

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN
SAHAM OLEH PEMERINTAH, INSTITUSI NON
PEMERINTAH, ASET DAN *LEVERAGE*
TERHADAP KINERJA PASAR BUMN
PRIVATISASI DI INDONESIA**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

YUDA PAMUNGKAS
NIM. 12030111150033

FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2013

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN
SAHAM OLEH PEMERINTAH, INSTITUSI NON
PEMERINTAH, ASET DAN *LEVERAGE*
TERHADAP KINERJA PASAR BUMN
PRIVATISASI DI INDONESIA**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

YUDA PAMUNGKAS
NIM. 12030111150033

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2012**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Yuda Pamungkas

Nomor Induk Mahasiswa : 12030111150033

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi

Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM OLEH PEMERINTAH, INSTITUSI NON PEMERINTAH, ASET DAN LEVERAGE TERHADAP KINERJA PASAR BUMN PRIVATISASI DI INDONESIA**

Dosen Pembimbing : Fuad, S.E.T, M.Si., Ph.D.

Semarang, 1 April 2013

Dosen Pembimbing

(Fuad, S.E.T, M.Si., Ph.D.)
NIP: 197909162008121002

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Mahasiswa : Yuda Pamungkas

Nomor Induk Mahasiswa : 12030111150033

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi

Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM OLEH PEMERINTAH, INSTITUSI NON PEMERINTAH, ASET DAN *LEVERAGE* TERHADAP KINERJA PASAR BUMN PRIVATISASI DI INDONESIA**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 18 April 2013

Tim Penguji

1. Fuad S.E.T, M.Si., Ph.D. (.....)

2. Siti Mutmainah.,SE., M.Si.Akt (.....)

3. Aditya Septiani.,SE., M.Si.Akt (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Yuda Pamungkas, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : **ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM OLEH PEMERINTAH, INSTITUSI NON PEMERINTAH, ASET DAN LEVERAGE TERHADAP KINERJA PASAR BUMN PRIVATISASI DI INDONESIA**, adalah tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin itu, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberi pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja atau tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 1 April 2013

Yang membuat pernyataan

Yuda Pamungkas

NIM : 12030111150033

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi non pemerintah, aset dan *leverage* terhadap kinerja pasar BUMN privatisasi di Indonesia. Penelitian-penelitian sebelumnya yang meneliti hal yang sama masih belum dapat menentukan secara konkrit hubungan antara faktor-faktor yang disebutkan di atas dengan kinerja pasar BUMN tersebut atau dengan kata lain masih inkonklusif, sehingga dibutuhkan penelitian selanjutnya agar dapat memperjelas pengaruh antara variabel-variabel tersebut dengan variabel yang menjadi objeknya yaitu kinerja pasar BUMN.

Penelitian ini menggunakan metode populasi yaitu seluruh laporan keuangan auditan BUMN-BUMN di Indonesia yang sudah melaksanakan privatisasi atau *Initial Public Offering* (IPO) mulai tahun 2004-2011. Jumlah objek penelitian adalah seratus empat belas objek yang mana dari objek penelitian berupa laporan keuangan auditan ini, maka akan dianalisis dengan menggunakan regresi linear untuk menjelaskan hubungan antara variabel variabel seperti kepemilikan saham BUMN oleh pemerintah, kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah, aset dan *leverage* terhadap kinerja pasar BUMN.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hipotesis pertama dari penelitian ini yang menyatakan bahwa kepemilikan saham BUMN oleh pemerintah memiliki hubungan non linear terhadap kinerja pasar BUMN dapat diterima. Regresi yang dilakukan menunjukkan bahwa ada hubungan non linear konveks antara kepemilikan saham BUMN oleh pemerintah dengan kinerja pasar BUMN. Dengan kata lain kepemilikan saham BUMN oleh pemerintah memiliki hubungan negatif terhadap kinerja pasar BUMN, namun pada titik optimal maka hubungan ini akan menjadi positif. Pada hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi-institusi non pemerintah atas saham BUMN berpengaruh positif terhadap kinerja pasar BUMN, maka hipotesis ini ditolak. Hasil dari regresi yang dilakukan menunjukkan bahwa kepemilikan institusi-institusi non pemerintah atas saham BUMN berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja pasar BUMN. Hal ini kemungkinan terjadi dikarenakan metode pengukuran yang baru dipakai dalam penelitian ini dan belum pernah digunakan pada penelitian-penelitian sebelumnya. Pada hipotesis ketiga, penelitian ini mengajukan hipotesis yang menyatakan bahwa ukuran (SIZE) BUMN berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar BUMN, hipotesis ketiga juga ditolak. Dalam pengujian regresi untuk hipotesis ketiga diperoleh hasil bahwa ukuran (SIZE) BUMN berpengaruh positif terhadap kinerja pasar BUMN, sehingga hasil ini bertolak belakang dengan hipotesis yang diajukan. Hipotesis keempat yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar BUMN dapat diterima. Hasil regresi yang dilakukan untuk menguji hipotesis ini menunjukkan bahwa memang hubungan *leverage* dengan kinerja pasar BUMN adalah negatif. Hasil penelitian yang masih beragam ini menunjukkan perlunya dilakukan penelitian lebih lanjut kembali agar dapat ditentukan secara jelas hubungan dari variabel-variabel tersebut terhadap kinerja pasar BUMN dengan data, model analisis, dan metode pengukuran yang lebih akurat dan baru.

Kata kunci : kepemilikan saham oleh pemerintah, kepemilikan saham oleh institusi non pemerintah, BUMN, privatisasi, aset, *leverage*, kinerja pasar.

ABSTRACT

This research's goal is to determine the nature of relationship between government ownership, private ownership, assets and leverage with the privatized State Owned Enterprise's market performance. Previous studies indicate that these relationships are inconclusive. Therefore, it is necessary to conduct a forward research due to this inconclusiveness, and conclude the relationship between those variables with the SOE's market performance.

Population method performed in this research, by using all of the audited financial statements of privatized SOE in Indonesia from 2004-2011. By the total of one hundred and fourteen research objects being analyzed using linear regression to determine the relationship between variables such as government ownership, private ownership, assets and leverage with the SOE's market performance.

Results of this research show that the first hypothesis which is government ownership has a non-linear relationship with the SOE's market performance can be accepted. Result from the regression performed shows a non-linear convex relationship between government ownership and the market performance, meaning that it has a significant negative relationship, but at the optimum point, this condition will revert to a positive significant relationship. Second hypothesis which states that private ownership will have a positive relation with market performance should be declined, as a result of the regression performed which indicate that the relationship is negative and insignificant. This condition might result from the recent measurement method that never been conducted by previous studies in this area. On the third hypothesis, this research propose that size has a negative relationship with the market performance, and the result of the regression performed shows that this hypothesis should be declined, because it shows a positive relationship between size end the market performance. The last or fourth hypothesis in this research claims that leverage has a negative relationship with the market performance, this hypotesis should be accepted because the regression performed results the same as th hypothesis. This research also shows that, it is a necessary to perform a further research so the relationship between these variables and SOE's market performance can be determined more clearly, by using a more accurate and update data, analysis model and measurement method.

Keyword : government ownership, private ownership, state owned enterprise, privatization, assets, leverage, market performance.

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah senantiasa melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya sehingga skripsi dengan Judul “**Analisis Pengaruh Kepemilikan Saham Oleh Pemerintah, Institusi Non Pemerintah, Aset, dan *Leverage* Terhadap Kinerja Pasar BUMN Privatisasi Di Indonesia**”, akhirnya dapat terselesaikan. Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat yang harus ditempuh untuk menyelesaikan program sarjana (S1) Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari dalam penyusunan skripsi ini tidak lepas dari bantuan dan dukungan dari berbagai pihak, oleh karena itu pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan rasa hormat dan menghaturkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Prof. Drs. Mohamad Nasir, M.Si.,Akt.,Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang
2. Bapak Prof. Dr. H. Muchamad Syafruddin, M.Si, Akt selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang
3. Bapak Fuad, S.E., M.Si., Ph.D. selaku Dosen Pembimbing, yang telah bersedia mencurahkan waktu untuk membimbing, memberi arahan serta motivasi sehingga skripsi ini dapat selesai tepat waktu. Terima Kasih.
4. Ibu Aditya Septiani S.E., M.Si., Akt. selaku Dosen Wali
5. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu kepada penulis selama masa perkuliahan.

6. Kantor Pusat Direktorat Jenderal Perbendaharaan yang telah memberi kesempatan kepada penulis untuk melanjutkan pendidikan S-1 di Universitas Diponegoro Semarang
7. Kedua orang tua penulis, yang tidak henti-hentinya berdoa demi kelancaran segala urusan penulis baik yang terkait langsung dengan perkuliahan maupun kehidupan penulis secara umum.
8. Istriku tercinta Anisa Rahmayanti, doa dan dukunganmu adalah motivasi terbesarku dalam menjalani seluruh kehidupan.
9. Teman-teman seperjuangan kelas kerjasama beasiswa internal DJPBN, terima kasih atas kebersamaan, semangat dan bantuannya selama ini.
10. Semua pihak yang telah membantu dalam penyelesaian skripsi ini, yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Semoga Allah SWT selalu memberikan rahmat-Nya pada semua pihak yang telah memberikan bantuan dan bimbingan dalam penyusunan skripsi ini. Penulis menyadari bahwa dalam penelitian ini masih terdapat banyak kekurangan, oleh karena itu penulis mengharapkan saran dan kritik yang membangun. Semoga skripsi ini bermanfaat bagi penulis dan pembaca.

Semarang, April 2013

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
ABSTRAK.....	v
ABSTRACT	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	5
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian	6
1.4 Sistematika Penulisan	8
BAB II TELAAH PUSTAKA	
2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu.....	10
2.1.1 Landasan Teori	10
2.1.1.1 Teori Biaya Agensi.....	10
2.1.1.2 Teori Hak Properti.....	11
2.1.1.3 Privatisasi di Indonesia	12
2.1.1.4 Penelitian Terdahulu.....	14

2.2 Kerangka Pemikiran.....	19
2.3 Hipotesis	21
BAB III METODE PENELITIAN	
3.1 Variabel Penelitian Dan Definisi Operasional Variabel	26
3.1.1 Variabel Penelitian.....	26
3.1.1.1 Variabel Dependen	26
3.1.1.2 Variabel Independen.....	27
3.1.1.3 Variabel Kontrol.....	29
3.2 Populasi dan Sampel	31
3.3 Jenis dan Sumber Data	31
3.4 Metode Pengumpulan Data.....	32
3.5 Metode Analisis	32
BAB IV HASIL DAN ANALISIS	
4.1 Analisis Data.....	36
4.1.1 Analisis Objek Penelitian.....	36
4.1.2 Statistik Deskriptif.....	39
4.2.2 Uji Asumsi Klasik.....	40
4.2.2.1 Uji Multikolonieritas	40
4.2.2.2 Uji Autokorelasi.....	42
4.2.2.3 Uji Heteroskedastisitas	44
4.2.2.4 Uji Normalitas.....	45
4.2.2.5 Uji Linieritas.....	45
4.2.3 Hasil Model Regresi	46

4.3 Interpretasi Data.....	47
BAB V PENUTUP	
5.1 Simpulan.....	51
5.2 Keterbatasan.....	53
5.3 Saran.....	54
DAFTAR PUSTAKA.....	56
Lampiran.....	57

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	19
Tabel 3.1 Jumlah Populasi dan Data Yang Diteliti	31
Tabel 3.2 Spesifikasi Variabel dalam Persamaan.....	35
Tabel 4.1 Pembagian BUMN Berdasarkan Bidang Pekerjaan	36
Tabel 4.2 Jumlah BUMN IPO Berdasarkan Bidang Pekerjaan.....	37
Tabel 4.3 Jumlah Objek Penelitian	38
Tabel 4.4 Casewise Diagnostic	38
Tabel 4.5 Statistik Deskriptif.....	39
Tabel 4.6 Frekuensi Distributif.....	40
Tabel 4.7 Koefisien Korelasi	41
Tabel 4.8 Statistik Kolinieritas	42
Tabel 4.9 Durbin Watson.....	43
Tabel 4.10 Sample Kolmogorov-Smirnov.....	45
Tabel 4.11 Hasil Regresi.....	46

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Hubungan antara struktur kepemilikan BUMN oleh pemerintah dengan kinerja pasar BUMN (Qi et al. 2000).....	15
Gambar 2.2 Hubungan antara struktur kepemilikan BUMN oleh pemerintah dengan kinerja pasar BUMN (Sun et al. 2002).....	15
Gambar 2.3 Hubungan antara struktur kepemilikan BUMN oleh pemerintah dengan kinerja pasar BUMN (Wei et al. 2005; Wei dan Varela. 2003)	16
Gambar 2.4 Hubungan antara struktur kepemilikan BUMN oleh pemerintah dengan kinerja pasar BUMN	20
Gambar 2.5 Kerangka Hipotesis	25
Gambar 4.1 Scatterplot.....	44

DAFTAR LAMPIRAN

Hasil Regresi melalui SPSS	58
----------------------------------	----

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Studi dan penelitian mengenai privatisasi pada beberapa tahun ini menjadi sangat penting, khususnya di negara-negara dengan ekonomi yang sedang bergerak maju seperti Eropa Timur, Rusia, dan Cina. Tidak ketinggalan pula Indonesia sebagai negara dengan pertumbuhan ekonomi makro yang stabil, termasuk ketika terjadi gelombang krisis tahun 2009, Indonesia termasuk 3 negara di Asia yang masih memiliki pertumbuhan ekonomi positif selain Cina dan India (Bappenas, 2009).

Fokus permasalahan yang akan diangkat di dalam penelitian ini adalah mengenai privatisasi Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang ada di Indonesia. Pada umumnya ketika berbicara soal privatisasi maka yang muncul di dalam benak pertama kali adalah bagaimana PT Indosat Tbk “dijual” ke perusahaan Singapura yang berujung pada kepemilikan yang berpindah ke pihak swasta karena porsi kepemilikan saham Pemerintah Indonesia atas PT Indosat Tbk tidak lagi sebagai mayoritas (Djuraid, 2011). Kenyataan tersebut menimbulkan stigma negatif bahwa privatisasi pada akhirnya akan menimbulkan kerugian pada negara, yang mana pemerintah akan kehilangan seluruh aset BUMN jika seluruh BUMN yang dimiliki pada akhirnya diprivatisasi.

Privatisasi adalah pembentukan perusahaan atau pengalihan kepemilikan atau pengalihan kepemilikan perusahaan dari pemerintah kepada pihak swasta

(Beesly dan Littlechild, 1984 dalam Nugroho dan Wrihatnolo, 2008), sedangkan menurut Savas (1987) dalam Metro Kolom (2010) privatisasi merupakan suatu tindakan untuk mengurangi peran pemerintah atau meningkatkan peran swasta dalam suatu aktivitas atau kepemilikan aset dengan tujuan mencapai kinerja lebih baik, salah satunya untuk meningkatkan *cost effective* dari BUMN. Dalam Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 Tentang Badan Usaha Milik Negara disebutkan bahwa privatisasi adalah “penjualan saham Persero, baik sebagian maupun seluruhnya, kepada pihak lain dalam rangka meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan, memperbesar manfaat bagi negara dan masyarakat, serta memperluas pemilikan saham oleh masyarakat”.

Dalam hubungannya dengan kinerja internal perusahaan milik pemerintah ini, ada beberapa teori yang mendukung dilakukannya privatisasi terhadap BUMN. *Agency Cost Theory* (Jensen dan Meckling, 1976) menyatakan bahwa kinerja sebuah perusahaan bergantung kepada distribusi dan pembagian kepemilikan antara manajer dan pihak lain di luar pemilik. Di samping itu Teori Hak Properti atau *Property Rights Theory* (Alchian, 1961; Alchian dan Demsetz, 1972) menyatakan bahwa sebuah perusahaan yang diprivatisasi akan memiliki kinerja yang lebih baik jika dibandingkan dengan perusahaan yang dimiliki pemerintah karena hak atas kendali dan laba yang diberikan kepada perusahaan yang diprivatisasi tersebut memberikan kemampuan untuk memaksimalkan tujuan memperoleh laba. Dari beberapa definisi dan teori mengenai privatisasi di atas, dapat diambil kesimpulan bahwa pada proporsi dan kondisi serta syarat tertentu, privatisasi sebenarnya sangat positif untuk dilakukan, namun semua hal yang

berkaitan dengan kebijakan privatisasi ini harus memenuhi kaidah yang benar sesuai dengan regulasi yang berlaku di Indonesia.

BUMN sendiri menurut Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 dinyatakan sebagai “badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan”. BUMN merupakan salah satu kepanjangan tangan pemerintah dalam rangka melaksanakan fungsinya yaitu melayani pemenuhan kebutuhan dan mensejahterakan masyarakat.

Sampai dengan tahun 2011, dari 141 BUMN yang dimiliki oleh Pemerintah Indonesia, ada 18 BUMN yang sudah melakukan Penawaran Umum Perdana Saham (*Initial Public Offering/IPO*) atau sekitar 10,64% dari total seluruh BUMN yang ada dengan nilai kapitalisasi sebesar Rp 814,39 triliun atau setara dengan 23,02% dari total kapitalisasi pasar di Bursa Efek Indonesia. Sebagian besar IPO BUMN ini dilaksanakan setelah terbitnya Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003. Hal ini menunjukkan keseriusan pemerintah dalam memperbaiki kinerja dari BUMN yang dimilikinya dengan cara mengikutsertakan swasta dalam memperbaiki manajemen internal BUMN. Salah satu indikator adanya perbaikan pada kinerja BUMN adalah melakukan pengukuran kinerja pasar BUMN tersebut pada transaksi di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan *Tobin's Q* (Ng et al, 2008; Wei dan Varela, 2003; Loderer dan Martin, 1997).

Penelitian mengenai privatisasi khususnya hubungan struktur kepemilikan pemerintah dengan kinerja pasar BUMN ini sudah banyak dilakukan di luar

Indonesia. Penelitian mengenai hal ini biasanya dilakukan di negara-negara dengan perekonomian yang sedang maju dan berkembang pesat. Banyaknya penelitian yang dilakukan di luar Indonesia ini menjadikan penelitian ini memiliki cukup banyak referensi yang dapat dijadikan acuan (Ng et al, 2008; Wei and Varela, 2003; Wei et al., 2005; Sun et al., 2002; Qi et al, 2000). Namun, penelitian-penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya ini bersifat inkonklusif, yang mana kesimpulan yang dihasilkan masih beragam. Wei dan Varela (2003) dan Wei et al. (2005) menyimpulkan hubungan non linear konveks antara struktur kepemilikan pemerintah dan kinerja pasar BUMN, yang mana kondisi struktur kepemilikan pemerintah yang tinggi atau rendah atas BUMN berhubungan pada kinerja pasar yang lebih tinggi dari BUMN tersebut. Sun et al. (2002) menyimpulkan sebaliknya yaitu hubungan yang non linear konkaf yang mana kondisi struktur kepemilikan pemerintah yang tinggi atau rendah atas BUMN berhubungan pada kinerja pasar yang lebih rendah dari BUMN tersebut. Penelitian dari Sun et al (2002) ini menggunakan sampel 680 perusahaan pemerintah yang terdaftar pada *Shanghai Stock Exchange* dan *Shenzhen Stock Exchange* antara 1994 – 1997 dan menyimpulkan bahwa kepemilikan pemerintah memiliki bentuk “U” terbalik atau hubungan konkaf dengan kinerja pasar, artinya porsi kepemilikan pemerintah tinggi atau rendah cenderung memiliki kinerja pasar yang lebih lemah.

Pada penelitian lain, disebutkan bahwa hubungan antara struktur kepemilikan pemerintah dan kinerja pasar BUMN adalah berhubungan negatif (Qi et al., 2000). Dari hasil penelitian yang bersifat inkonklusif ini maka perlu

dilakukan penelitian lebih lanjut untuk dapat melihat sifat alami hubungan antara kinerja pasar BUMN dengan struktur kepemilikan pemerintah, terutama di Indonesia.

Penelitian mengenai kinerja pasar, privatisasi dan struktur kepemilikan pemerintah ini penting untuk dilakukan karena dibutuhkan dasar kebijakan pengambilan keputusan dalam melaksanakan privatisasi BUMN. Megginson dan Netter (2001) menyatakan bahwa:

“One of the more complex issues in this area involves the interrelated questions of when to privatize, whether to privatize rapidly or slowly, what order to follow in privatizing firms (sequencing), whether to sell a SOE at once or in stages (staging), whether to restructure a SOE prior to sale (or to just restructure the SOE), . . . , the complexity of the issue has limited the empirical work in this area.”

Secara eksplisit dinyatakan bahwa sangat penting untuk melakukan penelitian ini terkait permasalahan penentuan kebijakan kapan dan bagaimana sebuah BUMN akan diprivatisasi, berapa besar porsi yang akan diprivatisasi, dilakukan secara bertahap atau sekaligus, yang pada akhirnya akan dievaluasi bagaimana pengaruh privatisasi terhadap kinerja secara keseluruhan, yang dalam penelitian ini akan difokuskan pada kinerja pasar (*market performance*) dari BUMN tersebut.

Penelitian ini secara khusus merujuk pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ng, Yuce dan Chen (2008) di China, dan akan mereplikasi sebagian dengan perbedaan pada objek penelitian dan lokasi penelitian yang berada di Indonesia. Di samping itu, penelitian ini juga akan menyesuaikan beberapa variabel penelitian agar dapat diterapkan di Indonesia.

1.2 Rumusan Masalah

Beberapa penelitian terdahulu yang masih bersifat inkonklusif menyebabkan beragamnya kesimpulan yang dapat muncul. Kesimpulan yang beragam ini terkait dengan kepemilikan pemerintah yang direpresentasikan dengan kepemilikan sahamnya atas BUMN, jumlah aset, dan jumlah utang dengan kinerja pasar BUMN tersebut.

Berdasarkan latar belakang permasalahan di atas, maka penulis merumuskan permasalahan yaitu :

1. Apakah struktur kepemilikan saham pemerintah berpengaruh terhadap kinerja pasar Badan Usaha Milik Negara yang sudah diprivatisasi?
2. Apakah kepemilikan saham oleh institusi non pemerintah yaitu saham yang dilepas melalui proses privatisasi berpengaruh terhadap kinerja pasar BUMN tersebut?
3. Apakah jumlah aset yang dimiliki sebagai bentuk kepemilikan BUMN memiliki pengaruh terhadap kinerja pasarnya?
4. Apakah rasio hutang (*leverage*) dari BUMN berpengaruh terhadap kinerja pasar BUMN tersebut?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah Kepemilikan saham pemerintah atas BUMN, Kepemilikan institusi non pemerintah atas saham BUMN, Jumlah aset BUMN dan rasio utang (*leverage*) BUMN memiliki

pengaruh terhadap kinerja pasar BUMN yang sudah melaksanakan privatisasi.

1.3.2 Manfaat Penelitian

Kegunaan penelitian ini diantaranya adalah:

1. Pribadi

Penelitian ini bermanfaat untuk menambah pengetahuan baik secara umum maupun secara khusus. Secara umum artinya penelitian ini bermanfaat untuk memberi gambaran secara jelas bagaimana sebuah penelitian yang bersifat empiris dilakukan, dengan menggunakan metodologi-metodologi tertentu dan penggunaan alat statistik yang tepat dalam menjelaskan hubungan antar variabel pengukuran yang akan diteliti. Secara khusus artinya penelitian ini bermanfaat untuk menambah wawasan dan pengetahuan mengenai kondisi kinerja pasar dari BUMN yang telah diprivatisasi sehingga pada kelanjutannya dapat memberikan kontribusi pemikiran dalam memahami kondisi tersebut. Penelitian ini juga bermanfaat sebagai salah satu referensi sebagai seorang pegawai negeri sipil di lingkungan Direktorat Jenderal Perbendaharaan Kementerian Keuangan.

2. Bagi Institusi

Penelitian ini bermanfaat untuk menjadi salah satu bahan referensi dalam pengambilan kebijakan terkait BUMN, baik yang secara langsung seperti kebijakan porsi kepemilikan saham pemerintah di BUMN, kebijakan terkait Penawaran Umum Perdana Saham (*Initial Public Offering/IPO*) BUMN atau kemungkinan kebijakan melakukan investasi pemerintah

pada saham IPO BUMN sebagai konsekuensi adanya kas menganggur di rekening kas negara di Bank Indonesia, maupun secara tidak langsung seperti kebijakan bagi hasil laba BUMN sebagai salah satu sumber penerimaan negara dan kebijakan-kebijakan lainnya yang memiliki potensi hubungan dengan penelitian ini di masa yang akan datang.

3. Bagi masyarakat

Penelitian ini bermanfaat sebagai sumber referensi ataupun sebagai data pembandingan untuk penelitian selanjutnya yang masih berhubungan dengan bidang yang diteliti oleh peneliti lain.

1.4 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan pada penelitian ini disusun sebagai berikut:

BAB I Pendahuluan

Bab ini terdiri dari latar belakang masalah penelitian, rumusan masalah yang akan diteliti, tujuan dan manfaat penelitian yang akan dilakukan dan sistematika penulisan pada proposal penelitian ini.

BAB II Telaah Pustaka

Bab ini terdiri dari landasan teori dari penelitian yang akan dilakukan beserta penelitian terdahulu yang pernah dilakukan sebelumnya, kerangka pemikiran penelitian dan rumusan hipotesis yang akan diajukan untuk penelitian ini

BAB III Metode Penelitian

Bab ini berisi penjelasan mengenai variabel penelitian dan definisi operasional variabel, penggunaan populasi dan sampel, jenis dan sumber data yang akan diperoleh, metode pengumpulan data dan metode analisis yang akan digunakan.

BAB IV Hasil Dan Analisis

Bab ini berisi tentang hasil analisis data dan interpretasi hasil data yang dianalisis

BAB V Penutup

Bab ini berisikan simpulan atas hasil dan interpretasi data, keterbatasan dari hasil dan interpretasi tersebut, dan saran bagi implikasi kebijakan dan penelitian yang akan datang

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu

2.1.1 Landasan Teori

2.1.1.1 Teori Biaya Agensi (*Agency Cost Theory*)

Teori Biaya Agensi atau *Agency Cost Theory* (Jensen dan Meckling 1976) menyatakan bahwa kinerja sebuah perusahaan bergantung kepada distribusi dan pembagian kepemilikan antara manajer dan pihak lain diluar pemilik. Teori ini mendukung proses privatisasi karena menjelaskan bahwa pemilik-pemilik swasta lebih termotivasi dibandingkan dengan otoritas pemerintahan, yang dalam hal ini adalah birokrat, untuk memonitor, mendisiplinkan dan memberikan *reward* kepada agen-manajer untuk memperbaiki kinerja dari perusahaan. Teori ini digunakan dalam beberapa penelitian terdahulu antara lain pada penelitian mengenai hubungan antara faktor – faktor dalam kepemilikan ekuitas pemerintah dan pengaruhnya terhadap kinerja dari perusahaan yang diprivatisasi (Ng, et al, 2008), penelitian mengenai struktur kepemilikan saham dan kinerja perusahaan pada perusahaan yang diprivatisasi secara parsial (Qi, et al, 1999), penelitian mengenai kinerja keuangan dan operasional atas perusahaan yang diprivastisasi (D'Souza dan Megginson, 1999), penelitian mengenai teori perusahaan perilaku manajerial, biaya agensi dan struktur kepemilikan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976), penelitian mengenai kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan (Kast, 2004), penelitian mengenai biaya agensi atas arus kas bebas,

keuangan korporat dan pengambilalihan perusahaan (Jensen, 1986), penelitian mengenai keistimewaan (*preemption*), serta penelitian mengenai biaya agensi dan pinjaman perbankan (Peterson, 2007).

Teori biaya agensi (*Agency Cost Theory*) banyak digunakan dalam area penelitian bidang ekonomi terutama keuangan. Secara khusus teori ini digunakan sebagai pijakan dalam pengukuran efisiensi dan efektivitas kinerja sebuah perusahaan terutama dari sisi biaya yang dikeluarkan untuk pembiayaan agensi dalam perusahaan, baik perusahaan pemerintah (BUMN), swasta dan perbankan, maupun perusahaan privatisasi yang mana sebagian kepemilikannya dimiliki oleh pemerintah dan sebagian dimiliki oleh swasta.

2.1.1.2 Teori Hak Properti (*Property Rights Theory*)

Teori Hak Properti atau *Property Rights Theory* (Alchian, 1961; Demsetz, 1967; Alchian dan Demsetz, 1972) menyatakan bahwa kinerja perusahaan yang diprivatisasi akan melebihi kinerja yang ditunjukkan oleh perusahaan yang sama namun dengan kepemilikan pemerintah karena hak atas kendali dan laba yang diberikan kepada perusahaan yang diprivatisasi tersebut dapat memberikan kemampuan untuk memaksimalkan tujuan memperoleh laba. Teori ini digunakan dalam beberapa penelitian terdahulu, antara lain pada penelitian mengenai peningkatan kinerja BUMN tanpa melalui privatisasi (Aivazian et al, 2005), penelitian mengenai kinerja keuangan dan operasional perusahaan privatisasi (Tatahi dan Heshmati, 2009), penelitian tentang teori atas perusahaan, perilaku manajerial, biaya agensi dan struktur kepemilikan dalam perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976), penelitian mengenai evaluasi atas privatisasi (Guriev dan

Megginson, 2005), penelitian mengenai struktur kepemilikan dan nilai (*value*) perusahaan (Wei et al, 2005), penelitian mengenai perbandingan kepemilikan swasta dan kepemilikan pemerintah (Shleifer, 1998), penelitian mengenai hubungan antara faktor – faktor dalam kepemilikan ekuitas pemerintah dan pengaruhnya terhadap kinerja dari perusahaan yang diprivatisasi (Ng, et al, 2008), penelitian mengenai pendekatan ekonomi organisasional terhadap manajemen strategis (Kim dan Mahoney, 2005), serta penelitian mengenai pembelian dan kepemilikan atas aset (Meza dan Lockwood, 1998).

Teori Hak atas Properti (*Property Rights Theory*) banyak digunakan dalam area penelitian bidang manajemen dan keuangan. Secara khusus digunakan sebagai dasar teori dalam perolehan aset, kepemilikan aset, dan mengukur efektivitas penggunaan aset yang dimiliki oleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Teori ini sangat relevan digunakan untuk penelitian ini, karena dapat menjadi landasan untuk melihat apakah porsi swasta dan pemerintah dalam kepemilikan BUMN berpengaruh pada efektivitas perusahaan terkait dengan kinerjanya menjalankan operasional perusahaan.

2.1.1.3 Privatisasi di Indonesia

Saham PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk (kode GIAA) mulai diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia pada awal tahun 2011 dengan nominal Rp 750/lembar saham. Pada penawaran perdana ini, harga saham PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk terus mengalami penurunan sampai menyentuh harga Rp 650/lembar saham. Penelitian sebelumnya pada permasalahan ini pernah dilakukan di Cina (Mok dan Hui, 1998; Su dan Fleisher, 1999; dan Ma dan Faff,

2007) dan menemukan bahwa kepemilikan pemerintah adalah faktor kunci dari turunnya harga saham pada saat Penawaran Umum Perdana Saham (*Initial Public Offering/IPO*).

Permasalahan berikutnya adalah ketika PT Indosat Tbk beralih kepemilikan dari milik pemerintah menjadi swasta. Penawaran Umum Perdana Saham (*Initial Public Offering/IPO*) PT Indosat Tbk pertama kali dilakukan pada tahun 1994 dengan porsi saham yang dilepas ke publik hanya sebesar 35% dari total saham yang dimiliki sehingga tidak terjadi gejolak di masyarakat. Namun ketika terjadi pelepasan saham kembali tahun 2002 sebesar 41,94%, muncul resistensi besar-besaran karena berarti pemerintah tidak lagi memiliki saham mayoritas di PT Indosat Tbk (Djuraid, 2011) yang menjadi syarat mutlak sebuah badan usaha disebut sebagai Badan Usaha Milik Negara (BUMN).

Di Indonesia sendiri, privatisasi masih memiliki stigma negatif akibat kasus privatisasi PT Indosat Tbk tahun 2002. Privatisasi pada kasus ini menyebabkan perusahaan tersebut tidak bisa lagi disebut sebagai BUMN sesuai dengan Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 karena kepemilikan pemerintah atas PT Indosat Tbk tersisa hanya 15% (Djuraid, 2011). Pada Pasal 1 Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 disebutkan bahwa privatisasi adalah “penjualan saham Persero, baik sebagian maupun seluruhnya, kepada pihak lain dalam rangka meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan, memperbesar manfaat bagi negara dan masyarakat, serta memperluas pemilikan saham oleh masyarakat”. Dari definisi tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa privatisasi yang secara umum diartikan sebagai “berkurangnya porsi kepemilikan pemerintah atas

BUMN” sebenarnya bukanlah suatu hal yang tidak baik untuk dilakukan, selama privatisasi yang dilakukan adalah untuk meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan, memperbesar manfaat dan memperluas kepemilikan saham oleh masyarakat, serta masih sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

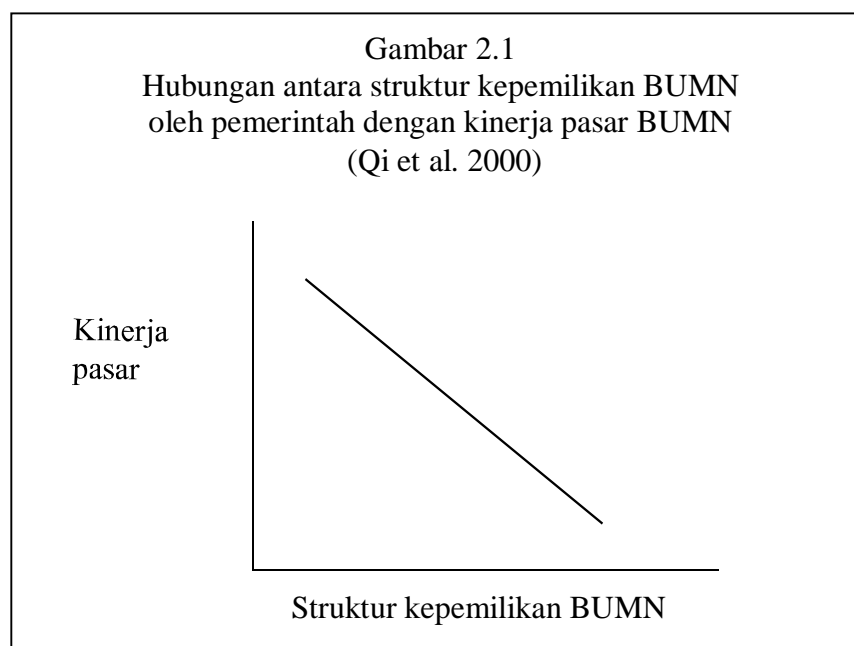
2.1.1.4 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu yang meneliti tentang struktur kepemilikan pemerintah dan hubungannya terhadap kinerja pasar BUMN, dan privatisasi secara umum menghasilkan kesimpulan bahwa pengalaman privatisasi adalah positif. Hasil dari studi satu negara, satu industri maupun multi negara menunjukkan bahwa ada konsistensi hasil yang memperlihatkan kecenderungan perbaikan kinerja dari sebuah BUMN/*State Owned Enterprise* seiring dengan dilakukannya privatisasi (Wei dan Varela, 2003; Megginson et al., 1994; Boubakri dan Cosset, 1998). Qi et al. (2000) meneliti sampel dari perusahaan pemerintah yang terdaftar pada *Shanghai Stock Exchange* antara tahun 1991 – 1996 dan menyimpulkan bahwa kepemilikan pemerintah berhubungan negatif dengan kinerja operasionalnya yang berarti masih konsisten dengan penelitian yang disebutkan sebelumnya. Namun Sun et al. (2002) meneliti sampel 680 perusahaan pemerintah yang terdaftar pada *Shanghai Stock Exchange* dan *Shenzhen Stock Exchange* antara tahun 1994 – 1997 dan menyimpulkan bahwa kepemilikan pemerintah memiliki bentuk “U” terbalik atau hubungan non linear konkaf dengan kinerja pasar, artinya porsi kepemilikan pemerintah tinggi atau rendah cenderung memiliki kinerja pasar yang lebih lemah. Di sisi lain, Wei dan Varela (2003) dan

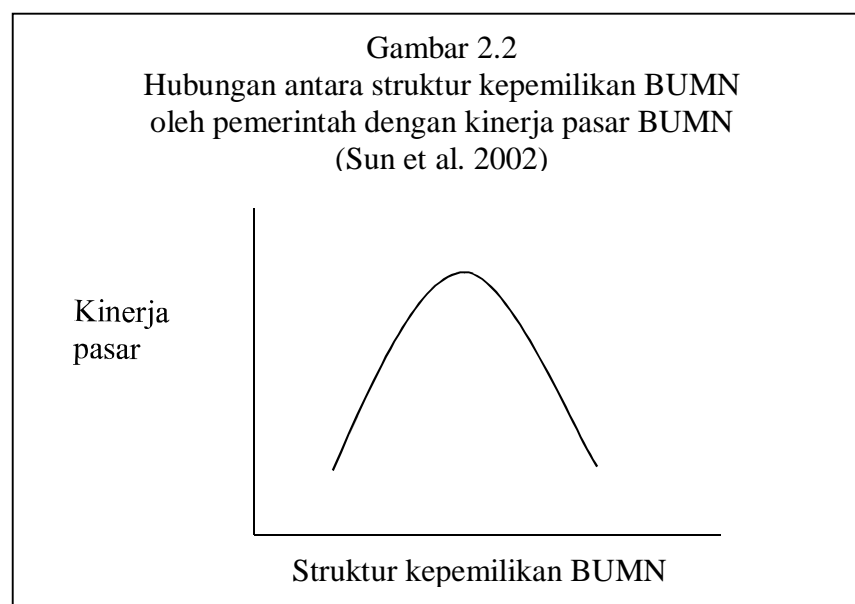
Wei et al. (2005) menemukan bahwa hubungan yang terjadi bersifat konveks yang berarti porsi kepemilikan pemerintah tinggi atau rendah cenderung memiliki kinerja pasar yang lebih baik.

Kesimpulan penelitian-penelitian terdahulu ini dapat dijelaskan melalui kurva sebagai berikut:

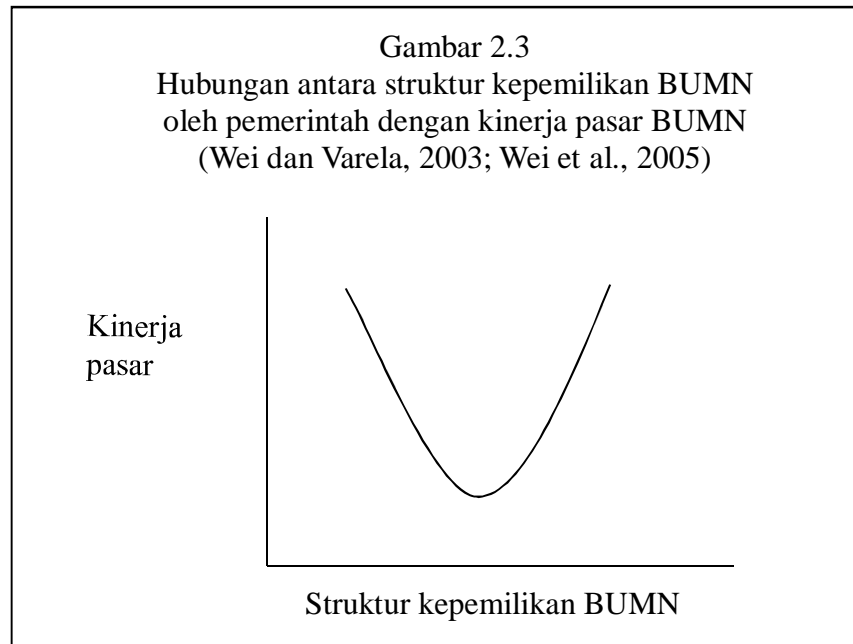
1. Qi et al. (2000)



2. Sun et al. (2002)



3. Wei dan Varela (2003) dan Wei et al. (2005)



Kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah juga menjadi sorotan pada penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya. Hal ini dikarenakan oleh adanya tujuan yang saling bertolak belakang antara tujuan kepemilikan saham oleh pemerintah dan tujuan kepemilikan saham oleh institusi non pemerintah. Pemerintah memiliki kecenderungan motivasi untuk mempertahankan birokrasi, menolak perubahan, dan mendorong para manajernya untuk melanjutkan tujuan BUMN sebagai pengendalian atas politik dan sosial ekonomi, sedangkan sektor swasta dalam hal ini adalah institusi non pemerintah, memiliki motivasi untuk mengubah dan menghidupkan kembali BUMN dengan kepemilikan dan insentif laba untuk memenuhi tujuannya yaitu meningkatkan nilai dan profitabilitas (Ng et al, 2008). Hasil dari penelitian terdahulu juga menunjukkan kesimpulan yang sama, yang mana kepemilikan saham BUMN oleh

institusi non pemerintah ternyata memiliki pengaruh yang positif terhadap kinerja pasar BUMN tersebut (Qi et al, 2000, Sun et al, 2002, Wei dan Varela, 2003, Wei et al, 2005, Ng et al, 2008). Hal ini dapat dijustifikasi dengan alasan bahwa sebagai pemegang saham besar, maka institusi non pemerintah ini dapat mengurangi biaya agensi dalam hal pengawasan (Shleifer dan Vishny, 1986). Lebih lanjut lagi, institusi non pemerintah yang besar yang biasanya menjadi pemilik BUMN yang besar pula, memiliki dukungan politik dan jaringan koneksi bisnis yang lebih baik jika dibandingkan dengan pemerintah (Ng et al, 2008). Hal ini masih relevan dengan penelitian yang dilakukan karena hubungan kepemilikan pemerintah dan kepemilikan institusi non pemerintah adalah saling timbal balik dan bertolak belakang. Dengan kata lain, apabila semakin besar kepemilikan pemerintah, maka semakin kecil kepemilikan institusi non pemerintah, dan sebaliknya, apabila semakin kecil kepemilikan pemerintah, maka akan semakin besar kepemilikan institusi non pemerintah.

Aset juga merupakan salah satu faktor penting yang dapat dijadikan ukuran baik atau tidaknya kinerja dari sebuah BUMN. Penelitian terdahulu yang meneliti mengenai hubungan antara aset dan kinerja BUMN menyimpulkan bahwa aset memiliki hubungan positif dengan kinerja BUMN (Qi et al, 2000), di samping itu penelitian terdahulu lainnya menyimpulkan adanya hubungan negatif antara aset dengan kinerja BUMN, terutama kinerja pasar BUMN tersebut (Wei dan Varela, 2003, Wei et al, 2005, Ng et al, 2008). Artinya, penelitian terdahulu menyimpulkan bahwa semakin besar aset sebuah BUMN maka akan semakin baik kinerjanya (Qi et al, 2000), hal ini sesuai dengan prinsip *ceteris paribus*, yaitu

semakin besar aset sebuah BUMN, maka semakin baik kinerjanya dibandingkan dengan BUMN yang memiliki aset lebih kecil, kondisi ini bisa jadi adalah hasil dari kebijakan ekonomi nasional China yang merupakan lokasi penelitian sebelumnya dalam membantu BUMN-BUMN besar di negaranya (Qi et al, 2000). Penelitian sebelumnya juga menyimpulkan bahwa hubungan antara aset BUMN dengan kinerjanya adalah negatif, artinya semakin besar aset sebuah BUMN, maka semakin rendah kinerjanya, khususnya kinerja pasar BUMN tersebut. Hal ini dikarenakan BUMN yang lebih besar biasanya birokrasi di dalamnya lebih rumit, membutuhkan biaya agensi yang lebih besar, dan lebih memiliki kesulitan dalam beradaptasi dengan perubahan ekonomi dan lingkungan politik yang cepat (Ng et al, 2008).

Penelitian ini juga akan meneliti hubungan antara *leverage* atau yang biasa disebut dengan rasio utang dengan kinerja dari sebuah BUMN, penelitian terdahulu juga menyimpulkan hasil yang berbeda, beberapa penelitian menyimpulkan bahwa hubungan antara rasio utang dengan kinerja BUMN adalah negatif (Sun et al, 2002, dan Ng et al, 2008), dengan justifikasi bahwa hutang memberikan risiko finansial yang berat, dan memiliki biaya yang cukup besar dalam pembiayaan hutang itu sendiri (Ng et al, 2008). Namun ada pula yang menyimpulkan bahwa hubungannya adalah positif (Wei dan Varela, 2003), walaupun penelitian terdahulu ini tidak memberikan alasan yang pasti mulai dari hipotesis yang tidak memberikan atribut hubungan positif atau negatif hingga alasan belum adanya bukti empiris yang mendukung untuk melihat sifat hubungan antara *leverage* kinerja BUMN, terutama pada lokasi penelitian yang

dilakukannya yaitu China.

Secara ringkas, maka penelitian terdahulu yang pernah dilakukan dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

Penelitian	Tahun	Variabel	hasil
Qi et al	2000	kepemilikan pemerintah kepemilikan institusi non pemerintah Total Aset	negatif Positif Positif
Sun et al	2002	kepemilikan pemerintah Leverage	non linear konkaf Negatif
Wei dan Varela	2003	kepemilikan pemerintah kepemilikan institusi non pemerintah Total Aset Leverage	non linear konveks Positif negatif Positif
Wei et al	2005	kepemilikan pemerintah kepemilikan institusi non pemerintah total aset	non linear konveks Positif Negatif
Ng et al	2008	kepemilikan pemerintah kepemilikan institusi non pemerintah total aset Leverage	non linear konveks Positif Negatif Negatif

2.2 Kerangka Pemikiran

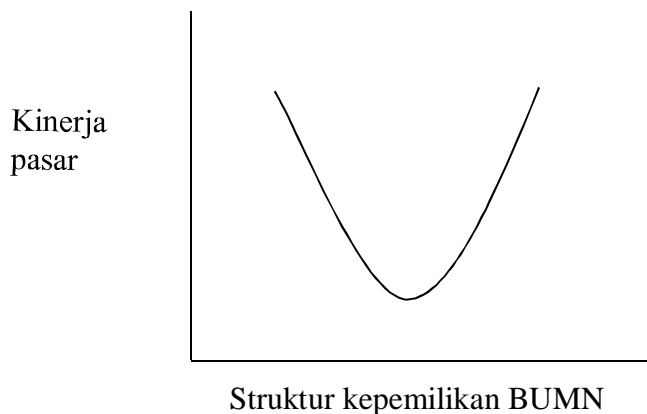
Berdasarkan latar belakang dan perumusan masalah yang telah disebutkan sebelumnya, kemudian dari landasan teori yang dikemukakan serta hasil dari penelitian terdahulu yang dijadikan referensi dari penelitian ini yang kebanyakan menunjukkan hubungan non linear antara struktur kepemilikan saham pemerintah dengan kinerja pasar dari BUMN (Wei dan Varela, 2003; Sun et al., 2002; Wei et

al., 2005 dan Wei, 2007) dan tujuan utama dari penelitian ini yaitu untuk meneliti hubungan antara struktur kepemilikan oleh pemerintah dengan kinerja pasar BUMN, peneliti juga menduga bahwa seharusnya semakin kecil maupun semakin besar struktur kepemilikan saham BUMN dimiliki oleh pemerintah di Indonesia, maka kinerja pasar dari BUMN tersebut akan semakin baik. Ng et al. (2009) di dalam penelitiannya terdahulu menyatakan hal ini dikarenakan :

1. adanya kepemilikan yang jelas dan hak kendali untuk porsi besar kepemilikan pemerintah maupun swasta
2. kontrol pemerintah juga memberikan keuntungan bagi BUMN
3. BUMN yang menguntungkan cenderung akan ditahan oleh pemerintah terkait kepemilikan sahamnya.

Dari penjelasan di atas, maka struktur kepemilikan saham oleh pemerintah dan kinerja pasar BUMN di bursa efek memiliki hubungan non linear konveks (“U”), kurva yang menunjukkan hubungan ini adalah sebagai berikut:

Gambar 2.4
Hubungan antara struktur kepemilikan BUMN
oleh pemerintah dengan kinerja pasar BUMN



Kurva ini menunjukkan bahwa semakin besar struktur kepemilikan pemerintah atas BUMN, akan menurunkan kinerja pasar dari BUMN tersebut, namun pada titik balik tertentu, semakin besar struktur kepemilikan pemerintah justru akan meningkatkan kinerja pasar dari BUMN tersebut.

2.3 Hipotesis

Berdasarkan telaah pustaka dan penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, maka diduga ada hubungan antara kinerja pasar dengan beberapa variabel lain yang berpengaruh sebagai berikut:

1. Hubungan Non Linear antara Porsi Kepemilikan Saham Pemerintah dengan Kinerja Pasar BUMN

Penelitian-penelitian sebelumnya yang meneliti hubungan antara kinerja pasar BUMN dengan porsi kepemilikan saham pemerintah kebanyakan menghasilkan bentuk kurva non linear (Wei dan Varela, 2003; Wei et al., 2005; Sun et al., 2002; Ng, et al, 2008). Dari sini akan dicoba untuk dilakukan hal yang sama dengan yang dilakukan oleh penelitian sebelumnya (Ng, et al, 2008) dengan mengkuadratkan porsi kepemilikan saham pemerintah dan melihat pengaruhnya atas kinerja pasar BUMN, artinya posisi kepemilikan berpengaruh negatif, namun pada titik kepemilikan yang optimal hubungan ini menjadi positif, hal ini dikarenakan 1) adanya kepemilikan yang jelas dan hak kendali untuk porsi besar kepemilikan pemerintah maupun swasta, 2) kontrol pemerintah juga memberikan keuntungan bagi BUMN, dan 3) BUMN yang menguntungkan cenderung akan ditahan oleh pemerintah terkait kepemilikan

sahamnya. Hubungan non linear ini diukur dengan menggunakan kuadrat porsi kepemilikan pemerintah atas saham BUMN. Dari penjabaran ini maka diduga bahwa:

H1. Porsi kepemilikan saham pemerintah atas BUMN memiliki hubungan non linear terhadap kinerja Pasar BUMN.

2. Porsi Kepemilikan Saham Institusi Non Pemerintah dengan Kinerja Pasar BUMN

Saham Institusi Non Pemerintah adalah saham yang dimiliki oleh institusi diluar pemerintah. Xu dan Wang (1997) menjelaskan kategori institusi legal ini sebagai campuran dari berbagai macam institusi lokal. Institusi ini mencakup perusahaan swasta, badan usaha milik negara, dan lembaga keuangan non bank seperti pusat dana investasi dan perusahaan sekuritas. Mengacu pada penelitian sebelumnya, porsi kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah ini diukur dengan persentase kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah ini (Ng, et al., 2008) namun dengan kondisi BUMN di Indonesia yang jarang sekali memiliki kepemilikan saham institusi non pemerintah sesuai dengan pengertian di atas, maka pengukuran yang digunakan adalah ada tidaknya kepemilikan saham semacam ini pada BUMN di Indonesia. Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa hubungan kinerja pasar BUMN dengan porsi kepemilikan saham institusi non pemerintah ini adalah bersifat positif, karena sebagai pemilik, institusi-institusi ini seharusnya dapat mengurangi biaya agensi terkait dengan monitoring yang dilakukan. Dari pendapat ini dan hasil penelitian sebelumnya, maka diduga bahwa:

H2. Kepemilikan institusi-institusi non pemerintah atas saham BUMN (LEGAL) berpengaruh positif terhadap kinerja pasar BUMN.

3. Ukuran (SIZE) BUMN dengan Kinerja Pasar BUMN

Penelitian ini kembali mendasarkan dugaan dari penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan (Ng, et al., 2008) yang meneliti tentang pengaruh ukuran aset (SIZE) dari suatu BUMN terhadap kinerja pasar BUMN tersebut. Qi, et al. (2000) menggunakan hubungan ukuran (SIZE) aset terhadap kinerja pasarnya dan mendapati hubungan positif yang mana semakin besar total aset sebuah BUMN, maka kinerja pasarnya akan semakin baik. Namun demikian, Ng et al (2008) di dalam penelitian sebelumnya menyatakan bahwa dengan alasan BUMN yang lebih besar biasanya memiliki proses birokrasi yang lebih rumit, biaya agensi yang lebih besar dan lebih sensitif terhadap perubahan ekonomi dan politik, maka diambil sebuah dugaan bahwa hubungan antara ukuran (SIZE) BUMN dengan kinerja pasarnya adalah berhubungan negatif. Wei et al. (2005) dalam penelitiannya juga menyatakan hubungan yang negatif antara ukuran (SIZE) dengan kinerja pasar dengan alasan semakin besar aset sebuah perusahaan, maka akan lebih beragam permasalahan mengenai agensi di BUMN tersebut. Ukuran (SIZE) ini diukur dengan logaritma total aset BUMN tersebut. Oleh karena itu pada hipotesis ketiga ini diduga bahwa:

H3. Ukuran (SIZE) BUMN berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar BUMN.

4. Leverage dengan Kinerja pasar BUMN

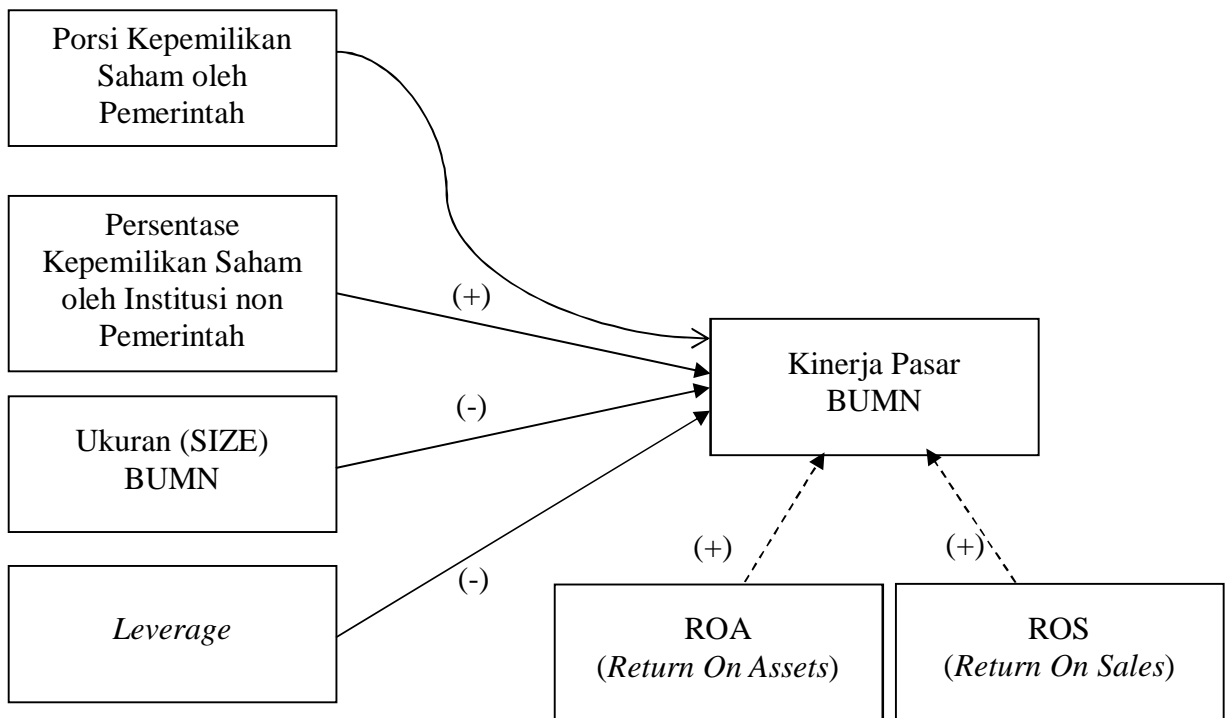
Ng, et al. (2008) juga menyertakan penelitian mengenai hubungan antara

Leverage dan kinerja pasar BUMN, penelitian sebelumnya (Sun et al., 2002) menunjukkan adanya masalah hutang pada BUMN di China, hal ini yang mendasari argumentasi risiko keuangan dan biaya untuk menanggulangi utang yang lebih besar akan membebani BUMN dalam mencapai kinerja yang diharapkan. D'Souza dan Megginson (1999) dalam penelitiannya juga menemukan hal yang serupa dimana ada penurunan tingkat *leverage* ketika terjadi privatisasi sebuah BUMN, yang secara implisit menyatakan bahwa peningkatan kinerja yang diharapkan muncul dari privatisasi yang dilakukan akan berhubungan dengan turunnya tingkat hutang BUMN tersebut. Dari berbagai penelitian terdahulu dan logika yang mendasari hubungan antara *leverage* dengan kinerja pasar BUMN, maka diduga bahwa:

H4. *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar BUMN.

Berikut ini adalah gambar yang menunjukkan kerangka hipotesis dan hubungan yang diharapkan dari masing-masing hipotesis:

Gambar 2.5
Kerangka Hipotesis



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

3.1.1 Variabel Penelitian

3.1.1.1 Variabel Dependen

Variabel dependen (variabel terikat) adalah variabel yang tergantung pada variabel bebas, atau variabel yang dipengaruhi oleh variabel lainnya. Variabel dependen yang digunakan adalah kinerja pasar (*market performance*) dengan pengukuran menggunakan metode *Tobin's Q*, sebuah metode yang dikembangkan oleh James Tobin (1969) yaitu rasio nilai pasar dan nilai pengganti dari aset yang sama. *Tobin's Q* dihitung dengan cara yang sama dengan penelitian Wei dan Varela (2003), Loderer dan Martin (1997), dan Ng, et al. (2008) yaitu:

$$\textit{Tobin's Q} = (\text{Nilai pasar ekuitas} + \text{nilai buku utang jangka pendek} + \text{nilai buku utang jangka panjang}) / \text{nilai buku total aset}$$

Dari formula ini dapat dilihat, apabila nilai pasar saham yang tercatat pada laporan keuangan sama dengan harga saham yang tercatat pada bursa, maka rasio akan menjadi 1,0. Jika lebih dari 1,0 maka pasar menilai lebih sebuah perusahaan dari pada nilai bukunya, artinya kinerja pasarnya lebih baik di bursa daripada sebelum melakukan Penawaran Umum Perdana Saham (*Initial Public Offering/IPO*).

3.1.1.2 Variabel Independen

Variabel independen (variabel bebas) merupakan variabel yang mempengaruhi atau menjadi penyebab dalam hubungannya dengan variabel dependen (terikat). Pada penelitian ini, variabel independennya adalah struktur kepemilikan BUMN oleh pemerintah, menurut Ng, et al. (2008), struktur kepemilikan ini diwakili oleh variabel-variabel sebagai berikut:

1. Porsi Kepemilikan Saham Pemerintah (STATE²)

Penelitian yang akan dilakukan ini secara eksplisit menjelaskan tentang struktur kepemilikan BUMN oleh pemerintah, sehingga untuk mengukur struktur kepemilikan ini, variabel pertama yang paling berpengaruh adalah porsi kepemilikan sahamnya oleh pemerintah. Hal ini dapat dilihat dari pernyataan Wei dan Varela (2003) yang menyatakan bahwa :

“high state ownership in the firm requires that the state hire agents to look after its own interest, and result in lower performance as government agents act in their own rather than that of the state's best interest (p. 74)”

Namun demikian, penelitian sebelumnya yang meneliti hubungan antara kepemilikan saham pemerintah dan kinerja pasar ternyata menghasilkan kurva non-linear (Wei dan Varela, 2003; Wei et al.,2005; Sun et al.,2002), bahkan penelitian-penelitian tersebut menunjukkan bentuk kurva saling keterbalikan – konkaf dan konveks. Hipotesis yang diharapkan adalah variabel ini berpengaruh positif terhadap kinerja pasar BUMN, artinya porsi kepemilikan ini berpengaruh negatif, namun pada titik belok tertentu hubungan ini berubah menjadi positif, dengan alasan sebagai berikut 1) adanya kepemilikan yang jelas dan hak kendali untuk porsi besar kepemilikan pemerintah maupun

swasta, 2) kontrol pemerintah juga memberi keuntungan bagi BUMN, dan 3) BUMN yang menguntungkan cenderung akan ditahan oleh pemerintah terkait kepemilikan sahamnya. Perhitungan untuk variabel ini adalah dengan cara mengkuadratkan persentase kepemilikan saham pemerintah.

2. Porsi Kepemilikan Saham BUMN oleh institusi non pemerintah (LEGAL)

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa hubungan yang dibangun antara kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah dan kinerja pasar BUMN adalah hubungan yang positif, karena sebagai pemegang saham yang cukup besar, institusi ini seharusnya akan mengurangi biaya agen terkait dengan monitoring BUMN tersebut. Xu dan Wang (1997) menjelaskan kategori institusi legal ini sebagai campuran dari berbagai macam institusi lokal yang mencakup perusahaan swasta, badan usaha milik negara, dan lembaga keuangan non bank seperti pusat dana investasi dan perusahaan sekuritas. Walaupun institusi ini memiliki akar kepemilikan dari pemerintah, namun institusi-institusi ini lebih berorientasi ekonomis, mencari keuntungan, dan lebih memiliki kebebasan ekonomi dalam memformulasikan dan mengimplementasikan strategi perusahaan yang menguntungkan dibandingkan dengan pemerintah. Variabel LEGAL diukur dengan metode dummy (1 dan 0) dilihat dari ada tidaknya kepemilikan institusi non pemerintah pada BUMN di Indonesia

3. Ukuran Badan Usaha Milik Negara (SIZE)

Variabel ini memiliki pengaruh yang cukup penting dalam mengukur kinerja sebuah BUMN. Hipotesis yang dikembangkan untuk variabel ini adalah

berpengaruh negatif terhadap kinerja pasarnya. Alasannya adalah BUMN yang lebih besar biasanya memiliki proses birokrasi yang lebih rumit, biaya agensi/penempatan pegawai pemerintah yang lebih besar, dan lebih sensitif terhadap perubahan ekonomi dan politik. SIZE ini diukur dengan logaritma natural dari total aset dalam rupiah.

4. *Leverage* (LEVERAGE)

Sun et al. (2002) menjelaskan bahwa:

“the debt problem of SOEs is a big issue in China and has plagued SOE reform all along. From 1984 to 1994, the average debt ratio of SOE jumped from 18.7% to 79%. In 1994, 27.6% of SOE had total debts higher than their total asset values”

Pada penelitian ini juga akan disertakan perhitungan *leverage* karena hal ini masih relevan untuk diterapkan pada BUMN di Indonesia. *Leverage* (LEVERAGE) adalah rasio total utang (Total aset/total utang). Hipotesis atas variabel ini adalah berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar dengan argumentasi risiko keuangan dan biaya untuk menanggulangi utang yang lebih besar akan membebani BUMN dalam mencapai kinerja yang diharapkan.

3.1.1.3 Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang digunakan untuk mendukung penelitian namun tidak dihipotesiskan, fungsi dari variabel ini adalah untuk menambah tingkat keakuratan dari penelitian yang akan dilakukan. Pada penelitian ini, akan digunakan dua variabel kontrol yaitu Tingkat Pengembalian Aset (ROA) dan Tingkat Pengembalian Penjualan (ROS). Penelitian sebelumnya memiliki bermacam-macam metode untuk ukuran pengaruh ini. Sun et al. (2002)

dan Wei et al. (2005) tidak menggunakan pengukuran variabel ROA, sementara Wei et al. (2003) menggunakan EPS dan pada kesempatan lain menggunakan tingkat pengembalian atas penjualan (ROS). Selain itu Wang et al. (2004) menggunakan ROA dan ROS sebagai faktor yang berpengaruh terhadap kinerja pasar BUMN di China. Penelitian ini akan menggunakan tingkat pengembalian aset (ROA) dan tingkat pengembalian penjualan (ROS) sebagaimana juga diterapkan pada penelitian yang dilakukan oleh Wang, et al (2004). Hubungan yang diharapkan dari kedua variabel ini adalah berpengaruh positif terhadap kinerja pasar BUMN, karena profitabilitas berbanding lurus dengan kinerja dari sebuah perusahaan yang dalam hal ini adalah BUMN. ROA diukur dengan membagi laba bersih dengan total nilai buku asset, sedangkan ROS diukur dengan membagi laba bersih dengan total nilai penjualan.

Pada penelitian ini, tidak akan dimasukkan variabel independen EXCHANGE sebagai faktor yang mempengaruhi kinerja pasar BUMN sebagaimana yang dilakukan oleh Ng, et al (2008) di Cina dengan argumentasi bahwa variabel ini tidak relevan untuk diterapkan di Indonesia. Variabel EXCHANGE adalah variabel yang mengukur dimana saham BUMN tersebut beredar, variabel ini menggunakan data *dummy* (1 dan 0) untuk mendeskripsikan saham BUMN yang beredar di *Shanghai Stock Exchange* (1) dan *Shenzuan Stock Exchange* (0) di China (Ng, et al. 2008), sedangkan di Indonesia hanya memiliki satu bursa efek saja yaitu Bursa Efek Indonesia.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh laporan keuangan auditan BUMN yang sudah melaksanakan Penawaran Umum Perdana Saham (*Initial Public Offering/IPO*) di Bursa Efek Indonesia tahun 2004 - 2011. Metode yang digunakan adalah metode sensus yaitu menggunakan seluruh data laporan keuangan auditan dari seluruh BUMN yang sudah melaksanakan Penawaran Umum Perdana Saham (*Initial Public Offering/IPO*) mulai tahun 2004-2011. Berikut adalah data yang akan digunakan di dalam penelitian ini:

Tabel 3.1
Jumlah Populasi dan Data Yang Diteliti

Nama BUMN	Tahun Laporan Keuangan Auditan								Jumlah
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
PT Indofarma Tbk									8
PT Kimia Farma Tbk									8
Perusahaan Gas Negara Tbk									8
PT Bukit Asam Tbk									8
PT Krakatau Steel Tbk									2
PT Adhi Karya Tbk									8
PT Pembangunan Perumahan Tbk									2
PT Wijaya Karya Tbk									5
BNI Tbk									8
BRI Tbk									8
BTN Tbk									3
Bank Mandiri Tbk									8
PT Aneka Tambang Tbk									8
PT Timah Tbk									8
PT Semen Gresik Tbk									8
PT Jasa Marga Tbk									5
PT Garuda Indonesia Tbk									1
PT Telkom Tbk									8
Jumlah	12	12	12	14	14	15	17	18	114

3.3 Jenis dan Sumber Data

Variabel penelitian ini akan menggunakan data sekunder yaitu laporan keuangan auditan BUMN yang telah melakukan Penawaran Umum Perdana

Saham (*Initial Public Offering/IPO*) melalui Bursa Efek Indonesia dari tahun 2004 – 2011. Sumber data berasal dari sumber eksternal yaitu:

1. Bursa Efek Indonesia yang setiap tahunnya meng-*upload* laporan keuangan auditan dari seluruh perusahaan yang ada di bursa.
2. ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) berupa data pergerakan harga pasar saham BUMN yang sudah melakukan Penawaran Umum Perdana Saham (*Initial Public Offering/IPO*) dan persentase kepemilikan saham BUMN oleh pemerintah dan non pemerintah di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2004 – 2011.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Data sekunder yang berupa laporan keuangan auditan BUMN yang sudah melakukan Penawaran Umum Perdana Saham (*Initial Public Offering/IPO*) di Bursa Efek Indonesia akan dikumpulkan dengan metode dokumentasi. Seluruh data sekunder ini dikumpulkan dengan cara mengunduh dari situs *online* Bursa Efek Indonesia dan akan ditabulasikan menggunakan aplikasi komputer sesuai dengan kebutuhan penelitian berdasarkan variabel-variabel dependen dan independen yang sudah ditetapkan di awal penelitian ini.

3.5 Metode Analisis

Metode analisis pada penelitian ini menggunakan regresi linear dengan melakukan regresi data *cross section time series* (Wei dan Varela, 2003; Sun et al., 2002). Data ini diambil dari laporan keuangan auditan BUMN yang sudah

melakukan Penawaran Umum Perdana Saham (*Initial Public Offering/IPO*) tahun 2004 – 2011 kemudian ditabulasikan dan dihitung sesuai dengan pengukuran masing-masing variabelnya menggunakan *Microsoft Excel*, yang selanjutnya akan diekspor ke aplikasi SPSS untuk dihitung dengan menggunakan *Ordinary Least Squares* (OLS). Sebelum dilakukan regresi, data akan divalidasi dengan menggunakan uji asumsi klasik sebagai berikut:

1. Uji Multikolinieritas

Uji ini dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen) (Ghozali, 2011). Hal ini akan ditunjukkan pada hasil uji kolinieritas, yang mana akan diidentifikasi apakah antar variabel memiliki korelasi yang kuat (di atas 95%). Dan berikutnya melalui statistik kolinieritas yang akan menguji apakah *Tolerance* berada di bawah nilai 0,1 dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) berada di bawah di atas nilai 10, jika tidak maka dapat dikatakan bahwa dalam model yang diajukan tidak terjadi multikolinieritas

2. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (periode sebelumnya) (Ghozali, 2011). Uji autokorelasi yang digunakan pada penelitian ini adalah Uji Durbin-Watson. Pada uji Durbin-Watson, syarat untuk tidak terjadinya autokorelasi adalah nilai uji harus berada pada kisaran d_u dan $4-d_u$. Untuk jumlah objek 114, maka nilai d_u adalah 1,832.

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain, apabila tetap maka disebut homoskedastisitas, jika berbeda maka disebut heteroskedastisitas (Ghozali, 2011). Uji ini secara sederhana dapat dilihat melalui *scatterplot* dan mengidentifikasi persebaran yang ada di bawah dan di atas titik nol, apabila menyebar secara merata maka data dapat dikatakan data tidak mengalami permasalahan heteroskedastisitas

4. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2011). Pengujian menggunakan nilai Kolmogorov-Smirnov dan signifikansinya. Apabila berada di atas nilai signifikansi yang ditentukan (semisal 0.05), maka dapat dikatakan bahwa data terdistribusi secara normal.

5. Uji Linieritas

Uji Linieritas digunakan untuk melihat apakah spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau tidak (Ghozali, 2011). Uji ini menggunakan kembali nilai Durbin Watson yang didapatkan untuk melihat apakah model dari regresi ini sudah benar atau masih salah.

Regresi yang dilakukan menggunakan persamaan:

$$(1) \text{ Tobin's } Q = \alpha + \beta_1 \text{ STATE} + \beta_2 \text{ STATE}^2 + \beta_3 \text{ LEGAL} + \beta_4 \text{ SIZE} + \beta_5 \text{ LEVERAGE} + \beta_6 \text{ ROA} + \beta_7 \text{ ROS} + \text{Error}$$

Penjelasan untuk komponen-komponen pada persamaan regresi linear

berganda tersebut di atas terdapat di dalam tabel spesifikasi variabel dependen dan independen sebagai berikut:

Tabel 3.2
Spesifikasi variabel dalam persamaan

Variabel	Deskripsi	Pengukuran	Hubungan
Tobin's Q	Variabel Dependen	Tobin's Q formula	
A	Konstanta		
STATE	Kepemilikan pemerintah	persentase kepemilikan oleh pemerintah	Negatif
STATE ²	Kepemilikan pemerintah	Kuadrat persentase kepemilikan oleh pemerintah	Positif
LEGAL	Kepemilikan insititusi non pemerintah	Dummy (1 dan 0)	Positif
SIZE	Ukuran Perusahaan	Logaritma natural total aset	Negatif
LEVERAGE	Leverage	Total Utang/Total Aset	Negatif
ROA	Return on Assets	Laba bersih/total nilai buku aset	Positif
ROS	Return On Sales	Laba bersih/total nilai penjualan	Positif

Pada penelitian ini, akan digunakan alat statistik regresi linear karena hubungan yang dibangun antara variabel dependen dan independen merupakan hubungan pengaruh langsung tanpa ada variabel moderasi maupun mediasi, di samping itu, populasi data yang digunakan seluruhnya menggunakan skala pengukuran rasio dan hubungan serta pengaruh yang diteliti hanya memiliki satu variabel dependen.