



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

Yuda Pamungkas, Fuad¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

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 indicate that determinants such as government ownership, assets and leverage affect the SOE's market performance significantly with a non-linear convex, positive and negative relationship respectively. However, private ownership becomes the only determinant that does not explain the SOE's low or high market performance.

Keywords : State Owned Enterprises, government ownership, private ownership, state owned enterprise.

PENDAHULUAN

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. 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". 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.

¹Corresponding author

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.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis Kepemilikan saham pemerintah atas BUMN, Kepemilikan institusi non pemerintah atas saham BUMN, Jumlah aset BUMN dan rasio utang (*leverage*) BUMNmiliki pengaruh terhadap kinerja pasar BUMN yang sudah melaksanakan privatisasi.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Privatisasi yang dilakukan pemerintah terhadap BUMN berkaitan erat dengan Teori Biaya Agensi *Agency Cost Theory* (Jensen dan Meckling, 1976) yang 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.

Kedua teori di atas menyatakan bahwa dorongan bagi pemerintah untuk melaksanakan privatisasi adalah buruknya atau lemahnya kinerja BUMN saat ini. Salah satu cara untuk mendorong kinerja BUMN ke arah yang lebih baik adalah dengan melakukan privatisasi. Privatisasi ini dilakukan dengan harapan BUMN dapat memperbaiki seluruh aspek manajemen dari perusahaan agar pada akhirnya dapat memiliki kinerja lebih baik, profit lebih besar, namun tetap dalam koridor pelayanan terbaik kepada masyarakat.

Pengaruh 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.

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.

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.
Leverage dengan 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.*

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel kinerja pasar (*market performance*) diukur 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:

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

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*). Variabel Porsi Kepemilikan Saham Pemerintah ($STATE^2$) diukur dengan cara mengkuadratkan persentase kepemilikan saham pemerintah (Ng *et al.*, 2008) untuk menentukan hubungan yang muncul dan membuka kemungkinan adanya hubungan non-linear antara porsi kepemilikan pemerintah dengan kinerja pasar BUMN sebagaimana disebutkan dalam hipotesis sebelumnya. Variabel Porsi Kepemilikan Saham BUMN oleh institusi non pemerintah (LEGAL) diukur dengan metode dummy (1 dan 0) dilihat dari ada tidaknya kepemilikan institusi non pemerintah pada BUMN di Indonesia, metode pengukuran ini dilakukan dengan pertimbangan bahwa tidak besarnya porsi kepemilikan swasta pada BUMN sehingga perlu ada metode pengukuran berbeda untuk menjelaskannya. Variabel Ukuran Badan Usaha Milik Negara (SIZE) diukur dengan logaritma natural dari total aset dalam rupiah karena metode ini yang populer untuk digunakan (Ng *et al.*, 2008, Wei dan Varela, 2003). Variabel *Leverage* (LEVERAGE) diukur dengan rasio total utang (Total aset/total utang) sesuai dengan penamaannya dan penelitian sebelumnya yang menggunakan metode pengukuran yang sama (Ng *et al.*, 2008, Wei dan Varela, 2003, Sun *et al.*, 2002)

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. Tabel 1 menunjukkan jumlah populasi dan data yang akan diteliti.

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.

Tabel 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	1	1	1	1	1	1	1	1	8
PT Kimia Farma Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	8
Perusahaan Gas Negara Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	8
PT Bukit Asam Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	8
PT Krakatau Steel Tbk							1	1	2
PT Adhi Karya Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	8
PT Pembangunan Perumahan Tbk							1	1	2
PT Wijaya Karya Tbk				1	1	1	1	1	5
BNI Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	8
BRI Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	8
BTN Tbk						1	1	1	3
Bank Mandiri Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	8
PT Aneka Tambang Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	8
PT Timah Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	8
PT Semen Gresik Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	8
PT Jasa Marga Tbk				1	1	1	1	1	5
PT Garuda Indonesia Tbk								1	1
PT Telkom Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	8
Jumlah	12	12	12	14	14	15	17	18	114

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2013

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.

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).

Regresi yang dilakukan menggunakan persamaan:

$$(1) \text{ Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{ STATE} + \beta_2 \text{ STATE}^2 + \beta_3 \text{ LEGAL} + \beta_4 \text{ SIZE} + \beta_5 \text{ LEVERAGE} + \beta_6 \text{ ROA} + \beta_7 \text{ ROS} + \text{Error}$$

Penjelasan untuk komponen-komponen pada persamaan regresi linear berganda tersebut di atas terdapat di dalam tabel 2 spesifikasi variabel dependen dan independen sebagai berikut:

Tabel 2
Spesifikasi variabel dalam persamaan

Variabel	Deskripsi	Pengukuran	Hubungan
Tobin's Q	Variabel Dependen Konstanta	Tobin's Q formula	
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.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Dari jumlah seluruh BUMN di Indonesia yaitu seratus empat puluh satu BUMN, ada delapan belas BUMN yang sudah melaksanakan IPO dan dikategorikan berdasarkan bidang pekerjaannya sebagai berikut:

Tabel 3
Jumlah BUMN IPO Berdasarkan Bidang Pekerjaan

Bidang Pekerjaan	BUMN	Jumlah
Aneka Industri	PT Indofarma Tbk, PT Kimia Farma Tbk	2
Industri Strategis	PT Krakatau Steel Tbk, Perusahaan Gas Negara Tbk, PT Bukit Asam Tbk, PT Aneka Tambang Tbk, PT Timah Tbk	5
Pertambangan dan Semen	PT Semen Gresik Tbk	1
Konstruksi	PT Adhi Karya Tbk, PT Pembangunan Perumahan Tbk, PT Wijaya Karya Tbk	3
Perbankan	BNI Tbk, Bank Mandiri Tbk, BTN Tbk, BRI Tbk	4
Prasarana Angkutan	PT Jasa Marga Tbk	1
Sarana Angkutan dan Pariwisata	PT Garuda Indonesia Tbk	1
Telekomunikasi	PT Telkom Tbk	1
Jumlah		18

Analisa dilakukan dengan menggunakan regresi linear terhadap seluruh objek penelitian sejumlah seratus empat belas data, namun output dari analisis menyatakan bahwa ada 2 data yang memiliki masalah *casewise diagnostic* seperti pada tabel 4 berikut:

Tabel 4
Casewise Diagnostic

Case Number	Std. Residual	TOBINSQ	Predicted Value	Residual
47	5.604	7,75	3,357	4,392
50	3.974	6,93	3,814	3,115

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2013

Dikarenakan masalah ini, maka data nomor 47 dan 50 dieliminasi dari perhitungan untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat, sehingga jumlah data atau objek penelitian yang akan dianalisis menjadi seratus dua belas data. Regresi linear yang dilakukan pada penelitian ini menghasilkan output statistik deskriptif sebagai berikut:

Tabel 5
Statistik Deskriptif

Nama Variabel	Minimum Statistic	Maximum Statistic	Mean Statistic	Std. Deviation Statistic
Porsi Kepemilikan Saham Pemerintah	.51	.99	.65	.12
Porsi Kepemilikan Saham Pemerintah	0,26	0,98	0,44	0,17
Ukuran BUMN	26,97	33,94	30,38	1,88
Rasio Utang BUMN	0,18	0,92	0,58	0,24
Tingkat Pengembalian Aset	0	0,43	0,08	0,08
Tingkat Pengembalian Penjualan	0,02	0,57	0,17	0,12
Kinerja Pasar BUMN	0,84	5,78	2,01	1,13
Valid N (listwise)				

Deskripsi Variabel

Data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan skala interval dan rasio (untuk variabel STATE, STATE², SIZE, LEVERAGE, ROA, dan ROS), serta skala nominal (untuk variabel LEGAL). Pada tabel di atas, secara jelas bisa dilihat bahwa variabel-variabel dalam penelitian ini tidak memiliki masalah berarti. Angka rata-rata masing-masing variabel tidak memiliki deviasi standar yang sangat signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa data yang akan dianalisis merupakan data yang baik, kecuali untuk data variabel LEGAL, yang mana dalam penelitian ini menggunakan metode *dummy* (1 dan 0) maka akan dijelaskan dengan tabel frekuensi distributif di bawah ini:

Tabel 6
Frekuensi Distributif

Variabel	N	Metode	Jumlah 1	Jumlah 0
Porsi Kepemilikan saham BUMN oleh Institusi non Pemerintah	114	Dummy	16	98

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2013

Dari tabel di atas dapat dinyatakan bahwa objek penelitian yang tidak memiliki status kepemilikan saham institusi non pemerintah lebih dari lima persen (5%) berjumlah 98 objek atau lebih banyak dibandingkan dengan yang memiliki status tersebut yang hanya berjumlah 16 objek. Dapat disimpulkan pula bahwa jumlah BUMN yang tidak memiliki kepemilikan saham institusi non pemerintah dalam struktur kepemilikan sahamnya lebih banyak dibandingkan yang memiliki saham tersebut.

Pembahasan Hasil Penelitian

Regresi yang dilakukan dengan menggunakan data sekunder di atas menghasilkan tabel sebagai berikut:

Tabel 7
Hasil Regresi

Model	Unstandardized Coefficients		
	B	t	Sig.
1 (Constant)	4.758	2.247	.027
STATE	-14.261	-2.885	.005
STATE2	8.374	2.462	.015
LEGAL	-.277	-1.308	.194
SIZE	.105	2.279	.025
LEVERAGE	-1.509	-3.472	.001
ROA	7.656	6.510	.000
ROS	-.028	-.045	.964

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2013

Tabel di atas menunjukkan bahwa, kecuali untuk variabel LEGAL dan ROS, seluruh variabel memiliki tingkat signifikansi yang baik ($\leq 0,05$), yang artinya memiliki pengaruh signifikan baik secara negatif maupun positif terhadap variabel dependennya. Variabel STATE dan STATE2 memiliki secara berturut-turut memiliki pengaruh negatif signifikan dan positif signifikan terhadap terhadap TOBINSQ, sedangkan variabel LEGAL memiliki pengaruh negatif terhadap TOBINSQ namun tidak signifikan. Selanjutnya variabel SIZE memiliki pengaruh positif signifikan terhadap TOBINSQ, kemudian variabel LEVERAGE memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap TOBINSQ. Untuk kedua variabel kontrol yaitu ROA dan ROS secara berurutan memiliki pengaruh positif signifikan dan pengaruh negatif tidak signifikan terhadap TOBINSQ.

Pada hipotesis pertama digunakan dua variabel independen untuk menentukan hubungan non linearnya dengan variabel dependen. Variabel yang digunakan adalah variabel STATE dan STATE2. Dari hasil regresi pada tabel 4.10 di atas, maka didapatkan hasil variabel STATE yang memiliki pengaruh signifikan negatif (koefisien beta negatif) terhadap TOBINSQ (tingkat signifikansi 0,005) dan variabel STATE2 yang memiliki pengaruh signifikan positif (koefisien beta positif) terhadap TOBINSQ (tingkat signifikansi 0,015). Dari hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa semakin kecil porsi kepemilikan saham BUMN oleh pemerintah, maka semakin baik kinerja pasar dari saham BUMN tersebut, namun pada titik belok tertentu, yang terjadi adalah kinerja pasar saham BUMN juga akan terlihat baik dengan semakin tingginya tingkat kepemilikan saham oleh pemerintah. Hubungan ini memunculkan hubungan non-linear antara kepemilikan saham BUMN oleh pemerintah dengan kinerja pasar saham BUMN tersebut sekaligus menyatakan bahwa hipotesis pertama penelitian ini (H1. Porsi kepemilikan saham pemerintah atas BUMN memiliki hubungan non linear terhadap kinerja Pasar BUMN) diterima. Hubungan linear yang terjadi adalah bersifat konveks atau membentuk garis U. Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yang meneliti dan mendapatkan hasil sama (Wei dan Varela, 2003, Wei, *et al*, 2005, Ng, *et al*, 2008).

Pengujian hipotesis kedua menggunakan variabel independen LEGAL yaitu kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah. Dikarenakan variabel ini diukur dengan variabel *dummy* (satu dan nol) maka yang akan diamati adalah ada tidaknya pengaruh dari keberadaan kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah terhadap kinerja pasar BUMN tersebut. Dari tabel 4.10 dapat dilihat bahwa variabel LEGAL berpengaruh negatif terhadap TOBINSQ namun tidak signifikan (nilai signifikansi 0,194). Dari hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa keberadaan kepemilikan saham oleh institusi non-pemerintah berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kinerja saham BUMN tersebut. Hal ini membuat hipotesis kedua (H2. Kepemilikan saham BUMN oleh institusi-institusi non pemerintah (LEGAL) berpengaruh positif terhadap kinerja pasar BUMN) tidak terbukti. Hal ini mungkin disebabkan terutama oleh justifikasi

dalam penelitian ini yang tidak menggunakan pengukuran yang sama dengan penelitian sebelumnya (Ng, *et al*, 2008). Penelitian terdahulu menggunakan pengukuran berupa persentase kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah, sedangkan penelitian ini hanya menggunakan metode *dummy* (satu dan nol) untuk mengukur ada atau tidaknya status kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah. Justifikasi ini muncul dikarenakan sebagian besar BUMN tidak memiliki status kepemilikan saham oleh institusi non pemerintah di dalam struktur kepemilikan sahamnya.

Hipotesis ketiga menggunakan variabel SIZE atau ukuran nilai total aset dari BUMN yang diamati dan hubungannya dengan kinerja pasar saham BUMN tersebut. Pada tabel 4.10 terlihat bahwa variabel SIZE memiliki pengaruh positif (koefisien beta positif) dan signifikan (tingkat signifikansi 0,025) terhadap TOBINSQ. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa semakin besar jumlah aset yang dimiliki oleh sebuah BUMN, maka akan semakin baik pula kinerja pasar dari saham BUMN tersebut di bursa. Sekaligus menerangkan bahwa hipotesis ketiga (H3. Ukuran atau SIZE BUMN berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar BUMN) ditolak. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian terdahulu (Ng *et al* 2008) yang menyatakan bahwa hubungan antara ukuran BUMN dan kinerja pasar BUMN adalah negatif ternyata tidak terbukti. Namun demikian, hasil ini juga menunjukkan konsistensi dengan penelitian terdahulu lainnya (Qi *et al*, 2000) yang menunjukkan hubungan positif antara ukuran BUMN dengan kinerja pasar BUMN.

Variabel yang digunakan pada hipotesis keempat adalah variabel LEVERAGE berupa rasio hutang dari BUMN dan hubungannya dengan kinerja pasar BUMN tersebut. Dari tabel 4.10 tampak bahwa variabel LEVERAGE berpengaruh negatif (koefisien beta negatif) dan signifikan (tingkat signifikansi 0,001) terhadap TOBINSQ. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa semakin besar rasio hutang sebuah BUMN, maka semakin rendah kinerja pasar sahamnya di bursa. Dengan hasil ini pula dapat dikatakan bahwa hipotesis keempat (H4. *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar BUMN) terbukti. Di samping itu, hubungan negatif ini juga konsisten dengan penelitian terdahulu (D'souza dan Megginson, 1999, Sun *et al*, 2002, dan Ng *et al*, 2008) yang menyatakan bahwa hubungan antara *leverage* atau rasio utang BUMN berhubungan negatif dengan kinerja pasar BUMN tersebut.

KESIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham BUMN oleh pemerintah memberikan pengaruh yang non linear terhadap kinerja saham BUMN tersebut, terlihat dari dua variabel yang digunakan di dalam hipotesis, kemudian menghasilkan nilai negatif dan berbalik positif pada titik balik tertentu, artinya semakin kecil porsi kepemilikan saham BUMN oleh pemerintah, maka semakin baik kinerja pasar saham BUMN tersebut, namun pada titik balik tertentu, hubungan ini berubah menjadi sebaliknya, yaitu kinerja pasar yang akan baik pula ketika porsi kepemilikan pemerintah atas saham BUMN semakin besar. Hal ini membuktikan hipotesis pertama penelitian ini yang menyatakan bahwa kepemilikan saham BUMN oleh pemerintah memiliki hubungan non linear terhadap kinerja pasar saham BUMN tersebut. Hasil ini konsisten pula dengan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa hubungan antara kepemilikan saham BUMN oleh pemerintah dengan kinerja pasar saham BUMN adalah non linear (Wei dan Varela, 2003, Wei *et al*, 2005, dan Ng *et al*, 2008). Di samping itu, keberadaan kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah berpengaruh negatif walaupun tidak secara signifikan kepada kinerja pasar saham BUMN tersebut. Artinya walaupun tidak secara signifikan memiliki pengaruh, namun keberadaan kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah akan membuat kinerja pasar saham BUMN tersebut menjadi rendah. Hasil ini sekaligus menjelaskan bahwa hipotesis kedua penelitian ini yang menyatakan bahwa kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah berpengaruh positif terhadap kinerja pasar BUMN tidak terbukti. Hal ini kemungkinan besar disebabkan oleh justifikasi peneliti yang menggunakan data *dummy* (satu dan nol) untuk metode pengukurannya, berbeda dari penelitian-penelitian sebelumnya yang menggunakan variabel yang sama (Wei dan Varela, 2003, Ng *et al*, 2008). Jumlah aset yang dimiliki sebuah BUMN ternyata berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja pasar saham BUMN tersebut. Dari hasil interpretasi data didapat hasil bahwa ternyata jumlah aset BUMN berpengaruh secara positif signifikan terhadap kinerja pasar saham BUMN. Artinya semakin besar jumlah aset yang dimiliki oleh BUMN tersebut, maka semakin baik kinerja pasar sahamnya. Hal ini ternyata berlawanan dengan

hipotesis ketiga penelitian ini yang menyatakan ukuran BUMN atau jumlah aset BUMN berhubungan negatif terhadap kinerja pasar saham BUMN. Hasil ini juga tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menjadi acuan penelitian ini (Ng *et al*, 2008), namun konsisten dengan penelitian terdahulu yang lainnya (Qi *et al*, 2000). Rasio Hutang BUMN berhubungan secara negatif dan signifikan terhadap kinerja pasar saham BUMN. Hubungan ini diinterpretasikan dengan semakin besar rasio utang (*leverage*) sebuah BUMN, maka semakin rendah kinerja pasar saham BUMN. Hal ini sesuai dengan hipotesis keempat penelitian ini yang menyatakan bahwa *leverage* berhubungan negatif dengan kinerja pasar BUMN. Hal ini juga konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang menggunakan variabel yang sama (D'souza dan Megginson, 1999, Sun *et al*, 2002, Ng *et al*, 2008).

Penelitian ini juga memiliki keterbatasan. *Pertama*, Variabel LEGAL yang menggunakan metode pengukuran *dummy* (satu dan nol) ternyata tidak dapat secara tepat memprediksi hipotesis dan malah jauh melenceng dari hipotesis yang diharapkan. Awalnya justifikasi atas metode pengukuran ini diharapkan dapat menyederhanakan dan menggantikan metode pengukuran awal yang didasarkan pada penelitian sebelumnya berupa persentase kepemilikan saham BUMN oleh institusi non pemerintah, namun hasil yang didapatkan ternyata tidak sesuai dengan yang diharapkan. *Kedua*, Variabel SIZE berupa jumlah aset yang ternyata setelah dilakukan analisis menghasilkan hubungan yang bertolak belakang dengan hipotesis yang diharapkan, namun masih konsisten dengan penelitian terdahulu yang pernah dilakukan. Dari hasil hubungan variabel SIZE dengan variabel dependen TOBINSQ pada penelitian ini diperoleh sebuah penegasan bahwa sifat asli hubungan antara jumlah aset dengan kinerja pasar sahamnya belum dapat disimpulkan dengan pasti.

Atas dasar keterbatasan tersebut, maka untuk penelitian selanjutnya agar bisa ditambahkan variabel-variabel lain yang dapat memperjelas hubungan antara kinerja pasar dengan faktor-faktor yang berkaitan dengannya. Di samping itu, dapat dicoba pula untuk mengembalikan metode pengukuran untuk variabel LEGAL kembali seperti penelitian sebelumnya dengan harapan dapat diperoleh hasil yang lebih baik. Perluasan populasi data juga bisa dilakukan dengan rentang waktu yang lebih panjang daripada yang dilakukan oleh penelitian ini, karena setiap tahun di Indonesia akan selalu bertambah jumlah BUMN yang melaksanakan IPO.

REFERENSI

- Alchian, A. 1961. Some Economic of Property. *Rand Corporation*. Santa Monica, CA, p. 2316
- Alchian, A dan Demsetz H. 1972. Production, Information costs and economic organization. *American Economic Review* 62, 777-795
- Badan Perencanaan Nasional, 2009, *Handbook 2009*, Jakarta
- Boubakri, N., Cosset, J., 1998. The financial and operating performance of newly privatized firms: evidence from developing countries. *Journal of Finance* 53, 1081–1110.
- Boycko, M., Shleifer, A., Vishny, R., 1996. A theory of privatization. *Economic Journal* 106, 309–319.
- Djuraid, Hadi M., 2011, “Isu Krusial Seputar Privatisasi” *BUMN Track*, 24 Januari 2011
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Undip
- Jensen, Michael C., Meckling, William H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305-360 (October)
- Loderer, C.G., Martin, K., 1997. Executive stock ownership and performance: tracking faint traces. *Journal of Financial Economics* 45, 223–255.
- Megginson, W., Nash, R., Randenborgh, M., 1994. The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis. *Journal of Finance* 49, 403–452.



- Ng, Yuce, dan Chen. 2008. Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China's privatized firms. *Pacific-Basin Finance Journal* 17, 413-443
- Nugroho, Riant dan R.R.Wrihatnolo. 2008. Manajemen Privatisasi BUMN Di Indonesia. Jakarta: Elex Media Komputindo
- Qi, D., Wu, W., Zhang, H., 2000. Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: evidence from listed Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal* 8, 587-610.
- Sekaran, Uma. 2003. *Research Methods For Business, A Skill Building Approach*. Carbondale: JonWiley and Sons Inc.
- Shleifer, A., 1998. State versus private ownership. *Journal of Economic Perspectives* 12, 133-150.
- Sun, Q., Tong, W.H.S., Tong, Jing, 2002. How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience. *Journal of Business Finance and Accounting* 29 (1 & 2), 1-27.
- Wei, Z, Varela, O, 2003, State equity ownership and firm market performance: evidence from China's newly privatized firms. *Global Finance Journal* 14, 65-82.
- Wei, Z., Varela, O., D'Souza, J., Hassan, M.K., 2003. The financial and operating performance of China's newly privatized firms. *Financial Management* 32 (2), 107-126.
- Wei, Zuobao, Xie, Feixue, Zhang, Shaorong, 2005. Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991-2001. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40 (1), 87