporkannya sebelum dan pada saat penawaran untuk memberikan kesan positif agar saham yang



ditawarkannya direspon secara positif oleh pasar. Selain itu, alasan lainnya yang mungkin adalah adanya inefisiensi perusahaan yang berarti manajemen mengalami kegagalan dalam memperbaiki struktur biaya perusahaan. Hal ini karena dari tabel 6.1 di atas terlihat bahwa *output (real sales)* mengalami peningkatan yang signifikan tetapi tidak diimbangi dengan peningkatan laba bersih.

Hasil dari penelitian ini tidak mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan Megginson *et al.* (1994), Boubakri & Cosset (1998), D'Souza & Megginson (1999), Boubakri *et al.* (2001) dimana hasil dari penelitian-penelitian tersebut menunjukkan peningkatan yang signifikan pada *profitability* (ROS dan ROA mengalami peningkatan yang signifikan sedangkan ROE juga meningkat walaupun tidak signifikan).

## 2. Perubahan *Leverage*

*Leverage* dalam penelitian ini diukur dengan rasio total *debt to assets*. Dari tabel di atas nampak bahwa baik mean maupun median *leverage* mengalami penurunan masing-masing sebesar 9,80% dan 21,07%. Dari hasil pengujian dengan menggunakan uji jenjang bertanda Wilcoxon menunjukkan bahwa perubahan *leverage* signifikan pada level 5% (Hipotesis 1.4 didukung) dan jumlah BUMN yang mengalami peningkatan *leverage* sebesar 87,50%. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar sampel mengalami penurunan *leverage* yang signifikan setelah privatisasi. Dengan penurunan *leverage* ini menunjukkan adanya penurunan resiko kerugian dan menunjukkan tingkat keamanan piutang dari kreditur yang dijamin dengan total aset pada BUMN yang diprivatisasi melalui IPO. Hasil ini sesuai dengan harapan dan prediksi bahwa *leverage* akan turun setelah privatisasi. Menurut Megginson *et al.*

(1994), hampir semua pemerintah berharap rasio *leverage* turun setelah privatisasi karena perusahaan-perusahaan publik umumnya mempunyai tingkat hutang yang sangat tinggi karena mereka tidak dapat menjual ekuitas ke para investor swasta dan harus menyandarkan pendanaan pada suntikan modal dari pemerintah dan laba ditahan. Hal senada juga diungkapkan oleh Bradley, Jarrell, dan Kim (1984) seperti yang dikutip oleh Gupta (2002) bahwa setelah privatisasi perusahaan tidak lagi mendapatkan keuntungan dari dana pinjaman pada tingkat bunga yang menguntungkan karena pemerintah telah menarik jaminan hutang sehingga biaya pinjaman akan meningkat, tetapi mereka mempunyai kesempatan untuk mengakses pasar ekuitas, secara domestik dan internasional, oleh karena itu rasio hutang diharapkan turun setelah privatisasi.

Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan Megginson *et al.* (1994), Boubakri & Cosset (1998), D'Souza & Megginson (1999), D'Souza *et al.* (2001 & 2004) dimana hasil dari penelitian-penelitian tersebut juga menunjukkan penurunan yang signifikan pada *leverage*.

### 3. Perubahan Output

Output dalam penelitian ini diukur dengan *real sales* yaitu *net sales* yang diadjust terhadap inflasi (*inflation-adjusted sales*) kemudian dilakukan normalisasi terhadap tahun ke-0 (tahun privatisasi) dimana tahun ke-0 dinormalisasi menjadi sama dengan 1 sehingga data-data pada tahun sebelum dan sesudah privatisasi dinyatakan sebagai fraksi dari output pada tahun privatisasi.

Dari tabel di atas menunjukkan bahwa baik mean maupun median mengalami peningkatan yang signifikan masing-masing sebesar 0,2770 dan

0,2568. Dari hasil pengujian dengan menggunakan uji jenjang bertanda Wilcoxon menunjukkan bahwa perubahan output signifikan pada level 5% (Hipotesis 1.5 berhasil didukung) dan jumlah BUMN yang mengalami peningkatan output sebesar 87,50%. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar sampel mengalami peningkatan output yang signifikan setelah privatisasi. Hasil ini sesuai dengan harapan dan prediksi bahwa output akan meningkat setelah privatisasi. Hampir semua pemerintah yang melakukan privatisasi berharap bahwa output akan meningkat setelah privatisasi karena persaingan meningkat, insentif yang lebih baik dan kesempatan pendanaan yang lebih fleksibel dan ruang lingkup yang lebih besar untuk *entrepreneurial initiative* (Megginson *et al.*, 1994). Dengan adanya kesempatan pendanaan yang fleksibel ini memungkinkan BUMN yang diprivatisasi melakukan perluasan kapasitas produksi untuk meningkatkan penjualan seperti yang dilakukan oleh PT. Semen Gresik yang melakukan perluasan kapasitas produksi dengan membangun pabrik baru di Tuban dan dana untuk memenuhi kebutuhan pembangunan tersebut dilakukan dengan cara menjual saham di bursa saham pada tahun 1991.

Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan Megginson *et al.* (1994), Boubakri & Cosset (1998), D'Souza & Megginson (1999), D'Souza *et al.* (2001 & 2004) dimana hasil dari penelitian-penelitian tersebut juga menunjukkan peningkatan yang signifikan pada output.

#### **4. Perubahan *Operating Efficiency***

*Operating Efficiency* dalam penelitian ini diukur dengan dua rasio yaitu *sales efficiency* dan *net income efficiency*. Dasar yang digunakan untuk

mengukur tingkat efisiensi dalam penelitian ini adalah jumlah karyawan (*number of employee*). *Sales* dan *net income* yang digunakan dalam mengukur rasio ini juga dilakukan pendeblasian dan normalisasi dengan cara yang sama seperti *output* di atas.

Berkaitan dengan *sales efficiency*, baik mean maupun median mengalami peningkatan masing-masing sebesar 0,2722 dan 0,1779. Dari hasil pengujian dengan menggunakan uji jenjang bertanda Wilcoxon menunjukkan bahwa perubahan *sales efficiency* signifikan (Hipotesis 1.6 berhasil didukung) dan jumlah BUMN yang mengalami peningkatan *sales efficiency* sebesar 100%, artinya semua sampel mengalami peningkatan yang signifikan pada *sales efficiency*. Dengan peningkatan *sales efficiency* ini menunjukkan bahwa produktivitas tenaga kerja dalam memberikan sumbangan terhadap penjualan mengalami peningkatan. Hasil ini sesuai dengan harapan dan prediksi bahwa *sales efficiency* akan meningkat setelah privatisasi karena kebijakan pemerintah berkaitan dengan privatisasi terutama dimaksudkan untuk meningkatkan efisiensi operasional dari BUMN (Megginson *et al.*, 1994). Setelah privatisasi perusahaan seharusnya menggunakan sumber daya manusia, keuangan dan teknologi dengan lebih efisien karena tekanan yang lebih besar terhadap tujuan profit dan pengurangan subsidi pemerintah (Kikeris, Nellis dan Shirley; Boycko, Shleifer dan Vishny, dikutip dalam Boubakri & Cosset, 1999).

Berkaitan dengan *net income efficiency*, baik mean maupun median mengalami peningkatan masing-masing sebesar 0,1914 dan 0,2633. Dari hasil pengujian dengan menggunakan uji jenjang bertanda Wilcoxon menunjukkan bahwa perubahan *net income efficiency* tidak signifikan (Hipotesis 1.7 tidak didukung) dan jumlah BUMN yang mengalami peningkatan *net income*

*efficiency* sebesar 62,50%. Walaupun *net income efficiency* mengalami peningkatan namun peningkatan tersebut tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat efisiensi operasi yang dilakukan karyawan yang dikaitkan dengan kontribusinya terhadap laba bersih perusahaan masih belum optimal. Beberapa hal yang perlu segera dilakukan adalah optimalisasi produktivitas karyawan melalui peningkatan kualitas sumber daya manusia dan rasionalisasi karyawan sesuai dengan kebutuhan normal perusahaan.

Untuk *sales efficiency*, hasil ini mendukung penelitian sebelumnya seperti yang disebutkan di atas namun tidak untuk *net income efficiency*. Hal ini karena penelitian-penelitian tersebut di atas membuktikan peningkatan yang signifikan baik *sales efficiency* maupun *net income efficiency* setelah privatisasi.

##### **5. Perubahan *Employment***

*Employment* dalam penelitian ini diukur dengan total jumlah karyawan (*total number of employees*). Dari tabel 6.1 di atas menunjukkan bahwa baik mean maupun median mengalami penurunan sebesar 650,98 dan 701,09. Dari hasil pengujian dengan menggunakan uji jenjang bertanda Wilcoxon menunjukkan bahwa perubahan *employment* tersebut tidak signifikan (Hipotesis 1.8 tidak didukung) dan jumlah BUMN yang mengalami penurunan *employment* sebesar 50%, artinya hanya sebagian saja dari sampel yang melakukan rasionalisasi terhadap karyawannya namun tidak dalam jumlah besar. Hasil ini sudah sesuai prediksi walaupun tidak signifikan. Setelah privatisasi diharapkan tingkat penggunaan tenaga kerja akan turun karena tidak lagi menerima subsidi pemerintah dimana BUMN pada umumnya kelebihan tenaga kerja (*overstaffed*) (Kikeris, Nellis dan Shirley, dikutip dalam Boubakri

& Cosset, 1999). Pendapat senada juga diungkapkan oleh Boycko *et al.* (1996) yang berpendapat bahwa kelebihan tenaga kerja adalah faktor utama dari inefisiensi BUMN. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa sinyalemen yang menyatakan bahwa privatisasi akan menyebabkan PHK massal tidak terbukti karena walaupun terjadi penurunan penggunaan tenaga kerja namun penurunan itu tidak signifikan. Alasan yang mungkin dari penurunan yang tidak signifikan ini adalah pemerintah masih mempertimbangkan dampak negatif terhadap stabilitas sosial akibat dari pengurangan tenaga kerja yang akan mengakibatkan semakin banyaknya pengangguran. Para manajerpun juga enggan untuk mengurangi tenaga kerja yang berlebih karena tekanan politik dimana pemerintah tetap mempertahankan pengaruh yang substansial di BUMN-BUMN yang baru diprivatisasi. Oleh karena itu untuk alasan-alasan kesejahteraan sosial negara, pertimbangan efisiensi seringkali menjadi perhatian kedua dalam menentukan ukuran tenaga kerja (*workforce*) (Megginson & Netter, 2001).

Hasil dari penelitian terdahulu ternyata *inconclusive* dimana Megginson *et al.* (1994), D'Souza *et al.* (2001) menunjukkan peningkatan yang tidak signifikan sedangkan Boubakri & Cosset (1998) menunjukkan peningkatan yang signifikan. D'Souza & Megginson (1999) menunjukkan penurunan yang tidak signifikan sedangkan D'Souza *et al.* (2004) menunjukkan peningkatan dalam rata-rata dan penurunan dalam median yang tidak signifikan.

## 6.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis Kedua

Hasil pengujian terhadap hipotesis kedua secara keseluruhan bisa dilihat pada tabel 6.2 di bawah ini:

Tabel 6.2 Rangkuman Hasil Pengujian Hipotesis Kedua

	Perubahan ROS	Perubahan ROA	Perubahan ROE	Perubahan LEV	Perubahan OUTPUT	Perubahan SEFF	Perubahan NIEFF	Perubahan EMPL
Konstanta	-3.547	-6.986	-5.232	-0.622	3.166	1.883	-4.673	2.597
t hitung	-0.761	-1.483	-1.401	1.886	2.891**	0.701	-0.619	2.170***
GOVT	-0.096	-0.100	-0.065	0.010	-0.024	-0.054	-0.212	0.012
t hitung	-3.390**	-3.497**	-2.831**	0.367	-3.588**	-3.287**	-4.601**	1.645
SIZE	0.858	1.127	0.78	-0.126	0.002	0.273	1.639	-0.186
t hitung	2.332***	3.032**	2.647***	-0.342	0.023	1.286	0.051***	-1.973
IND	-1.519	-2.400	-1.472	0.059	-0.271	-1.169	-4.120	0.552
t hitung	-1.829	-2.860**	-2.213***	0.071	-1.387	-2.443***	-3.063**	2.587***
Adj. R-Square	0.587	0.638	0.524	-0.622	0.663	0.593	0.734	0.361
F-Value	4.313***	5.112***	3.566	0.105	5.589***	4.400***	7.450**	2.317
Observasi	8	8	8	8	8	8	8	8

\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\*\*\* signifikan pada level 10%

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kedua seperti yang tertera pada tabel 6.2 di atas menunjukkan bahwa:

### 1. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Perubahan *Profitability*

Untuk *profitability* yang diukur dengan ROS, tabel 6.2 di atas menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan pada level 5% terhadap perubahan ROS. Dengan demikian hipotesis 2.1 berhasil didukung. Koefisien regresi GOVT ( $X_1$ ) sebesar 0,0964 dan arahnya negatif, artinya apabila kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin berkurang, maka perubahan ROS BUMN sesudah privatisasi semakin besar. Setiap pengurangan kepemilikan pemerintah sebesar 1%, akan menyebabkan peningkatan perubahan ROS sebesar 0,096 atau 9,60%. Variabel kontrol ukuran perusahaan juga berpengaruh positif terhadap perubahan ROS pada level 10%, artinya semakin besar perusahaan maka perubahan ROS BUMN setelah privatisasi semakin besar. Untuk karakteristik industri, walaupun memiliki pengaruh bersama-sama dengan variabel lainnya terhadap perubahan ROS tetapi pengaruhnya secara individual tidak signifikan. Koefisien regresi bertanda

negatif mengindikasikan bahwa untuk BUMN yang non kompetitif / *regulated* maka perubahan ROS BUMN setelah privatisasi akan lebih kecil daripada yang kompetitif. Secara keseluruhan, perusahaan yang lebih besar dan kompetitif dengan kepemilikan pemerintah yang lebih kecil lebih baik daripada perusahaan yang didominasi negaranya besar. Dari hasil pengujian terhadap koefisien determinasi menunjukkan bahwa 58,70% variasi ROS bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah bersama-sama dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 41,3% dijelaskan oleh variasi nilai variabel-variabel lain selain kepemilikan pemerintah dan variabel kontrol yang tidak tercantum dalam penelitian ini.

Untuk *profitability* yang diukur dengan ROA, tabel di atas menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan pada level 5% terhadap perubahan ROA. Dengan demikian hipotesis 2.2 berhasil didukung. Koefisien regresi GOVT ( $X_1$ ) sebesar 0,100 dan arahnya negatif, artinya apabila kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin berkurang, maka ROA BUMN sesudah privatisasi semakin meningkat. Setiap pengurangan kepemilikan pemerintah sebesar 1%, akan menyebabkan peningkatan perubahan ROA sebesar 0,100 atau 10%. Variabel kontrol ukuran perusahaan juga berpengaruh positif terhadap perubahan ROA pada level 5%, artinya semakin besar perusahaan maka ROA BUMN setelah privatisasi semakin meningkat. Untuk karakteristik industri, koefisien regresinya bertanda negatif dan signifikan pada level 10%. Hasil ini mengindikasikan bahwa untuk BUMN yang non kompetitif / *regulated* maka perubahan ROA BUMN setelah privatisasi akan lebih kecil daripada yang kompetitif. Secara keseluruhan, perusahaan yang lebih besar dan kompetitif dengan kepemilikan pemerintah



yang lebih kecil lebih baik daripada perusahaan yang dominasi negaranya besar. Dari hasil pengujian terhadap koefisien determinasi menunjukkan bahwa 63,80% variasi ROA bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah bersama-sama dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 36,20% dijelaskan oleh variasi nilai variabel-variabel lain selain kepemilikan pemerintah dan variabel kontrol yang tidak tercantum dalam penelitian ini.

Untuk *profitability* yang diukur dengan ROE, tabel di atas menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan pada level 5% terhadap perubahan ROE. Dengan demikian hipotesis 2.3 berhasil didukung. Koefisien regresi GOVT ( $X_1$ ) sebesar 0,065 dan arahnya negatif, artinya apabila kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin berkurang, maka ROE BUMN sesudah privatisasi semakin meningkat. Setiap pengurangan kepemilikan pemerintah sebesar 1%, akan menyebabkan peningkatan perubahan ROE sebesar 0,065 atau 6,50%. Variabel kontrol ukuran perusahaan juga berpengaruh positif terhadap perubahan ROE pada level 10%, artinya semakin besar perusahaan maka ROE BUMN setelah privatisasi semakin meningkat. Untuk karakteristik industri, koefisien regresinya bertanda negatif dan signifikan pada level 10%. Hasil ini mengindikasikan bahwa untuk BUMN yang non kompetitif / *regulated* maka perubahan ROE BUMN setelah privatisasi akan lebih kecil daripada yang kompetitif. Secara keseluruhan, perusahaan yang lebih besar dan kompetitif dengan kepemilikan pemerintah yang lebih kecil lebih baik daripada perusahaan yang dominasi negaranya besar. Dari hasil pengujian terhadap koefisien determinasi menunjukkan bahwa 52,40% variasi ROE bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah

bersama – sama dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 47,60% dijelaskan oleh variasi nilai variabel-variabel lain selain kepemilikan pemerintah dan variabel kontrol yang tidak tercantum dalam penelitian ini. Akan tetapi model regresi untuk ROE tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan ROE karena nilai F-hitungnya tidak signifikan.

Secara keseluruhan nampak bahwa kepemilikan pemerintah merupakan faktor yang berpengaruh terhadap perubahan ketiga ukuran *profitability*. Hasil ini sejalan dengan pandangan Boycko *et al.* (1996) yang menyatakan bahwa tidak ada manfaat apapun dari keterlibatan pemerintah dalam manajemen BUMN. Mereka menunjukkan bahwa semakin tinggi bagian dari BUMN yang dijual maka semakin rendah kemungkinan dari para politikus untuk melakukan campur tangan secara langsung yang pada akhirnya akan membawa perbaikan kinerja dari perusahaan-perusahaan yang baru diprivatisasi. Pendapat senada juga diungkapkan oleh Claessens (1997) bahwa jika negara mempertahankan kepemilikan mayoritas maka perusahaan akan lebih mungkin untuk menunda restrukturisasi dari mempertahankan penggunaan tenaga kerja yang berlebihan. Temuan ini juga mendukung hasil penelitian empiris D'Souza & Megginson (1999), Boubakri & Cosset (1998), dan Megginson *et al.* (1994) yang melaporkan bahwa semakin berkurang kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin meningkat secara signifikan kinerja BUMN tersebut. Boardman & Vinning (1989) dalam Chen *et al.* (2002) menemukan bahwa perusahaan swasta lebih baik daripada perusahaan yang dimiliki negara maupun perusahaan dengan kepemilikan campuran. Penjelasan atas hasil tersebut adalah adanya konflik antara pemegang saham swasta dan publik dalam perusahaan dengan kepemilikan campuran, yang menghalangi monitoring terhadap

manajemen. Kesenkungannya, privatisasi parsial bisa lebih buruk daripada privatisasi penuh atau meneruskan kepemilikan negara. Privatisasi di Indonesia adalah privatisasi parsial karena pemerintah masih mempertahankan kepemilikan mayoritas pada BUMN yang baru diprivatisasi tersebut sehingga bisa dikatakan hal ini merupakan salah satu penyebab perubahan *profitability* setelah privatisasi pada pengujian hipotesis pertama di atas tidak signifikan dan bahkan justru mengalami penurunan.

Hasil penelitian di atas juga menunjukkan bahwa secara umum *profitability* juga dipengaruhi oleh variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri. Untuk variabel ukuran perusahaan menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap perubahan ketiga ukuran *profitability*. Ini berarti semakin besar perusahaan maka *profitability* BUMN setelah privatisasi semakin meningkat. Hasil ini mendukung pendapat Gibson (2003:176) yang mengatakan bahwa perusahaan yang lebih besar akan mempunyai kemampuan yang lebih besar dan bila dilihat dari nilai asetnya maka menunjukkan gambaran bahwa perusahaan memiliki kekayaan yang bisa dipergunakan untuk dijadikan sebagai modal internal dalam meningkatkan pendapatan. Jumlah aset yang besar juga menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk melakukan investasi pada usaha baru ketika perusahaan memiliki kapasitas yang berlebih. Sedangkan untuk variabel kontrol karakteristik industri menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap *profitability* kecuali untuk ROS yang juga menunjukkan pengaruh negatif tetapi tidak signifikan. Ini berarti bahwa untuk BUMN yang non kompetitif / *regulated* maka perubahan *profitability* BUMN setelah privatisasi akan lebih kecil daripada yang kompetitif. Hasil ini mendukung pendapat Boardman &

Laurin (1996) yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan seperti utilitas yang tidak ditujukan pada disiplin tekanan persaingan akan kurang mendapatkan manfaat dari privatisasi (Boardman & Laurin, dikutip dalam D'Souza *et al.*, 2001).

Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa privatisasi akan lebih mendatangkan manfaat terhadap *profitability* BUMN untuk BUMN yang kepemilikan pemerintah lebih kecil atau saham pemerintah yang dilepas lebih besar, ukuran perusahaan besar (jumlah total asetnya besar) dan karakteristik industrinya kompetitif karena BUMN tersebut akan mengalami perubahan *profitability* yang lebih besar setelah privatisasi.

## 2. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Perubahan *Leverage*

Untuk *leverage* yang diukur dengan *total debt to assets*, tabel di atas menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah dan kedua variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri tidak berpengaruh terhadap perubahan *leverage*. Dengan demikian hipotesis 2.4 tidak berhasil didukung. Temuan ini juga mendukung hasil penelitian empiris D'Souza *et al.* (2001), Wei *et al.* (2003) yang melaporkan bahwa kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap perubahan *leverage*. Dari hasil pengujian terhadap koefisien determinasi menunjukkan nilainya negatif sehingga nilai tersebut dianggap nol. Hal ini berarti bahwa variasi LEV tidak bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah bersama - sama dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri. Hasil ini mengindikasikan bahwa penurunan *leverage* yang signifikan setelah privatisasi pada pengujian hipotesis pertama di atas bukanlah semata-mata disebabkan oleh besar kecilnya kepemilikan pemerintah dalam BUMN yang diprivatisasi tersebut. Penjelasan

yang mungkin dari hasil tersebut adalah karena ditariknya jaminan hutang oleh pemerintah setelah privatisasi sehingga biaya pinjaman akan meningkat dan perusahaan tidak lagi mendapatkan keuntungan dari dana pinjaman pada tingkat bunga yang menguntungkan karena sebelum privatisasi BUMN sering menerima jaminan hutang dari pemerintah baik secara eksplisit maupun implisit dan oleh karenanya dapat meminjam pada biaya yang relatif rendah. Oleh karena itu BUMN yang diprivatisasi akan mengurangi proporsi hutang dalam struktur modalnya karena perusahaan telah mempunyai akses baru pada pasar modal (Megginson *et al.*, 1994).

### 3. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Perubahan Output

Untuk *output* yang diukur dengan *real sales (inflation-adjusted sales)*, tabel di atas menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan pada level 5% terhadap perubahan *output*. Dengan demikian hipotesis 2.5 berhasil didukung. Koefisien regresi GOVT ( $X_1$ ) sebesar 0,024 dan arahnya negatif, artinya apabila kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin berkurang, maka *output* BUMN sesudah privatisasi semakin meningkat. Setiap pengurangan kepemilikan pemerintah sebesar 1%, akan menyebabkan peningkatan perubahan *output* sebesar 0,024. Sedangkan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri, walaupun memiliki pengaruh bersama-sama dengan variabel kepemilikan pemerintah terhadap perubahan *output* tetapi pengaruhnya secara individual tidak signifikan. Koefisien regresi ukuran perusahaan bertanda positif mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih besar akan mengalami peningkatan *output* yang lebih besar karena mereka memiliki sumber daya yang lebih besar untuk bersaing, sedangkan koefisien regresi karakteristik industri bertanda negatif

yang berarti bahwa perusahaan-perusahaan dalam industri non kompetitif / *regulated* mengalami perubahan yang lebih kecil daripada perusahaan-perusahaan dalam industri kompetitif. Hasil ini mendukung pernyataan Boardman & Laurin yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan seperti utilitas tidak dipengaruhi disiplin tekanan persaingan sehingga kurang mendapatkan manfaat dari privatisasi (Boardman & Laurin, dalam D'Souza *et al.*, 2001). Dari hasil pengujian terhadap koefisien determinasi menunjukkan bahwa 66,30% variasi *output* bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah bersama – sama dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 33,70% dijelaskan oleh variasi nilai variabel-variabel lain selain kepemilikan pemerintah dan variabel kontrol yang tidak tercantum dalam penelitian ini.

Dari hasil di atas menunjukkan bahwa faktor yang berpengaruh terhadap perubahan *output* adalah kepemilikan pemerintah. Temuan ini juga mendukung hasil penelitian empiris Wei *et al.* (2003), D'Souza *et al.* (2001 & 2004) yang melaporkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan *output*. Hasil ini mengindikasikan bahwa peningkatan output yang signifikan pada pengujian hipotesis pertama di atas disebabkan karena berkurangnya kepemilikan pemerintah sehingga campur tangan pemerintah juga semakin berkurang dalam operasi perusahaan yang membawa peningkatan ruang lingkup *entrepreneurial initiative* dan meningkatnya persaingan mempengaruhi insentif para manajer karena perusahaan yang tidak efisien akan menghadapi pengurangan pangsa pasar (Megginson *et al.*, 1994). Selain itu dengan pengurangan kepemilikan berarti penyebaran kepemilikan kepada masyarakat semakin meningkat baik pihak

asing maupun dalam negeri sehingga memperoleh akses pendanaan, akses pasar, teknologi serta keterampilan untuk bersaing di tingkat global. Pengurangan saham pemerintah yang disertai dengan penerbitan saham baru akan membawa suntikan kas ke dalam perusahaan; hal ini memberikan tambahan sumber daya bagi para manajer dan memungkinkan ekspansi aktivitas sehingga penjualanpun akan meningkat.

#### **4. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Perubahan *Operating Efficiency***

Untuk *operating efficiency* dalam penelitian ini diukur dengan dua rasio yaitu *sales efficiency* dan *net income efficiency*. Berkaitan dengan *sales efficiency*, tabel di atas menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan pada level 5% terhadap perubahan *sales efficiency*. Dengan demikian hipotesis 2.6 berhasil didukung. Temuan ini juga mendukung hasil penelitian empiris Wei *et al.* (2003) yang melaporkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan *sales efficiency*. Koefisien regresi GOVT ( $X_1$ ) sebesar 0,054 dan arahnya negatif, artinya apabila kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin berkurang, maka *sales efficiency* BUMN sesudah privatisasi semakin meningkat. Setiap pengurangan kepemilikan pemerintah sebesar 1%, akan menyebabkan peningkatan perubahan *sales efficiency* sebesar 0,054 atau 5,40%. Untuk variabel kontrol ukuran perusahaan, walaupun memiliki pengaruh bersama-sama dengan variabel lainnya terhadap perubahan *sales efficiency* tetapi pengaruhnya secara individual tidak signifikan. Koefisien regresi yang bertanda positif mengindikasikan bahwa semakin besar perusahaan maka *sales efficiency* akan semakin meningkat setelah privatisasi. Hal ini karena perusahaan yang lebih besar mempunyai sumber daya yang lebih besar sehingga lebih dapat

beradaptasi, mempunyai kemampuan yang lebih besar untuk membuat keputusan-keputusan strategis dan cenderung mempunyai kinerja yang lebih tinggi (Tan/Litschert, 1994 dikutip dalam Arens & Brouthers, 2001). Untuk karakteristik industri, koefisien regresinya bertanda negatif dan signifikan pada level 10%. Hasil ini mengindikasikan bahwa untuk BUMN yang non kompetitif / *regulated* maka perubahan *sales efficiency* BUMN setelah privatisasi akan lebih kecil bila dibandingkan dengan BUMN yang kompetitif. Hal ini karena keterlibatan pemerintah dan monitoring terhadap perusahaan-perusahaan dalam industri non kompetitif / *regulated* (telekomunikasi, perbankan, dan *utilities*) setelah privatisasi tetap dipertahankan karena untuk kepentingan kesejahteraan sosial (Bös, 1991 dikutip dalam Jelic *et al.*, 2003) sehingga dengan demikian penggunaan tenaga kerja yang berlebih tetap akan dipertahankan. Secara keseluruhan, perusahaan yang lebih besar dan kompetitif dengan kepemilikan pemerintah yang lebih kecil lebih baik daripada perusahaan yang didominasi negaranya besar. Dari hasil pengujian terhadap koefisien determinasi menunjukkan bahwa 59,30% variasi *sales efficiency* bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah bersama – sama dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 40,70% dijelaskan oleh variasi nilai variabel-variabel lain selain kepemilikan pemerintah dan variabel kontrol yang tidak tercantum dalam penelitian ini.

Untuk *operating efficiency* yang diukur dengan *net income efficiency*, tabel di atas menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan pada level 5% terhadap perubahan *sales efficiency*. Dengan demikian hipotesis 2.7 berhasil didukung. Koefisien regresi GOVT ( $X_1$ ) sebesar 0,212 dan arahnya negatif, artinya apabila kepemilikan pemerintah pada BUMN



semakin berkurang, maka *net income efficiency* BUMN sesudah privatisasi semakin meningkat. Setiap pengurangan kepemilikan pemerintah sebesar 1%, akan menyebabkan peningkatan perubahan *sales efficiency* sebesar 0,212 atau 21,20%. Variabel kontrol ukuran perusahaan ternyata berpengaruh positif signifikan terhadap perubahan *net income efficiency*, yang berarti bahwa semakin besar perusahaan maka *net income efficiency* akan semakin meningkat setelah privatisasi karena perusahaan yang lebih besar mempunyai sumber daya yang lebih besar sehingga lebih dapat beradaptasi, mempunyai kemampuan yang lebih besar untuk membuat keputusan-keputusan strategik dan cenderung mempunyai kinerja yang lebih tinggi (Tan/Litschert, 1994 dikutip dalam Arens & Brouthers, 2001). Selain itu perusahaan yang lebih besar lebih memungkinkan untuk mengeksploitasi skala ekonomi, menggunakan para manajer yang lebih terampil dan formalisasi prosedur yang membawa pada kinerja yang lebih baik (Williamson 1967, Sarkar & Sarkar 2000 dalam Jayesh Kumar, 2003). Untuk karakteristik industri, koefisien regresinya bertanda negatif dan signifikan pada level 5%. Hasil ini mengindikasikan bahwa untuk BUMN yang non kompetitif / *regulated* maka perubahan *net income efficiency* BUMN setelah privatisasi akan lebih kecil daripada yang kompetitif. Hal ini karena keterlibatan pemerintah dan monitoring terhadap perusahaan-perusahaan dalam industri non kompetitif / *regulated* (telekomunikasi, perbankan, dan *utilities*) setelah privatisasi tetap dipertahankan karena untuk kepentingan kesejahteraan sosial (Bös, 1991 dikutip dalam Jelic *et al.*, 2003) sehingga dengan demikian penggunaan tenaga kerja yang berlebih tetap akan dipertahankan. Secara keseluruhan, perusahaan yang lebih besar dan kompetitif dengan kepemilikan pemerintah yang lebih kecil lebih baik daripada

perusahaan yang dominasi negaranya besar. Dari hasil pengujian terhadap koefisien determinasi menunjukkan bahwa 73,40% variasi *net income efficiency* bisa dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan pemerintah dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 27,60% dijelaskan oleh variasi nilai variabel-variabel lain selain kepemilikan pemerintah dan variabel kontrol yang tidak tercantum dalam penelitian ini.

Dari hasil di atas menunjukkan bahwa hipotesis 2.6 dan 2.7 yang menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap perubahan *operating efficiency* yang diukur dengan *sales efficiency* dan *net income efficiency* berhasil didukung. Berkaitan dengan *sales efficiency* yang diukur dengan *real sales* / jumlah total karyawan dimana *sales efficiency* dalam pengujian hipotesis pertama mengalami peningkatan yang signifikan menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap perubahan *sales efficiency* lebih pada peningkatan *real sales* seperti yang diuraikan dalam pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap perubahan *output (real sales)* di atas. Hal ini karena perubahan *employment* setelah privatisasi tidak signifikan dan kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap perubahan *employment* seperti tertera dalam tabel di atas. Berkaitan dengan *net income efficiency* yang diukur dengan *real net income* / jumlah total karyawan, kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan *net income efficiency*. Hasil ini mendukung pendapat D'Souza *et al.* (2001) yang menyatakan bahwa tingkat kepemilikan yang dipertahankan oleh negara setelah privatisasi seharusnya mempengaruhi peningkatan efisiensi perusahaan yang baru diprivatisasi karena BUMN sebelum privatisasi mengejar tujuan yang seringkali bertentangan dengan maksimalisasi profit. Hal senada juga

diungkapkan oleh Primiana (2003) yang menyatakan bahwa yang membuat BUMN inefisien, boros, tidak profesional dan sulit berkembang salah satunya adalah peran pemerintah yang terlalu besar. Pernyataan tersebut mendukung hasil dari penelitian ini dimana *net income efficiency* pada pengujian hipotesis pertama di atas mengalami perubahan yang tidak signifikan walaupun ada peningkatan, hal ini karena pemerintah Inodensia masih memegang saham mayoritas sehingga masih mempunyai kendali terhadap BUMN-BUMN yang diprivatisasi tersebut.

Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa privatisasi akan lebih mendatangkan manfaat terhadap *operating efficiency* BUMN untuk BUMN yang kepemilikan pemerintah lebih kecil atau saham pemerintah yang dilepas lebih besar, ukuran perusahaan besar (jumlah total asetnya besar) dan karakteristik industrinya kompetitif karena BUMN tersebut akan mengalami perubahan *operating efficiency* yang lebih besar setelah privatisasi.

##### **5. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Perubahan *Employment***

Untuk *employment* yang diukur dengan total jumlah karyawan, tabel di atas menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh signifikan terhadap perubahan *employment* dengan demikian hipotesis 2.8 tidak berhasil didukung. Meskipun kepemilikan negara tidak berpengaruh signifikan pada penggunaan tenaga kerja namun koefisiennya yang bertanda bertanda positif sesuai dengan pernyataan Kikeris, Nellis dan Shirley yang dikutip dalam Boubakri & Cosset (1999) yaitu setelah privatisasi dimana kepemilikan negara berkurang akan mengakibatkan pengurangan tingkat penggunaan tenaga kerja karena tidak lagi menerima subsidi pemerintah dimana BUMN pada umumnya kelebihan tenaga kerja (*overstaffed*). Variabel kontrol ukuran perusahaan tidak

berpengaruh signifikan terhadap perubahan *employment* tetapi karakteristik industri berpengaruh positif signifikan pada level 10% terhadap perubahan *employment*. Ini berarti BUMN dalam industri non kompetitif / *regulated* akan mengalami perubahan jumlah karyawan yang lebih besar daripada BUMN yang berada dalam industri kompetitif. Hasil ini mendukung pendapat Bos yang menyatakan bahwa BUMN dalam industri non kompetitif / *regulated* pada umumnya memiliki tenaga kerja yang lebih besar karena pemerintah mempunyai insentif untuk memonitor perusahaan tersebut untuk memastikan bahwa keputusan-keputusan manajemen dibuat dalam kesesuaian dengan tujuan-tujuan kesejahteraan sosial (Bos dikutip dalam Chen *et al.*, 2002). Dengan privatisasi maka persaingan meningkat sehingga menuntut pengelola BUMN yang diprivatisasi untuk melakukan efisiensi agar dapat bersaing karena perusahaan yang tidak efisien akan mendorong terjadinya biaya tinggi untuk mengkonsumsi produk perusahaan tersebut dan menghadapi pengurangan pangsa pasar. Dari hasil pengujian terhadap koefisien determinasi menunjukkan bahwa variasi *employment* hanya bisa dijelaskan sebesar 36,10% oleh variasi dari kepemilikan pemerintah dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri dan sisanya 63,90% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain. Akan tetapi model regresi untuk *employment* tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan *employment* karena nilai F-hitungnya tidak signifikan.

### 6.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih banyak keterbatasannya, antara lain:

1. Kompleksitas masalah yang diteliti sehingga kemungkinan adanya pengaruh faktor-faktor lain selain faktor-faktor karakteristik perusahaan (*firm-level*

*specific*) yang digunakan dalam penelitian ini. Faktor-faktor lain yang kemungkinan berpengaruh terhadap perubahan kinerja keuangan dan operasional adalah faktor makro ekonomi dan kualitas tata kelola (*corporate governance*).

2. Observasi data pengamatan yang digunakan sangat terbatas karena jumlah BUMN yang diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) sampai dengan tahun 2002 sangat sedikit, sehingga hasil dari penelitian ini harus diinterpretasikan dengan hati-hati. Hal ini karena ukuran sampel yang kecil akan membatasi kemampuan untuk mengambil kesimpulan dari hasilnya sehingga tidak dapat digeneralisasi untuk semua BUMN yang diprivatisasi di Indonesia.
3. Beberapa sampel dalam penelitian ini memuat fase krisis sehingga hasil dari penelitian ini ada kemungkinan terpengaruh oleh krisis tersebut.
4. Periode pengamatan yang dilakukan hanya jangka pendek yaitu tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah privatisasi dan untuk yang diprivatisasi tahun 2002 menggunakan periode pengamatan yang lebih pendek yaitu dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah privatisasi sehingga kesimpulan yang diambil hanya untuk jangka pendek.

## BAB 7

### PENUTUP

#### 7.1 Kesimpulan

Berdasarkan keseluruhan hasil penelitian, dapat disimpulkan hal-hal sebagai berikut ini yaitu:

1. Pengujian hipotesis pertama dilakukan untuk menguji apakah ada perubahan yang signifikan terhadap indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO). Karena ada delapan indikator kinerja keuangan dan operasional maka hipotesis pertama tersebut diuraikan lebih rinci menjadi delapan sub hipotesis yaitu  $H_{1.1}$ ,  $H_{1.2}$ ,  $H_{1.3}$ ,  $H_{1.4}$ ,  $H_{1.5}$ ,  $H_{1.6}$ ,  $H_{1.7}$  dan  $H_{1.8}$ . Hasil pengujian terhadap delapan sub hipotesis pertama tersebut menyatakan bahwa indikator kinerja keuangan dan operasional yang mengalami perubahan yang signifikan adalah *leverage*, *output*, dan *sales efficiency*, yang berarti bahwa  $H_{1.4}$ ,  $H_{1.5}$ , dan  $H_{1.6}$  berhasil didukung. Ketiga indikator tersebut mengalami perubahan seperti yang diprediksikan yaitu perubahan positif untuk *output* dan *sales efficiency* dan perubahan negatif untuk *leverage*. Untuk indikator yang lainnya perubahannya tidak signifikan walaupun arah perubahannya sudah seperti yang diprediksikan kecuali ROA dan ROE yang mengalami perubahan negatif dimana seharusnya perubahan yang diharapkan adalah positif. Sedangkan untuk ROS hasilnya masih bervariasi bila dilihat dari mean dan mediannya karena dilihat dari meannya ROS juga mengalami perubahan yang negatif tetapi bila dilihat dari mediannya ROS mengalami perubahan yang positif. Dari hasil tersebut

menunjukkan bahwa privatisasi tidak cukup efektif untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan dan *net income efficiency* serta tidak terbukti mengakibatkan pengurangan tenaga kerja seperti yang dikuatirkan oleh masyarakat, para karyawan dan direksi perusahaan yang diprivatisasi. Salah satu alasan yang mungkin dari penurunan *profitability* dan *net income efficiency* adalah pada umumnya manajemen berupaya untuk memanipulasi kinerja yang dilaporkannya sebelum dan pada saat penawaran untuk memberikan kesan positif agar saham yang ditawarkannya direspon secara positif oleh pasar (Sulistyanto, 2003 dikutip dalam Yaumidin, 2003). Selain itu, alasan lainnya yang mungkin adalah adanya inefisiensi perusahaan yang berarti manajemen mengalami kegagalan dalam memperbaiki struktur biaya perusahaan. Hal ini karena *output (real sales)* mengalami peningkatan yang signifikan dan total jumlah karyawan mengalami penurunan meskipun tidak signifikan tetapi tidak diimbangi dengan peningkatan laba bersih. Sedangkan alasan yang mungkin dari penurunan *employment* yang tidak signifikan adalah pemerintah masih mempertimbangkan dampak negatif terhadap stabilitas sosial akibat dari pengurangan tenaga kerja yang akan mengakibatkan semakin banyaknya pengangguran.

2. Hasil dari pengujian hipotesis pertama tersebut tidak mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan Megginson *et al.* (1994), Boubakri & Cosset (1998), D'Souza & Megginson (1999), Boubakri *et al.* (2001) untuk *profitability* dan *net income efficiency* dimana hasil penelitian tersebut menunjukkan peningkatan yang signifikan pada *profitability* (ROS dan ROA mengalami peningkatan yang signifikan sedangkan ROE juga meningkat tetapi tidak signifikan) dan *net income efficiency*. Sedangkan untuk *output, leverage*

dan *sales efficiency* penelitian ini mendukung penelitian tersebut di atas yaitu menunjukkan peningkatan yang signifikan. Untuk *employment*, hasil penelitian ini ternyata tidak mendukung penelitian tersebut dimana Megginson *et al.* (1994) menunjukkan peningkatan yang tidak signifikan, Boubakri & Cosset (1998) menunjukkan peningkatan yang signifikan, D'Souza & Megginson (1999) menunjukkan penurunan yang tidak signifikan sedangkan D'Souza *et al.* (2004) menunjukkan peningkatan dalam rata-rata dan penurunan dalam median yang tidak signifikan

3. Pengujian hipotesis kedua dilakukan untuk menguji pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap perubahan indikator kinerja keuangan dan operasional BUMN yang diprivatisasi melalui metode *Initial Public Offering* (IPO) dengan memasukkan variabel kontrol ukuran perusahaan dan karakteristik industri. Karena ada delapan indikator kinerja keuangan dan operasional maka ada delapan model yang independen sehingga hipotesis kedua diatas dapat diuraikan lebih rinci menjadi delapan sub hipotesis yaitu  $H_{2.1}$ ,  $H_{2.2}$ ,  $H_{2.3}$ ,  $H_{2.4}$ ,  $H_{2.5}$ ,  $H_{2.6}$ ,  $H_{2.7}$  dan  $H_{2.8}$ . Hasil pengujian terhadap delapan sub hipotesis kedua tersebut menyatakan bahwa:

- Kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan *profitability* (ROS, ROA, ROE) yang berarti bahwa  $H_{2.1}$ ,  $H_{2.2}$ ,  $H_{2.3}$  berhasil didukung. Ini berarti bahwa semakin berkurangnya kepemilikan pemerintah maka *profitability* setelah privatisasi semakin meningkat. Menurut Boardman & Vinning (1989) dalam Chen *et al.* (2002) konflik antara pemegang saham swasta dan publik dalam perusahaan dengan kepemilikan campuran, yang menghalangi monitoring terhadap manajemen menyebabkan privatisasi parsial bisa lebih buruk daripada privatisasi penuh



atau meneruskan kepemilikan pemerintah. Sedangkan menurut Boycko *et al.* (1996) semakin tinggi bagian dari BUMN yang dijual maka semakin rendah kemungkinan dari para politikus untuk melakukan campur tangan secara langsung yang pada akhirnya akan membawa perbaikan kinerja dari perusahaan-perusahaan yang baru diprivatisasi. Privatisasi di Indonesia adalah privatisasi parsial karena pemerintah masih mempertahankan kepemilikan mayoritas pada BUMN yang baru diprivatisasi tersebut sehingga bisa dikatakan hal inilah yang menyebabkan perubahan *profitability* setelah privatisasi tidak signifikan dan bahkan justru mengalami penurunan.

- Kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh signifikan terhadap perubahan *leverage* sehingga  $H_{2.4}$  tidak berhasil didukung. Penjelasan yang mungkin dari hasil tersebut adalah karena ditariknya jaminan hutang oleh pemerintah setelah privatisasi sehingga biaya pinjaman akan meningkat dan perusahaan tidak lagi mendapatkan keuntungan dari dana pinjaman pada tingkat bunga yang menguntungkan karena sebelum privatisasi BUMN sering menerima jaminan hutang dari pemerintah baik secara eksplisit maupun implisit dan oleh karenanya dapat meminjam pada biaya yang relatif rendah. Oleh karena itu BUMN yang diprivatisasi akan mengurangi proporsi hutang dalam struktur modalnya karena perusahaan telah mempunyai akses baru pada pasar modal (Megginson *et al.*, 1994).
- Kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan *Output (Real Sales)* sehingga  $H_{2.5}$  berhasil didukung. Ini berarti bahwa semakin berkurangnya kepemilikan pemerintah maka *Output (Real Sales)* setelah privatisasi semakin meningkat. Dengan pengurangan kepemilikan berarti penyebaran kepemilikan kepada masyarakat semakin

meningkat baik pihak asing maupun dalam negeri sehingga memperoleh akses pendanaan, akses pasar, teknologi serta keterampilan untuk bersaing di tingkat global. Selain itu, pengurangan saham pemerintah yang disertai dengan penerbitan saham baru maka ada suntikan kas ke dalam perusahaan; hal ini memberikan tambahan sumber daya bagi para manajer dan memungkinkan ekspansi aktivitas sehingga penjualanpun akan meningkat (Chen *et al.*, 2002).

- Kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan *operating efficiency* (*Sales Efficiency* dan *Net Income Efficiency*), yang berarti bahwa H<sub>2.6</sub>, H<sub>2.7</sub> berhasil didukung. Ini berarti bahwa semakin berkurangnya kepemilikan pemerintah maka *Sales Efficiency* dan *Net Income Efficiency* setelah privatisasi semakin meningkat. Hasil ini mendukung pendapat D'Souza *et al.* (2001) yang menyatakan bahwa tingkat kepemilikan yang dipertahankan oleh pemerintah setelah privatisasi seharusnya mempengaruhi peningkatan efisiensi perusahaan yang baru diprivatisasi karena BUMN sebelum privatisasi mengejar tujuan yang seringkali bertentangan dengan maksimalisasi profit. Hal senada juga diungkapkan oleh Primiana (2003) yang menyatakan bahwa yang membuat BUMN inefisien, boros, tidak profesional dan sulit berkembang salah satunya adalah peran pemerintah yang terlalu besar.
- Kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh signifikan terhadap perubahan *employment* sehingga H<sub>2.8</sub> tidak berhasil didukung. Dengan privatisasi maka persaingan meningkat sehingga menuntut pengelola BUMN yang diprivatisasi untuk melakukan efisiensi agar dapat bersaing karena perusahaan yang tidak efisien akan mendorong terjadinya biaya tinggi untuk

mengonsumsi produk perusahaan tersebut dan menghadapi pengurangan pangsa pasar. Salah satu caranya adalah dengan mengurangi jumlah tenaga kerja sampai pada jumlah normal yang dibutuhkan perusahaan karena BUMN pada umumnya kelebihan tenaga kerja (*overstaffed*).

4. Hasil dari pengujian terhadap hipotesis kedua khususnya  $H_{2.1}$ ,  $H_{2.2}$ ,  $H_{2.3}$ ,  $H_{2.5}$ ,  $H_{2.6}$ ,  $H_{2.7}$  mendukung hasil penelitian empiris D'Souza & Megginson (1999), Boubakri & Cosset (1998) dan Megginson *et al.* (1994) yang melaporkan bahwa semakin berkurangnya kepemilikan pemerintah pada BUMN maka profitabilitas dan efisiensi semakin meningkat secara signifikan. Hasil pengujian terhadap  $H_{2.4}$  konsisten dengan penelitian Wei *et al.* (2003), D'Souza *et al.* (2001) yaitu tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage* dengan koefisiennya yang sama-sama bertanda positif. Sedangkan hasil pengujian terhadap  $H_{2.8}$  tidak konsisten dengan penelitian D'Souza *et al.* (2004) yang melaporkan bahwa kepemilikan negara berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan *employment* (penggunaan tenaga kerja).

## 7.2 Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas maka saran untuk penelitian berikutnya adalah sebagai berikut:

1. Dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas dan efisiensi operasional dan pengaruhnya adalah negatif, oleh karena itu kepemilikan pemerintah pada BUMN sebaiknya dikurangi.
2. Dalam melaksanakan privatisasi hendaknya dilakukan persiapan secara matang baik dari BUMN yang diprivatisasi maupun dari pemerintah dan perlu

dilakukan sosialisasi sebelum dilaksanakan privatisasi sehingga privatisasi tidak menimbulkan resistensi dari pengelola BUMN maupun dari masyarakat sehingga privatisasi bisa membawa hasil seperti yang diharapkan.

3. Untuk penelitian selanjutnya jumlah sampel yang digunakan bisa ditambah dengan memasukkan BUMN yang diprivatisasi pada tahun 2003 karena bila penelitian dilakukan pada tahun 2006 maka BUMN tersebut telah memiliki data minimal dua tahun sesudah privatisasi. Dengan penambahan data tersebut maka hasil yang didapat kemungkinan akan berbeda.
4. Periode kinerja yang dihitung dalam penelitian ini adalah tiga tahun sebelum dan sesudah privatisasi sehingga ada beberapa BUMN yang memuat fase krisis maka dalam penelitian selanjutnya perlu dilakukan penelitian lebih lanjut tentang dampak krisis terhadap kinerja BUMN yang diprivatisasi terutama BUMN yang memuat fase krisis. Selain itu juga perlu digali faktor-faktor lain yang besar kemungkinannya berpengaruh terhadap perubahan kinerja setelah privatisasi misalnya tentang kualitas tata kelola (*corporate governance*), tingkat pertumbuhan *real Gross Domestic Product* (GDP).

## DAFTAR PUSTAKA

- Aminuddin, 2000. Kerangka Dasar dan Arah Privatisasi BUMN di Indonesia. *Yuridika*, Vol. 15, No. 6, Nopember-Desember, hal. 421-436.
- Arens, Patrick, Keith D. Brouthers, 2001. Key Stakeholder Theory and State Owned versus Privatized Firm. *Management International Review*, 41(4), hal. 377-395.
- Ari'in, Johar, 2004. *Analisis Laporan Keuangan Berbasis Komputer*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Bastian, Indra, 2002. *Privatisasi di Indonesia: Teori dan Implementasi*. Edisi 1, Jakarta: Salemba Empat.
- Boubakri, Narjess dan Jean-Claude Cosset, 1998. The Financial and Operating Performance of Newly-Privatized Firms: Evidence From Developing Countries. *Journal of Finance*, 53, hal. 1081-1110.
- Boubakri, Narjess dan Jean-Claude Cosset, 1999. Does Privatization Meet the Expectations? Evidence From African Countries. *Working Paper*, Ecole des HEC, Montreal.
- Boubakri, N., Cosset, J., Guedhami, O., 2001. Liberalization, corporate governance, and the performance of newly privatized firms. *Working Paper*. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Boycko, Maxim, Shleifer, Andrei, Vishny, Robert W., 1996. A Theory of Privatization. *The Economic Journal*, 106, hal. 309-319.
- Chen, Gongmeng, Firth, M., dan Rui, O., 2002. Have China's Enterprise Reforms Led to Improved Efficiency and Profitability? *Working Paper*, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Claessens, Stijn, 1997. Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics. *Journal of Finance*, Vol. LII, No. 4, September.
- Djankov, Simeon & Murrell, Peter, 2002. Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey. *Journal of Economic Literature*, Vol. XL, September, hal. 739-792.
- D'Souza, Juliet dan William L. Megginson, 1999. The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms in the 1990s. *Journal of Finance*, 54, hal. 1397-1438.

- D'Souza, Juliet, William L. Megginson, dan Robert Nash, 2001. Determinants of Performance Improvements in Privatized Firms: The Role of Restructuring and Corporate Governance. *Working Paper*, University of Oklahoma, Norman.
- D'Souza, Juliet, William L. Megginson, dan Robert Nash, 2004. Effect of Institutional and Firm-Specific Characteristics on Post-Privatization Performance: Evidence from Developed Countries. *Working Paper*, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Firmanzah, 2003. Perubahan Organisasi dalam Post-Privatisasi. *Majalah Usahawan*, No. 05, Th XXXII, Mei, 3-10.
- Gibson, Charles H, 2001. *Financial Reporting Analysis: Using Financial Accounting Information*, eighth edition. South Western College Publishing, 153-180.
- Gujarati Damodar, N., 2003. *Basic Econometrics*. Fourth Edition. McGraw-Hill, New York.
- Gupia, Nandini, 2002. Partial Privatization and Firm Performance. *Working Paper*, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Harsono, M., 2002. Prosedur Pengujian Variabel Kontrol dan Moderator Dalam Penelitian Perilaku Dengan Menggunakan SPSS 10.00. Seminar Bulanan Jurusan Manajemen (*unpublished*) Surakarta: FE. UNS.
- Ika, Syahrir dan Agunan P. Samosir, 2002. Analisis Privatisasi BUMN dalam Rangka Pembiayaan APBN. *Kajian Ekonomi dan Keuangan*, vol. 6, No. 4.
- Iqbal, M. Zafar, 2001. *International Accounting: A Global Perspective*.
- Jebarus. Felix, 2000. Strategi Pemberdayaan BUMN: Beberapa Catatan Kritis Privatisasi di Indonesia. *Majalah Usahawan*, No. 02, Th XXIX, Februari, 21-25.
- Jeitic, Ranko, Briston, R., dan Aussenegg, W., 2003. The Choice of Privatization Method and the Financial Performance of Newly Privatized Firms in Transition Economies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(7) & 8, hal. 905-940.
- Jensen, M.C. dan W.H. Meckling, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, hal. 305-360.
- Jusmaliani, Thoha, Mahmud, dan Yaumidin, Umi Karomali, 2003. *Optimalisasi Program Privatisasi*. Jakarta: Pusat Penelitian Ekonomi Lembaga Ilmu Pengetahuan Indonesia.

- Kumar, Jayesh, 2003. Ownership Structure and Corporate Firm Performance. <http://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpfi/0304064.html>
- Kuncoro, Mudrajad, 2003. *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi*. Jakarta: Erlangga.
- Masterplan Reformasi BUMN, 1999. diterbitkan KMN BUMN.
- Megginson, William, Robert Nash, dan Matthias van Randenborgh, 1994. The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 49, hal. 403-452.
- Megginson, W.L., dan J. Netter, 2001. From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39, hal. 321-389.
- Mungkasa, Oswar, 2004. Sekali Lagi Tentang Privatisasi. *Majalah Percik*, Oktober, 17-19.
- Payamta, 2001. Analisis Pengaruh Keputusan Merger dan Akuisisi terhadap Perubahan Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi IV*: 238-261.
- Pranoto, Toto, 2000. Konsep dan Perkembangan Privatisasi BUMN. *Majalah Usahawan*, No. 02, Th XXIX, Februari, 10-20.
- Primiana, Ina, 2003. Menilik Pasal Privatisasi Dalam UU BUMN: Peran Pemerintah Masih Besar. *Pikiran Rakyat Cyber Media*, 31 Mei.
- Purwoko, 2002. Model Privatisasi BUMN yang Mendatangkan Manfaat Bagi Pemerintah dan Masyarakat Indonesia. *Kajian Ekonomi dan Keuangan*, vol. 6, No. 1.
- Sun, Qian, W. Tong dan J. Tong, 2002. How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization Experience. *Journal of Business & Accounting*, 29(1) & (2), hal. 1-27.
- Sun, Qian, dan W. Tong, 2002. Malaysia Privatization: A Comprehensive Study. *Journal of Financial Management*, hal. 79-105.
- Wei, Zuobao, Varela, O., D'Souza, J., Hassan, K., 2003. The Financial and Operating Performance of China's Newly Privatized Firms. *Journal of Financial Management*, vol. 32, hal. 107.
- Yaumidin, Umi Karomah, 2003. *Privatisasi Dalam Sektor Sekunder*. Jakarta: Pusat Penelitian Ekonomi Lembaga Ilmu Pengetahuan Indonesia.
- Yasin, Mahmuddin, 2002a. Privatisasi: Antara Kepentingan Pemerintah, Investor dan Publik. Disampaikan pada Seminar Ekonomi Nasional "Strategi

Privatisasi: Antara Kepentingan Pemerintah, Investor dan Publik” Lembaga Perekonomian Nahdlatul Ulama (LPNU), 28 Februari.

Yasin, Mahmuddin, 2002b. Reformasi BUMN: Upaya Menata Ulang Peran Pemerintah dalam Dunia Usaha. Disampaikan pada Seminar dan Lokakarya Nasional “Strategi Reformasi BUMN” Bisnis Indonesia & FE-UGM, Boulevard Park Plaza Hotel, Jakarta, 27-28 Maret.

Zaroni, 2004. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Asing, dan Pergantian CEO Terhadap Kinerja Keuangan Badan Usaha Milik Negara Sesudah Diprivatisasi. *Simposium Nasional Akuntansi VII*: 209-219.





## Lampiran 1

## Kinerja Keuangan dan Operasional BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi

**Kinerja Keuangan dan Operasional PT. Semen Gresik  
(dalam jutaan rupiah)  
Tahun Privatisasi: 1991**

No.	Data Keuangan dan Operasional	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		1988	1989	1990	1992	1993	1994
1	Total Aktiva	149,213.00	161,397.00	382,296.00	891,530.00	967,646.00	1,006,247.00
2	Total Hutang	13,450.00	15,476.00	81,390.00	209,958.00	277,087.00	285,311.00
3	Modal Sendiri	135,763.00	145,921.00	300,906.00	681,572.00	690,559.00	720,936.00
4	Penjualan Bersih	85,617.00	104,471.00	127,612.00	165,829.00	219,480.00	309,079.00
5	Laba Bersih	1,507.00	12,189.00	165,802.00	79,409.00	48,692.00	54,723.00
6	Tenaga Kerja	1,597.00	1,743.00	1,792.00	1,833.00	2,000.00	2,111.00

**Kinerja Keuangan dan Operasional PT. Indosat  
(dalam jutaan rupiah)  
Tahun Privatisasi: 1994**

No	Data Keuangan dan Operasional	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		1991	1992	1993	1995	1996	1997
1	Total Aktiva	534,886.00	690,390.00	789,128.00	2,003,156.00	2,843,927.00	3,532,466.00
2	Total Hutang	71,313.00	164,513.00	170,244.00	216,474.00	286,504.00	533,379.00
3	Modal Sendiri	463,573.00	525,877.00	618,884.00	1,786,682.00	2,557,423.00	2,999,087.00
4	Pendapatan Usaha	611,042.00	690,971.00	765,185.00	1,044,895.00	1,223,247.00	1,454,892.00
5	Laba Bersih	208,547.00	237,273.00	251,492.00	459,431.00	521,685.00	640,756.00
6	Tenaga Kerja	1,615.00	1,704.00	1,762.00	1,884.00	2,287.00	2,335.00

**Kinerja Keuangan dan Operasional PT. Tambang Timah  
(dalam jutaan rupiah)  
Tahun Privatisasi: 1995**

No.	Data Keuangan dan Operasional	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		1992	1993	1994	1996	1997	1998
1	Total Aktiva	367,885.00	373,527.00	483,645.00	841,821.00	1,150,158.00	1,696,984.00
2	Total Hutang	207,286.00	188,568.00	184,173.00	160,368.00	340,163.00	431,944.00
3	Modal Sendiri	160,599.00	184,959.00	299,472.00	681,453.00	809,995.00	1,265,040.00
4	Penjualan Bersih	351,743.00	319,554.00	433,944.00	607,904.00	691,614.00	2,034,561.00
5	Laba Bersih	35,653.00	23,974.00	120,217.00	156,605.00	177,813.00	518,828.00
6	Tenaga Kerja	10,761.00	8,578.00	7,705.00	5,535.00	5,558.00	5,512.00

**Kinerja Keuangan dan Operasional PT. Telkom  
(dalam jutaan rupiah)  
Tahun Privatisasi: 1995**

No.	Data Keuangan dan Operasional	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		1992	1993	1994	1996	1997	1998
1	Total Aktiva	7,883,579.00	9,220,020.00	11,815,850.00	17,783,199.00	19,967,367.00	23,693,546.00
2	Total Hutang	4,560,340.00	5,411,341.00	7,296,695.00	8,916,210.00	10,328,904.00	13,185,762.00
3	Modal Sendiri	3,323,239.00	3,808,679.00	4,519,155.00	8,866,989.00	9,638,463.00	10,507,784.00
4	Pendapatan Usaha	2,425,862.00	3,072,184.00	4,043,436.00	5,075,799.00	5,909,026.00	6,600,000.00
5	Laba Bersih	302,788.00	500,978.00	794,550.00	1,503,276.00	1,152,100.00	1,168,670.00
6	Tenaga Kerja	39,298.00	39,048.00	42,170.00	40,925.00	37,829.00	38,117.00

**Kinerja Keuangan dan Operasional PT. Aneka Tambang  
(dalam jutaan rupiah)  
Tahun Privatisasi: 1997**

No.	Data Keuangan dan Operasional	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		1994	1995	1996	1998	1999	2000
1	Total Aktiva	663,146.00	660,243.00	723,241.00	1,976,837.00	2,082,469.00	2,516,337.00
2	Total Hutang	415,442.00	376,094.00	418,426.00	600,490.00	611,832.00	766,030.00
3	Modal Sendiri	247,704.00	284,149.00	304,815.00	1,376,347.00	1,470,637.00	1,750,307.00
4	Penjualan Bersih	233,356.00	374,710.00	358,557.00	1,021,911.00	966,145.00	1,566,309.00
5	Laba Bersih	16,492.00	42,522.00	32,624.00	299,356.00	225,188.00	383,155.00
6	Tenaga Kerja	5,033.00	5,466.00	5,454.00	4,859.00	4,708.00	3,798.00

**Kinerja Keuangan dan Operasional PT. Kimia Farma  
(dalam jutaan rupiah)  
Tahun Privatisasi: 2001**

No.	Data Keuangan dan Operasional	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		1998	1999	2000	2002	2003	2004
1	Total Aktiva	643,208.00	701,124.00	964,463.00	1,038,545.00	1,368,145.00	1,173,438.00
2	Total Hutang	459,583.00	454,174.00	424,485.00	361,248.00	614,144.00	358,855.00
3	Modal Sendiri	105,324.00	249,950.00	539,977.00	677,297.00	754,001.00	814,584.00
4	Penjualan Bersih	755,150.00	1,059,115.00	1,517,153.00	1,538,712.00	1,816,384.00	1,925,990.00
5	Laba Bersih	78,302.00	98,246.00	169,819.00	35,408.00	45,494.00	77,755.00
6	Tenaga Kerja	5,604.00	5,610.00	5,150.00	5,480.00	5,575.00	5,604.00

**Kinerja Keuangan dan Operasional PT. Indofarma  
(dalam jutaan rupiah)  
Tahun Privatisasi: 2001**

No.	Data Keuangan dan Operasional	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		1998	1999	2000	2002	2003	2004
1	Total Aktiva	475,684.00	486,390.00	538,173.00	810,028.00	629,217.00	523,923.00
2	Total Hutang	328,671.00	238,803.00	245,606.00	412,039.00	373,712.00	268,258.00
3	Modal Sendiri	147,013.00	247,587.00	292,565.00	390,436.00	248,426.00	255,665.00
4	Penjualan Bersih	254,136.00	392,025.00	493,371.00	687,984.00	498,206.00	689,522.00
5	Laba Bersih	41,065.00	117,010.00	110,291.00	(59,826.00)	(130,562.00)	7,239.00
6	Tenaga Kerja	1,196.00	1,344.00	913.00	1,124.00	1,566.00	1,044.00

**Kinerja Keuangan dan Operasional PT. Tambang Batubara Bukit Asam  
(dalam jutaan rupiah)  
Tahun Privatisasi: 2002**

No.	Data Keuangan dan Operasional	Sebelum IPO		Sesudah IPO	
		2000	2001	2003	2004
1	Total Aktiva	1,658,697.00	1,919,954.00	2,080,608.00	2,385,141.00
2	Total Hutang	519,237.00	604,307.00	678,812.00	686,681.00
3	Modal Sendiri	1,133,923.00	1,306,670.00	1,393,652.00	1,689,263.00
4	Penjualan Bersih	1,708,846.00	2,219,687.00	2,285,038.00	2,614,472.00
5	Laba Bersih	160,444.00	272,223.00	210,390.00	419,802.00
6	Tenaga Kerja	4,643.00	4,510.00	4,031.00	4,043.00

**Lampiran 2**  
**Perhitungan Rasio Indikator Kinerja Keuangan dan Operasional BUMN**

**Perhitungan ROS Sebelum dan Sesudah Privatisasi**

No.	NAMA BUMN	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		- 3	- 2	- 1	+ 1	+ 2	+ 3
1	PT. Semen Gresik	1.76	11.67	129.93	47.89	22.19	17.71
2	PT. Indosat	34.13	34.34	32.87	43.97	42.65	44.04
3	PT. Tambang Timah	10.14	7.50	27.70	25.76	25.71	25.50
4	PT. Telkom	12.48	16.31	19.65	29.62	19.50	17.71
5	PT. Aneka Tambang	7.07	11.35	9.10	29.29	23.31	24.46
6	PT. Kimia Farma	10.37	9.28	11.19	2.30	2.50	4.04
7	PT. Indofarma	16.16	29.85	22.35	-3.70	-26.21	1.05
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam		9.39	12.26	9.21	16.06	

**Perhitungan ROA Sebelum dan Sesudah Privatisasi**

No.	NAMA BUMN	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		- 3	- 2	- 1	+ 1	+ 2	+ 3
1	PT. Semen Gresik	1.01	7.55	43.37	8.91	5.03	5.44
2	PT. Indosat	38.99	34.37	31.87	22.94	18.34	18.14
3	PT. Tambang Timah	9.69	6.42	24.86	18.60	15.46	30.57
4	PT. Telkom	3.84	5.43	6.72	8.45	5.77	4.93
5	PT. Aneka Tambang	2.49	6.44	4.51	15.14	10.81	15.23
6	PT. Kimia Farma	12.17	13.95	17.61	3.41	3.33	6.63
7	PT. Indofarma	8.63	24.06	20.49	-7.39	-20.75	1.38
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam		9.67	14.18	10.11	17.60	

**Perhitungan ROE Sebelum dan Sesudah Privatisasi**

No.	NAMA BUMN	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		- 3	- 2	- 1	+ 1	+ 2	+ 3
1	PT. Semen Gresik	1.11	8.35	55.10	11.65	7.05	7.59
2	PT. Indosat	44.99	45.12	40.64	25.71	20.40	21.37
3	PT. Tambang Timah	22.20	12.96	40.14	22.98	21.95	41.01
4	PT. Telkom	9.11	13.15	17.58	16.95	11.95	11.12
5	PT. Aneka Tambang	6.66	14.96	10.70	21.75	15.31	21.89
6	PT. Kimia Farma	74.34	39.31	31.45	5.23	6.03	9.55
7	PT. Indofarma	27.93	47.26	37.70	-15.32	-52.56	2.83
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam		14.15	20.83	15.10	24.85	

## Perhitungan LEV Sebelum dan Sesudah Privatisasi

No.	NAMA BUMN	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		- 3	- 2	- 1	+ 1	+ 2	+ 3
1	PT. Semen Gresik	9.01	9.59	21.29	23.55	28.64	28.35
2	PT. Indosat	13.33	23.83	21.57	10.81	10.07	15.10
3	PT. Tambang Timah	56.35	50.48	38.08	19.05	29.58	25.45
4	PT. Telkom	57.85	58.69	61.75	50.14	51.73	55.65
5	PT. Aneka Tambang	62.65	56.96	57.85	30.38	29.38	30.44
6	PT. Kimia Farma	71.45	64.50	44.01	34.78	44.89	30.58
7	PT. Indofarma	69.09	49.10	45.64	50.87	59.39	51.20
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam		31.30	31.48	32.63	28.79	

## Perhitungan OUTPUT Sebelum dan Sesudah Privatisasi

No.	NAMA BUMN	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		- 3	- 2	- 1	+ 1	+ 2	+ 3
1	PT. Semen Gresik	0.6976	0.8032	0.8958	1.0128	1.2212	1.5743
2	PT. Indosat	0.8456	0.9112	0.9193	1.0577	1.1630	1.2455
3	PT. Tambang Timah	0.9124	0.7552	0.9387	1.1369	1.1647	1.9292
4	PT. Telkom	0.6190	0.7142	0.8605	0.9338	0.9789	0.6156
5	PT. Aneka Tambang	0.6668	0.9855	0.8857	1.2798	1.1862	1.7579
6	PT. Kimia Farma	0.6731	0.9258	1.2119	0.9924	1.1146	1.1118
7	PT. Indofarma	0.5189	0.7847	0.9027	1.0163	0.7002	0.9117
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam		0.9782	1.1285	1.0048	1.0816	

## Perhitungan SEFF Sebelum dan Sesudah Privatisasi

No.	NAMA BUMN	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		- 3	- 2	- 1	+ 1	+ 2	+ 3
1	PT. Semen Gresik	0.7954	0.8392	0.9103	1.0062	1.1119	1.3580
2	PT. Indosat	0.9540	0.9743	0.9506	1.0229	0.9266	0.9719
3	PT. Tambang Timah	0.3132	0.3252	0.4501	0.7568	0.7741	1.2929
4	PT. Telkom	0.6802	0.7898	0.8811	0.9854	1.1174	0.6974
5	PT. Aneka Tambang	0.6595	0.8975	0.8084	1.3111	1.2543	2.3040
6	PT. Kimia Farma	0.6336	0.8703	1.2414	0.9553	1.0546	1.0466
7	PT. Indofarma	0.4265	0.5739	0.9719	0.8888	0.4395	0.8584
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam		0.8609	1.0224	1.0185	1.0931	

## Perhitungan NIEFF Sebelum dan Sesudah Privatisasi

No.	NAMA BUMN	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		- 3	- 2	- 1	+ 1	+ 2	+ 3
1	PT. Semen Gresik	81.97	659.91	8,447.31	4,128.25	2,217.91	2,373.01
2	PT. Indosat	11,790.65	13,268.98	13,002.73	22,446.55	21,424.71	24,708.60
3	PT. Tambang Timah	315.72	254.61	1,428.27	2,657.42	2,880.63	5,299.94
4	PT. Telkom	734.22	1,168.79	1,724.79	3,450.03	2,742.25	1,726.35
5	PT. Aneka Tambang	299.96	716.07	561.82	3,468.94	4,689.31	7,439.10
6	PT. Kimia Farma	786.73	1,716.93	3,014.13	587.39	776.44	1,305.26
7	PT. Indofarma	1,933.26	8,535.39	11,042.10	-4,838.73	-7,932.73	652.29
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam		3,158.69	43,709.59	53,935.90	60,834.08	

## Perhitungan EMPL Sebelum dan Sesudah Privatisasi

No.	NAMA BUMN	Sebelum IPO			Sesudah IPO		
		- 3	- 2	- 1	+ 1	+ 2	+ 3
1	PT. Semen Gresik	1,597.00	1,743.00	1,792.00	1,833.00	2,000.00	2,111.00
2	PT. Indosat	1,615.00	1,704.00	1,762.00	1,884.00	2,287.00	2,335.00
3	PT. Tambang Timah	10,761.00	8,578.00	7,705.00	5,535.00	5,558.00	5,512.00
4	PT. Telkom	39,298.00	39,048.00	42,170.00	40,925.00	37,829.00	38,117.00
5	PT. Aneka Tambang	5,033.00	5,466.00	5,454.00	4,859.00	4,708.00	4,708.00
6	PT. Kimia Farma	5,604.00	5,610.00	5,150.00	5,480.00	5,575.00	5,604.00
7	PT. Indofarma	1,196.00	1,344.00	913.00	1,124.00	1,566.00	1,044.00
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam		4,643.00	4,510.00	4,031.00	4,043.00	

**Lampiran 3**  
**Kepemilikan Pemerintah, Ukuran Perusahaan dan Karakteristik Industri**

NO	NAMA BUMN	GOVT	SIZE	IND
1	PT. Semen Gresik, Tbk.	73.10	13.40	0
2	PT. Indosat, Tbk.	65.00	14.30	1
3	PT. Timah, Tbk.	65.00	13.53	0
4	PT. Telkom, Tbk.	77.00	16.58	1
5	PT. Aneka Tambang, Tbk.	65.00	14.29	0
6	PT. Kimia Farma, Tbk.	90.02	13.96	0
7	PT. Indofarma, Tbk.	80.66	13.61	0
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk	83.74	14.50	0

Keterangan:

- \* GOVT = Kepemilikan Pemerintah
- \* SIZE = Ukuran perusahaan pada tahun privatisasi
- \* IND = Karakteristik Industri (1 = *regulated*, 0 = *competitive*)



## Lampiran 4

## Perhitungan Perubahan Indikator Kinerja Keuangan dan Operasional BUMN

## Return on Sales (ROS)

NO	NAMA BUMN	Mean	Mean	Perubahan ROS
		Sebelum Privatisasi	Sesudah Privatisasi	
1	PT. Semen Gresik, Tbk.	47.78	29.26	0.61
2	PT. Indosat, Tbk.	33.78	43.55	1.29
3	PT. Telkom, Tbk.	16.15	22.27	1.38
4	PT. Timah, Tbk.	15.11	25.66	1.70
5	PT. Aneka Tambang, Tbk.	9.17	25.69	2.80
6	PT. Kimia Farma, Tbk.	10.28	2.95	0.29
7	PT. Indofarma, Tbk.	22.79	-11.28	-0.50
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk	10.83	12.63	1.17

## Return on Assets (ROA)

NO	NAMA BUMN	Mean	Mean	Perubahan ROA
		Sebelum Privatisasi	Sesudah Privatisasi	
1	PT. Semen Gresik, Tbk.	17.31	6.46	0.37
2	PT. Indosat, Tbk.	35.08	19.81	0.56
3	PT. Telkom, Tbk.	5.33	6.39	1.20
4	PT. Timah, Tbk.	13.66	21.55	1.58
5	PT. Aneka Tambang, Tbk	4.48	13.73	3.06
6	PT. Kimia Farma, Tbk.	14.58	4.45	0.31
7	PT. Indofarma, Tbk.	17.73	-8.92	-0.50
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk	11.93	13.86	1.16

## Return on Equity (ROE)

NO	NAMA BUMN	Mean	Mean	Perubahan ROE
		Sebelum Privatisasi	Sesudah Privatisasi	
1	PT. Semen Gresik, Tbk.	21.52	8.76	0.41
2	PT. Indosat, Tbk.	43.58	22.49	0.52
3	PT. Telkom, Tbk.	13.28	13.34	1.00
4	PT. Timah, Tbk.	25.10	28.65	1.14
5	PT. Aneka Tambang, Tbk.	10.78	19.65	1.82
6	PT. Kimia Farma, Tbk.	48.37	6.94	0.14
7	PT. Indofarma, Tbk.	37.63	-21.68	-0.58
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk	17.49	19.97	1.14

**Debt to Assets (LEVERAGE)**

NO	NAMA BUMN	Mean	Mean	Perubahan Leverage
		Sebelum Privatisasi	Sesudah Privatisasi	
1	PT. Semen Gresik, Tbk.	13.30	26.85	2.02
2	PT. Indosat, Tbk.	19.58	11.99	0.61
3	PT. Telkom, Tbk.	59.43	52.51	0.88
4	PT. Timah, Tbk.	48.30	24.69	0.51
5	PT. Aneka Tambang, Tbk.	59.15	30.07	0.51
6	PT. Kimia Farma, Tbk.	59.99	36.75	0.61
7	PT. Indofarma, Tbk.	54.61	53.82	0.99
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk	31.39	30.71	0.98

**Real Sales (OUTPUT)**

NO	NAMA BUMN	Mean	Mean	Perubahan Output
		Sebelum Privatisasi	Sesudah Privatisasi	
1	PT. Semen Gresik, Tbk.	0.7989	1.2694	1.59
2	PT. Indosat, Tbk.	0.8920	1.1554	1.30
3	PT. Telkom, Tbk.	0.7312	0.8428	1.15
4	PT. Timah, Tbk.	0.8688	1.4102	1.62
5	PT. Aneka Tambang, Tbk.	0.8460	1.4080	1.66
6	PT. Kimia Farma, Tbk.	0.9369	1.0729	1.15
7	PT. Indofarma, Tbk.	0.7354	0.8761	1.19
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk	1.0533	1.0432	0.99

**Sales Efficiency (SEFF)**

NO	NAMA BUMN	Mean	Mean	Perubahan SEFF
		Sebelum Privatisasi	Sesudah Privatisasi	
1	PT. Semen Gresik, Tbk.	0.8483	1.1587	1.37
2	PT. Indosat, Tbk.	0.9596	0.9738	1.01
3	PT. Telkom, Tbk.	0.7837	0.9334	1.19
4	PT. Timah, Tbk.	0.3628	0.9419	2.60
5	PT. Aneka Tambang, Tbk.	0.7885	1.6232	2.06
6	PT. Kimia Farma, Tbk.	0.9151	1.0188	1.11
7	PT. Indofarma, Tbk.	0.6574	0.7289	1.11
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk	0.9416	1.0558	1.12



**Net Income Efficiency (NIEFF)**

NO	NAMA BUMN	Mean	Mean	Perubahan NIEFF
		Sebelum Privatisasi	Sesudah Privatisasi	
1	PT. Semen Gresik, Tbk.	0.7974	0.5968	0.75
2	PT. Indosat, Tbk.	1.0200	1.3351	1.31
3	PT. Telkom, Tbk.	0.7260	1.1884	1.64
4	PT. Timah, Tbk.	0.2251	0.9013	4.00
5	PT. Aneka Tambang, Tbk.	0.4113	2.2972	5.59
6	PT. Kimia Farma, Tbk.	1.3463	0.4276	0.32
7	PT. Indofarma, Tbk.	0.7658	-0.3071	-0.40
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk	1.2536	1.6371	1.31

**Employment (EMPL)**

NO	NAMA BUMN	Mean	Mean	Perubahan EMPL
		Sebelum Privatisasi	Sesudah Privatisasi	
1	PT. Semen Gresik, Tbk.	1759.33	1981.33	1.13
2	PT. Indosat, Tbk.	1693.67	2168.67	1.28
3	PT. Telkom, Tbk.	40172.00	38957.00	0.97
4	PT. Timah, Tbk.	9014.67	5535.00	0.61
5	PT. Aneka Tambang, Tbk.	5317.67	4455.00	0.84
6	PT. Kimia Farma, Tbk.	5454.67	5553.00	1.02
7	PT. Indofarma, Tbk.	1151.00	1244.67	1.08
8	PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk	4576.50	4037.00	0.88

**Lampiran 5**  
**Laju Inflasi 1988 - 2004**

<b>Tahun</b>	<b>Laju Inflasi (%)</b>
1988	5.47
1989	5.97
1990	9.53
1991	9.52
1992	4.94
1993	9.77
1994	9.24
1995	8.64
1996	6.47
1997	11.06
1998	77.60
1999	2.00
2000	9.40
2001	12.60
2002	10.00
2003	5.10
2004	6.30

## Lampiran 6

**Hasil Uji Non Parametrik Indikator Kinerja Keuangan dan Operasional  
BUMN yang Baru Diprivatisasi**

**Return on Sales (ROS)**

**Descriptive Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Percentiles		
						25th	50th (Median)	75th
ROS1	8	20,7362	13,6259	9,17	47,78	10,4175	15,6300	31,0325
ROS2	8	18,8413	16,9984	-11,28	43,55	5,3700	23,9650	28,3675

**Wilcoxon Signed Ranks Test**

**Ranks**

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
ROS2 - ROS1	Negative Ranks	3 <sup>a</sup>	6,00	18,00
	Positive Ranks	5 <sup>b</sup>	3,60	18,00
	Ties	0 <sup>c</sup>		
	Total	8		

a. ROS2 < ROS1

b. ROS2 > ROS1

c. ROS1 = ROS2

**Test Statistics<sup>b</sup>**

	ROS2 - ROS1
Z	,000 <sup>a</sup>
Asymp. Sig. (2-tailed)	1,000

a. The sum of negative ranks equals the sum of positive ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

## Return on Assets (ROA)

### Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Percentiles		
						25th	50th (Median)	75th
ROA1.	8	15,0125	9,4986	4,48	35,08	6,9800	14,1200	17,6250
ROA2	8	9,6662	9,7972	-8,92	21,55	4,9350	10,0950	18,3225

### Wilcoxon Signed Ranks Test

#### Ranks

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
ROA2 - ROA1 Negative Ranks	4 <sup>a</sup>	6,50	26,00
Positive Ranks	4 <sup>b</sup>	2,50	10,00
Ties	0 <sup>c</sup>		
Total	8		

a. ROA2 < ROA1

b. ROA2 > ROA1

c. ROA1 = ROA2

#### Test Statistics<sup>b</sup>

	ROA2 - ROA1
Z	-1,120 <sup>a</sup>
Asymp. Sig. (2-tailed)	,263

a. Based on positive ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

## Return on Equity (ROE)

### Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Percentiles		
						25th	50th (Median)	75th
ROE1	8	27,2188	14,2408	10,78	46,37	14,3325	23,3100	42,0925
ROE2	8	12,2650	15,4965	-21,68	28,65	7,3950	16,4950	21,8600

### Wilcoxon Signed Ranks Test

#### Ranks

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
ROE2 - ROE1	Negative Ranks	4 <sup>a</sup>	6,50	26,00
	Positive Ranks	4 <sup>b</sup>	2,50	10,00
	Ties	0 <sup>c</sup>		
	Total	8		

- a. ROE2 < ROE1
- b. ROE2 > ROE1
- c. ROE1 = ROE2

#### Test Statistics<sup>b</sup>

	ROE2 - ROE1
Z	-1,120 <sup>a</sup>
Asymp. Sig. (2-tailed)	,263

- a. Based on positive ranks.
- b. Wilcoxon Signed Ranks Test

**Total Debt to Total Assets (LEVERAGE)****Descriptive Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Percentiles		
						25th	50th (Median)	75th
LEV1	8	43,2188	19,0762	13,30	59,99	22,5325	51,4550	59,3600
LEV2	8	33,4237	14,0858	11,99	53,82	25,2300	30,3900	48,5700

**Wilcoxon Signed Ranks Test****Ranks**

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
LEV2 - LEV1	Negative Ranks	7 <sup>a</sup>	4,43	31,00
	Positive Ranks	1 <sup>b</sup>	5,00	5,00
	Ties	0 <sup>c</sup>		
	Total	8		

a. LEV2 &lt; LEV1

b. LEV2 &gt; LEV1

c. LEV1 = LEV2

**Test Statistics<sup>b</sup>**

	LEV2 - LEV1
Z	-1,820 <sup>a</sup>
Asymp. Sig. (2-tailed)	,069

a. Based on positive ranks

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

**Real Sales (OUTPUT)****Descriptive Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Percentiles		
						25th	50th (Median)	75th
OUTPUT1	8	,8578	,1072	,73	1,05	,7513	,8574	,9257
OUTPUT2	8	1,1348	,2183	,84	1,41	,9179	1,1142	1,3733

**Wilcoxon Signed Ranks Test****Ranks**

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
OUTPUT2 - OUTPUT1 Negative Ranks	1 <sup>a</sup>	1,00	1,00
Positive Ranks	7 <sup>b</sup>	5,00	35,00
Ties	0 <sup>c</sup>		
Total	8		

a. OUTPUT2 &lt; OUTPUT1

b. OUTPUT2 &gt; OUTPUT1

c. OUTPUT1 = OUTPUT2

**Test Statistics<sup>b</sup>**

	OUTPUT2 - OUTPUT1
Z	-2,380 <sup>a</sup>
Asymp. Sig. (2-tailed)	,017

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

**Sales Efficiency (SEFF)****Descriptive Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Percentiles		
						25th	50th (Median)	75th
SEFF1	8	,7821	,1966	,36	,96	,6890	,8184	,9350
SEFF2	8	1,0543	,2606	,73	1,62	,9355	,9963	1,1330

**Wilcoxon Signed Ranks Test****Ranks**

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
SEFF2 - SEFF1	Negative Ranks	0 <sup>a</sup>	,00	,00
	Positive Ranks	8 <sup>b</sup>	4,50	36,00
	Ties	0 <sup>c</sup>		
	Total	8		

a. SEFF2 &lt; SEFF1

b. SEFF2 &gt; SEFF1

c. SEFF1 = SEFF2

**Test Statistics<sup>b</sup>**

	SEFF2 - SEFF1
Z	-2,521 <sup>a</sup>
Asymp. Sig. (2-tailed)	,012

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test



### Net Income Efficiency (NIEFF)

#### Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Percentiles		
						25th	50th (Median)	75th
NIEFF1	8	,8182	,3851	,23	1,35	,4900	,7816	1,1952
NIEFF2	8	1,0096	,7968	-,31	2,30	,4699	1,0449	1,5616

### Wilcoxon Signed Ranks Test

#### Ranks

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
NIEFF2 - NIEFF1	Negative Ranks	3 <sup>a</sup>	4,67	14,00
	Positive Ranks	5 <sup>b</sup>	4,40	22,00
	Ties	0 <sup>c</sup>		
	Total	8		

a. NIEFF2 < NIEFF1

b. NIEFF2 > NIEFF1

c. NIEFF1 = NIEFF2

#### Test Statistics<sup>b</sup>

	NIEFF2 - NIEFF1
Z	-,560 <sup>a</sup>
Asymp. Sig. (2-tailed)	,575

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

**Employment (EMPL)****Descriptive Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Percentiles		
						25th	50th (Median)	75th
EMPL1	8	8642,4387	13004,3061	1151,00	40172,00	1710,0850	4947,0850	8124,6699
EMPL2	8	7991,4587	12618,2123	1244,67	38957,00	2028,1649	4246,0000	5548,5000

**Wilcoxon Signed Ranks Test****Ranks**

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
EMPL2 - EMPL1 Negative Ranks	4 <sup>a</sup>	6,50	26,00
EMPL2 - EMPL1 Positive Ranks	4 <sup>b</sup>	2,50	10,00
EMPL2 - EMPL1 Ties	0 <sup>c</sup>		
EMPL2 - EMPL1 Total	8		

a. EMPL2 &lt; EMPL1

b. EMPL2 &gt; EMPL1

c. EMPL1 = EMPL2

**Test Statistics<sup>b</sup>**

	EMPL2 - EMPL1
Z	-1,120 <sup>a</sup>
Asymp. Sig. (2-tailed)	,263

a. Based on positive ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

## Lampiran 7

### Uji Asumsi Klasik

1. Model 1:  $ROS = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

#### Uji Normalitas Model 1

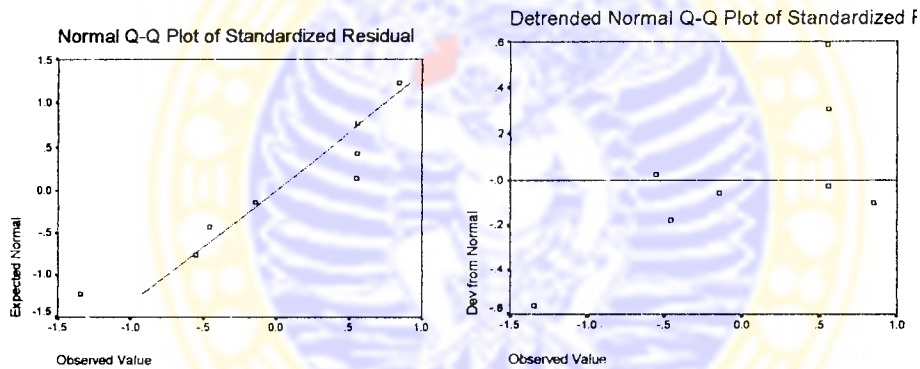
Uji normalitas data Kolmogorov-Smirnov:

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	.267	8	.098	.901	8	.347

a. Lilliefors Significance Correction

#### Plot (grafik) Model 1



#### Uji Multikolinieritas Model 1

Collinieritas Statistics		
Variabel	Tolerance	VIF
GOVT	0.777	1.287
SIZE	0.412	2.427
IND	0.389	2.568

## Uji Heteroskedastisitas Model 1

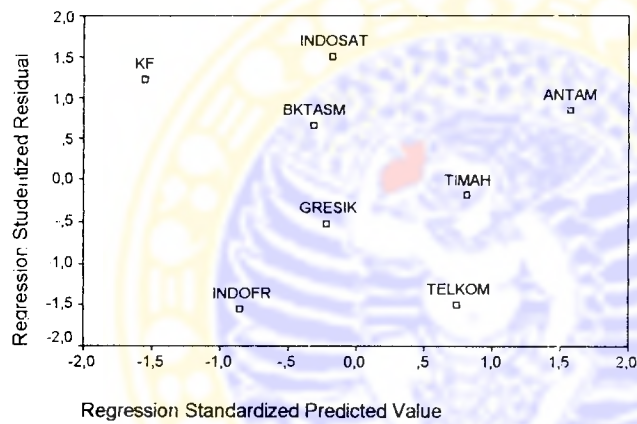
### Nonparametric Correlations

#### Correlations

			Standardized Predicted Value	Standardized Residual
Spearman's rho	Standardized Predicted Value	Correlation Coefficient	1.000	-.048
		Sig. (2-tailed)	.	.911
		N	8	8
	Standardized Residual	Correlation Coefficient	-.048	1.000
		Sig. (2-tailed)	.911	.
		N	8	8

### Scatterplot

Dependent Variable: ROS



2. Model 2:  $ROA = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

**Uji Normalitas Model 2**

Uji normalitas data Kolmogorov-Smirnov:

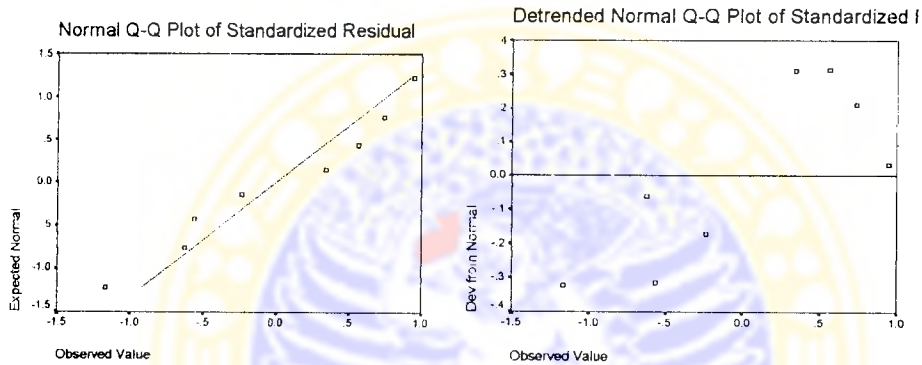
**Tests of Normality**

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	.174	8	.200*	.942	8	.599

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

**Plot (grafik) Model 2**



**Uji Multikolinieritas Model 2**

<b>Collinieritas Statistics</b>		
<b>Variabel</b>	<b>Tolerance</b>	<b>VIF</b>
GOVT	0.777	1.287
SIZE	0.412	2.427
IND	0.389	2.568

## Uji Heteroskedastisitas Model 2

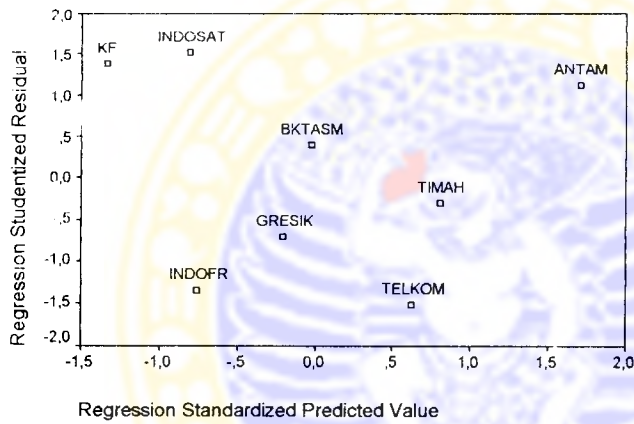
### Nonparametric Correlations

#### Correlations

			Standardized Predicted Value	Standardized Residual
Spearman's rho	Standardized Predicted Value	Correlation Coefficient	1.000	-.095
		Sig. (2-tailed)	.	.823
		N	8	8
	Standardized Residual	Correlation Coefficient	-.095	1.000
		Sig. (2-tailed)	.823	.
		N	8	8

### Scatterplot

Dependent Variable: ROA



3. Model 3:  $ROE = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

**Uji Normalitas Model 3**

Uji normalitas data Kolmogorov-Smirnov:

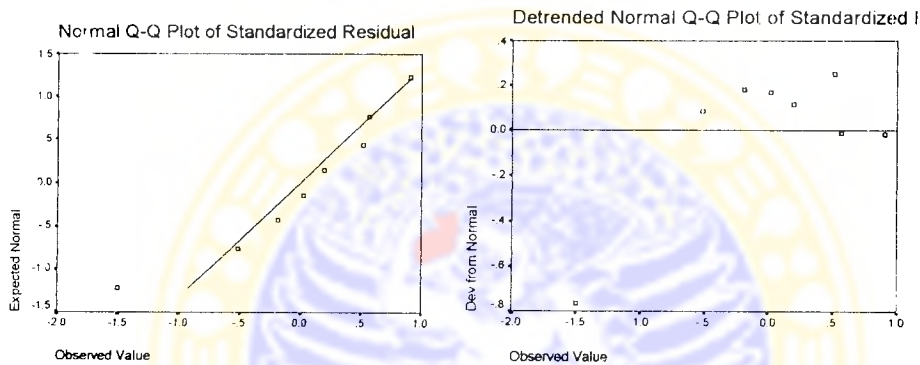
**Tests of Normality**

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	.151	8	.200*	.933	8	.513

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

**Plot (grafik) Model 3**



**Uji Multikolinieritas Model 3**

Collinieritas Statistics		
Variabel	Tolerance	VIF
GOVT	0.777	1.287
SIZE	0.412	2.427
IND	0.389	2.568

### Uji Heteroskedastisitas Model 3

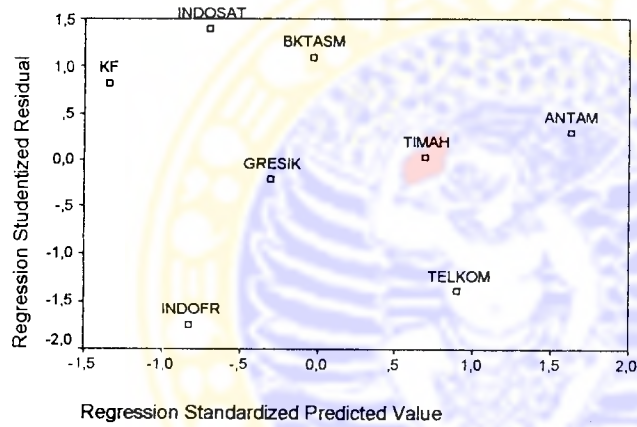
#### Nonparametric Correlations

#### Correlations

		Standardized Predicted Value	Standardized Residual
Spearman's rho	Standardized Predicted Value	1.000	-.119
			.779
	N	8	8
Standardized Residual	Correlation Coefficient	-.119	1.000
	Sig. (2-tailed)	.779	
	N	8	8

#### Scatterplot

Dependent Variable: ROE





4. Model 4:  $LEV = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

**Uji Normalitas Model 4**

Uji normalitas data Kolmogorov-Smirnov:

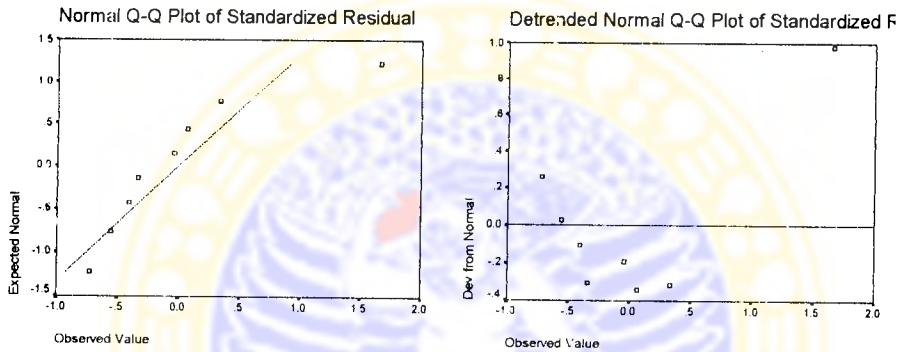
**Tests of Normality**

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	.214	8	.200*	.834	8	.075

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

**Plot (grafik) Model 4**



**Uji Multikolinieritas Model 4**

Collinieritas Statistics		
Variabel	Tolerance	VIF
GOVT	0.777	1.287
SIZE	0.412	2.427
IND	0.389	2.568

### Uji Heteroskedastisitas Model 4

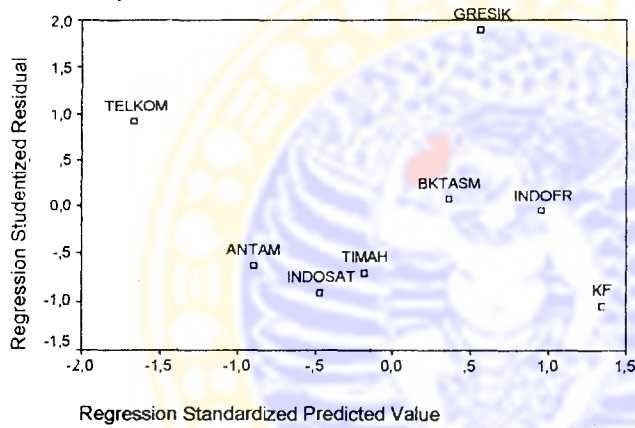
#### Nonparametric Correlations

#### Correlations

			Standardized Predicted Value	Standardized Residual
Spearman's rho	Standardized Predicted Value	Correlation Coefficient	1.000	-.190
		Sig. (2-tailed)	.	.651
		N	8	8
	Standardized Residual	Correlation Coefficient	-.190	1.000
		Sig. (2-tailed)	.651	.
		N	8	8

#### Scatterplot

Dependent Variable: LEV



5. Model 5:  $OUTPUT = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

**Uji Normalitas Model 5**

Uji normalitas data Kolmogorov-Smirnov:

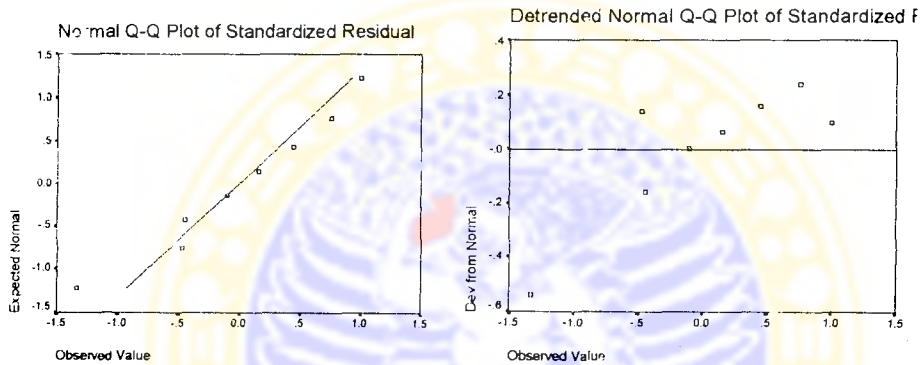
**Tests of Normality**

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	.140	8	.200*	.970	8	.883

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

**Plot (grafik) Model 5**



**Uji Multikolinieritas Model 5**

Collinieritas Statistics		
Variabel	Tolerance	VIF
GOVT	0.777	1.287
SIZE	0.412	2.427
IND	0.389	2.568

### Uji Heteroskedastisitas Model 5

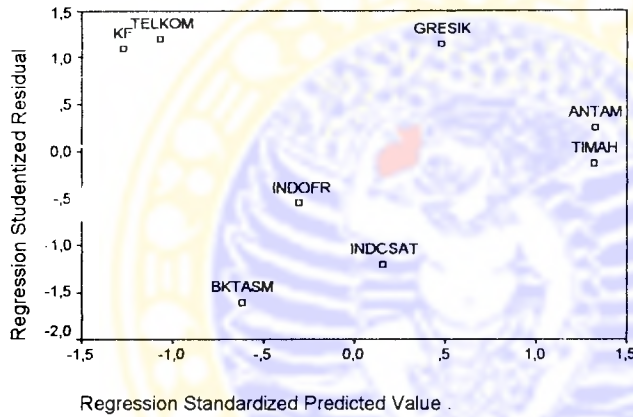
#### Nonparametric Correlations

#### Correlations

			Standardized Predicted Value	Standardized Residual
Spearman's rho	Standardized Predicted Value	Correlation Coefficient	1.000	-.024
		Sig. (2-tailed)	.	.955
		N	8	8
	Standardized Residual	Correlation Coefficient	-.024	1.000
		Sig. (2-tailed)	.955	.
		N	8	8

#### Scatterplot

Dependent Variable: OUTPUT



6. Model 6:  $SEFF = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

**Uji Normalitas Model 6**

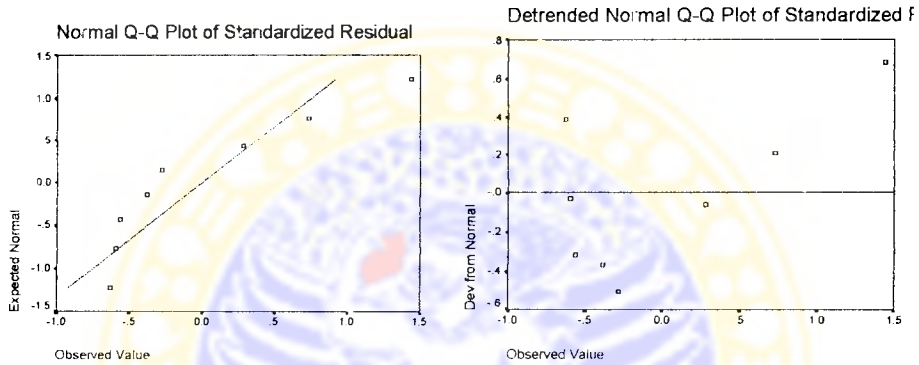
Uji normalitas data Kolmogorov-Smirnov:

**Tests of Normality**

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	.269	8	.091	.837	8	.079

a. Lilliefors Significance Correction

Plot (grafik) Model 6



**Uji Multikolinieritas Model 6**

Collinieritas Statistics		
Variabel	Tolcrance	VIF
GOV	0.777	1.287
SIZE	0.412	2.427
IND	0.389	2.568

## Uji Heteroskedastisitas Model 6

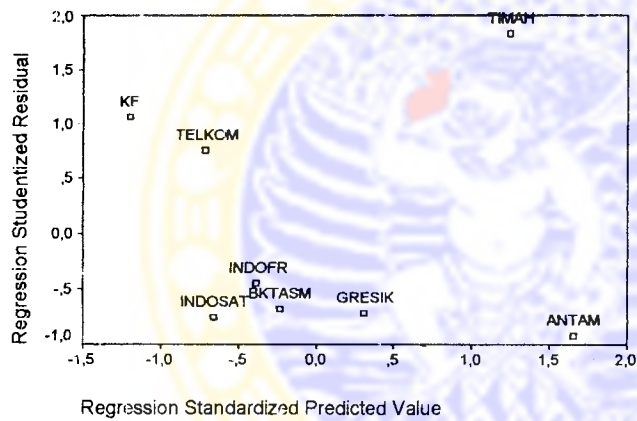
### Nonparametric Correlations

#### Correlations

			Standardized Predicted Value	Standardized Residual
Spearman's rho	Standardized Predicted Value	Correlation Coefficient	1.000	-.452
		Sig. (2-tailed)	.	.260
		N	8	8
	Standardized Residual	Correlation Coefficient	-.452	1.000
		Sig. (2-tailed)	.260	.
		N	8	8

### Scatterplot

Dependent Variable: SEFF



7. Model 7:  $NIEFF = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \epsilon$

**Uji Normalitas Model 7**

Uji normalitas data Kolmogorov-Smirnov:

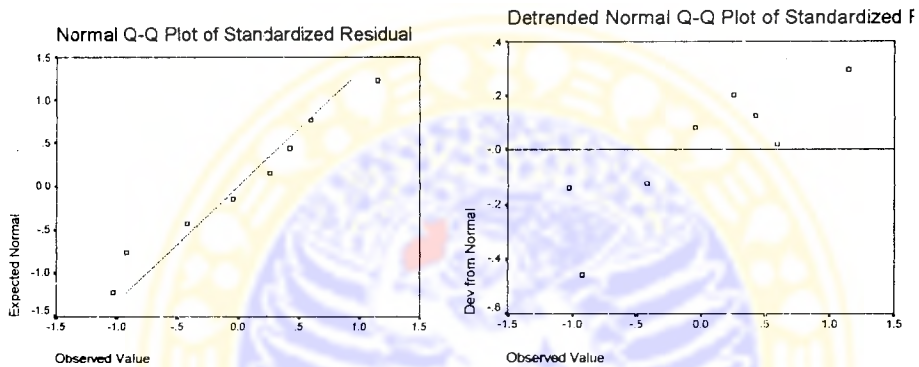
**Tests of Normality**

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	.139	8	.200*	.961	8	.794

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

**Plot (grafik) Model 7**



**Uji Multikolinieritas Model 7**

<b>Collinieritas Statistics</b>		
<b>Variabel</b>	<b>Tolerance</b>	<b>VIF</b>
GOVT	0.777	1.287
SIZE	0.412	2.427
IND	0.389	2.568

### Uji Heteroskedastisitas Model 7

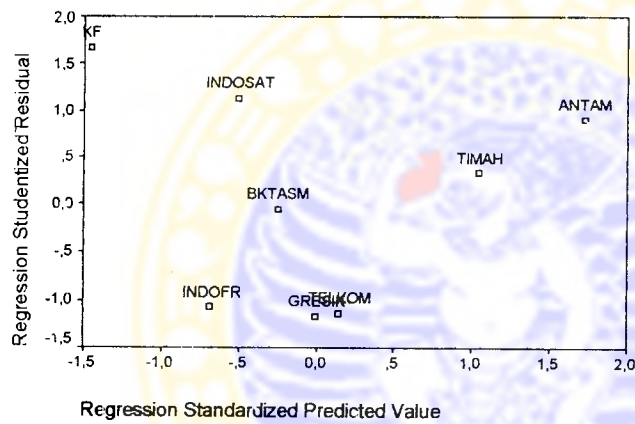
#### Nonparametric Correlations

#### Correlations

			Standardized Predicted Value	Standardized Residual
Spearman's rho	Standardized Predicted Value	Correlation Coefficient	1.000	-.048
		Sig. (2-tailed)	.	.911
		N	8	8
	Standardized Residual	Correlation Coefficient	-.048	1.000
		Sig. (2-tailed)	.911	.
		N	8	8

#### Scatterplot

Dependent Variable: NIEFF





8. Model 8:  $EMPL = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \epsilon$

**Uji Normalitas Model 8**

Uji normalitas data Kolmogorov-Smirnov:

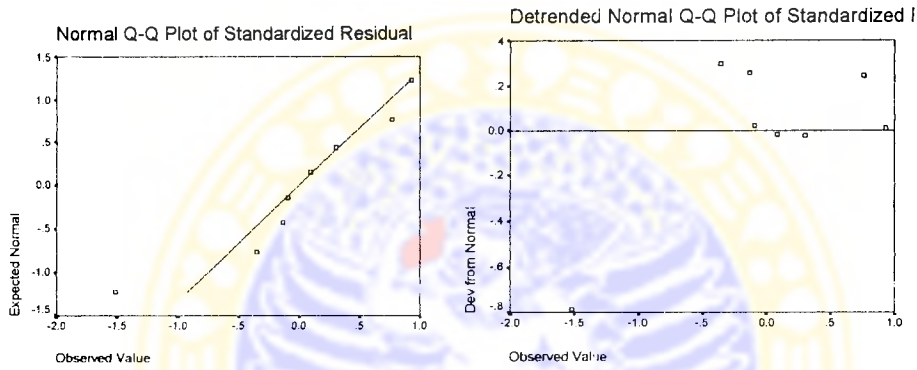
**Tests of Normality**

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	.196	8	.200*	.921	8	.446

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

**Plot (grafik) Model 8**



**Uji Multikolinieritas Model 8**

Collinieritas Statistics		
Variabel	Tolerance	VIF
GOVT	0.777	1.287
SIZE	0.412	2.427
IND	0.389	2.568

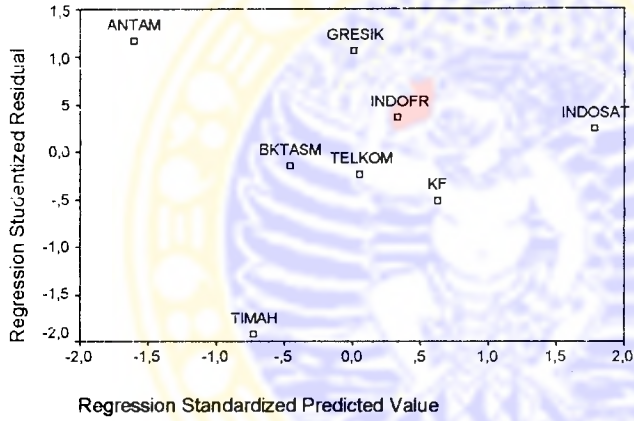
### Uji Heteroskedastisitas Model 8

**Nonparametric Correlations**  
**Correlations**

			Standardized Predicted Value	Standardized Residual
Spearman's rho	Standardized Predicted Value	Correlation Coefficient	1.000	-.048
		Sig. (2-tailed)	.911	.911
		N	8	8
	Standardized Residual	Correlation Coefficient	-.048	1.000
		Sig. (2-tailed)	.911	.911
		N	8	8

### Scatterplot

Dependent Variable: EMPL



## Lampiran 8

## Hasil Analisis Regresi

$$\text{Model 1: ROS} = \beta_0 + \beta_1 \text{GOVT} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{IND} + \varepsilon$$

## Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
ROS	1,0925	,9874	8
GOVT	74,9400	9,5738	8
SIZE	14,2713	1,0160	8
IND	,2500	,4629	8

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,874 <sup>a</sup>	,764	,587	,6347

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: ROS

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5,214	3	1,738	4,313	,096 <sup>a</sup>
	Residual	1,612	4	,403		
	Total	6,825	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: ROS

Coefficients<sup>b</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-3,547	4,662		-,761	,489		
	GOVT	9,64E-02	,028	-,934	-3,390	,028	,777	1,287
	SIZE	,858	,368	,883	2,332	,080	,412	2,427
	IND	-1,519	,831	-,712	-1,829	,141	,389	2,568

a. Dependent Variable: ROS

Model 2:  $ROA = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
ROA	,9675	1,0660	8
GOVT	74,9400	9,5738	8
SIZE	14,2713	1,0160	8
IND	,2500	,4629	8

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,891 <sup>a</sup>	,793	,638	,6414

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: ROA

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6,308	3	2,103	5,112	,074 <sup>a</sup>
	Residual	1,645	4	,411		
	Total	7,954	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: ROA

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-6,986	4,711		-1,483	,212
	GOVT	-,100	,029	-,902	-3,497	,025
	SIZE	1,127	,372	1,074	3,032	,039
	IND	-2,400	,839	-1,042	-2,860	,046

a. Dependent Variable: ROA

$$\text{Model 3: ROE} = \beta_0 + \beta_1 \text{GOVT} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{IND} + \varepsilon$$

## Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
ROE	,6987	,7368	8
GOVT	74,9400	9,5738	8
SIZE	14,2713	1,0160	8
IND	,2500	,4629	8

Model Summary<sup>a</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,853 <sup>a</sup>	,728	,524	,5085

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: ROE

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,766	3	,922	3,566	,126 <sup>a</sup>
	Residual	1,034	4	,259		
	Total	3,800	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: ROE

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-5,232	3,735		-1,401	,234
	GOVT	-6,45E-02	,023	-,838	-2,831	,047
	SIZE	,780	,295	1,075	2,647	,057
	IND	-1,472	,665	-,925	-2,213	,091

a. Dependent Variable: ROE

**Model 4:**  $LEV = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
LEV	,8888	,4987	8
GOVT	74,9400	9,5738	8
SIZE	14,2713	1,0160	8
IND	,2500	,4629	8

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,270 <sup>a</sup>	,073	-,622	,6351

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: LEV

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,127	3	4,237E-02	,105	,953 <sup>a</sup>
	Residual	1,614	4	,403		
	Total	1,741	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: LEV

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,886	4,665		,404	,707
	GOVT	1,044E-02	,028	,200	,367	,732
	SIZE	-,126	,368	-,256	-,342	,750
	IND	5,911E-02	,831	,055	,071	,947

a. Dependent Variable: LEV

**Model 5:**  $OUTPUT = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
OUTPUT	1,9925	,6119	8
GOVT	74,9400	9,5738	8
SIZE	14,2713	1,0160	8
IND	,2500	,4629	8

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,841 <sup>a</sup>	,707	,488	,4380

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: OUTPUT

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,854	3	,618	3,222	,144 <sup>a</sup>
	Residual	,767	4	,192		
	Total	2,621	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: OUTPUT

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3,353	3,217		1,042	,356
	GOVT	-5,61E-02	,020	-,878	-2,861	,046
	SIZE	,218	,254	,362	,858	,439
	IND	-1,051	,573	-,795	-1,833	,141

a. Dependent Variable: OUTPUT

Model 6:  $SEFF = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \varepsilon$

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
SEFF	2,1900	1,0719	8
GOVT	74,9400	9,5738	8
SIZE	14,2713	1,0160	8
IND	,2500	,4629	8

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,923 <sup>a</sup>	,851	,740	,5466

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: SEFF

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6,848	3	2,283	7,639	,039 <sup>a</sup>
	Residual	1,195	4	,299		
	Total	8,043	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: SEFF

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,289	4,015		,321	,764
	GOVT	-,106	,024	-,945	-4,321	,012
	SIZE	,662	,317	,628	2,091	,105
	IND	-2,494	,715	-1,077	-3,487	,025

a. Dependent Variable: SEFF



**Model 7: NIEFF =  $\beta_0 + \beta_1$ GOVT +  $\beta_2$  SIZE +  $\beta_3$  IND +  $\epsilon$**

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
NIEFF	2,9663	3,6965	8
GOVT	74,9400	9,5738	8
SIZE	14,2713	1,0160	8
IND	,2500	,4629	8

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,897 <sup>a</sup>	,804	,657	2,1658

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: NIEFF

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	76,885	3	25,628	5,464	,067 <sup>a</sup>
	Residual	18,763	4	4,691		
	Total	95,649	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: NIEFF

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-12,360	15,908		-,777	,481
	GOVT	-,373	,097	-,965	-3,842	,018
	SIZE	3,175	1,255	,873	2,529	,065
	IND	-8,206	2,834	-1,028	-2,896	,044

a. Dependent Variable: NIEFF

Model 8:  $EMPL = \beta_0 + \beta_1 GOVT + \beta_2 SIZE + \beta_3 IND + \epsilon$

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
EMPL	,9763	,2037	8
GOVT	74,9400	9,5738	8
SIZE	14,2713	1,0160	8
IND	,2500	,4629	8

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,797 <sup>a</sup>	,635	,361	,1629

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: EMPL

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,184	3	6,148E-02	2,317	,217 <sup>a</sup>
	Residual	,106	4	2,654E-02		
	Total	,291	7			

a. Predictors: (Constant), IND, GOVT, SIZE

b. Dependent Variable: EMPL

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,597	1,196		2,170	,096
	GOVT	1,200E-02	,007	,564	1,645	,175
	SIZE	-,186	,094	-,929	-1,973	,120
	IND	,552	,213	1,253	2,587	,061

a. Dependent Variable: EMPL