

## KINERJA FINANSIAL DAN OPERASIONAL BADAN USAHA MILIK NEGARA YANG *GO PUBLIC*

Tona Aurora Lubis

Fakultas Ekonomi Universitas Jambi  
Kampus Pinang Masak

Jl. Raya Jambi – Muara Bulian Km.15 Mendalo Jambi, 36361

### **Abstract**

*The main purpose of this study was to find out the effects of public ownership as the result of privatization by initial public offering (IPO) on financial and operational performance in private state owned enterprises (SOE). Target populations of this research were 9 private SOEs. The analysis of the study used partial least square (PLS). The finding of this study showed that public ownership, as the result of privatization, might improve financial and operational performance only at leverage decrease and profitability increase.*

**Key words:** *privatization, initial public offering, state owned enterprises*

Satu dari beberapa fenomena ekonomi yang paling signifikan baru-baru ini adalah privatisasi perusahaan-perusahaan milik-negara di seluruh penjuru dunia (Boubakri & Cosset, 1998; Villalonga, 2000; Farinos, Garcia, & Ibanez, 2007). Privatisasi merupakan istilah yang memiliki beragam definisi dan atau interpretasi. Selama beberapa dekade terakhir, privatisasi (*privatization*) didefinisikan “*as the sale of previously state-owned enterprises to private owners*” (D’Souza, Megginson, & Nash, 2006).

Setiap negara mempunyai beragam tujuan mengenai privatisasi di negaranya. Beragam tujuan privatisasi tersebut seperti yang disampaikan oleh Megginson & Netter (2001), yaitu: (1) meningkatkan keuntungan bagi negara; (2) meningkatkan efisiensi perekonomian; (3) mengurangi campur tangan pemerintah dalam perekonomian; (4) meningkatkan kepemilikan saham dengan lebih luas; (5) memberikan kesempatan untuk persaingan;

(6) mengenalkan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) pada disiplin pasar; (7) mengembangkan pasar modal nasional. Penelitian Li, Moshirian, Nguyen & Tan (2007) menyatakan bahwa tujuan utama dari privatisasi adalah peningkatan efisiensi, sedangkan Neceur, Ghazouani & Omran (2006) menyatakan bahwa alasan utama dilakukan privatisasi adalah meningkatkan efisiensi *state-owner enterprise* dan untuk mengurangi beban anggaran negara.

Fenomena privatisasi di Indonesia ditunjukkan dengan telah dilakukannya program privatisasi sejak tahun anggaran 1998/1999 dan saat ini menjadi salah satu program dari Kementerian Negara Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Republik Indonesia yang tertuang dalam Master Plan BUMN 2005-2009 ([www.bumn-ri.go.id](http://www.bumn-ri.go.id)). Privatisasi yang dilakukan pemerintah Indonesia pada periode 1998-1999 menimbulkan pro dan kontra di kalangan masyarakat, khususnya mengenai

---

Korespondensi dengan Penulis:

Tona Aurora Lubis: Telp/Faks. +62 741 583 317  
Email: tonalubis@gmail.com

metode/model privatisasi yang digunakan. Pada periode 1998-1998 pemerintah Indonesia cenderung menggunakan model *private placement* yang dipandang paling cocok sebagai model privatisasi di era krisis. Hal ini didasari pada pertimbangan apabila privatisasi dilakukan dengan metode *initial public offering* (IPO) pada kondisi pasar modal yang belum stabil, maka dikhawatirkan akan menurunkan nilai harga saham BUMN di pasar perdana (Bastian, 2002). Namun di sisi lain, privatisasi BUMN idealnya melalui pasar modal dengan model IPO yang menawarkan beberapa keuntungan seperti adanya sifat transparansi, dan meratanya kesempatan bagi semua pihak untuk ikut membeli saham BUMN (Herwidayatmo, 1999 dalam Bastian, 2002) serta mengurangi tekanan politis dari publik (Rudjito, 2005).

Saat ini, pembangunan BUMN merupakan bagian dari pembangunan ekonomi nasional. Oleh karena itu, pembangunan BUMN Indonesia diletakkan pada konteks pembangunan nasional Indonesia. Hal ini dikarenakan BUMN memberikan kontribusi yang cukup besar terhadap APBN. Tahun 2005 sumbangan total BUMN mencapai 55,60 triliun, yang terdiri atas pajak sebesar Rp42,76 triliun. Tahun 2006 sumbangan BUMN mengalami peningkatan menjadi Rp68,83 triliun, yang disumbangkan dari pajak Rp45,32 triliun, deviden Rp21,40 triliun, dan privatisasi Rp2,11 triliun (Sugiharto, 2007).

Privatisasi menyebabkan terjadinya perubahan kepemilikan sebagian atau seluruhnya dari negara ke swasta. Perubahan kepemilikan ini memberikan pengaruh terhadap kinerja BUMN itu sendiri. Seperti halnya yang disampaikan oleh D'Souza, *et al.* (2006) bahwa perubahan kepemilikan mengakibatkan perubahan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) dan perubahan tata kelola perusahaan merupakan determinan penting bagi kinerja perusahaan pasca privatisasi.

Privatisasi yang dilakukan dengan metode penjualan saham di pasar modal melalui IPO menjadikan BUMN tersebut menjadi BUMN publik

atau terbuka (BUMN Tbk). Sebagai BUMN Tbk menjadikan struktur kepemilikannya memiliki berbagai kemungkinan komposisi struktur kepemilikan. Naceur *et al.* (2006) meneliti struktur kepemilikan BUMN Tbk berdasarkan kepemilikan negara (*state ownership*), kepemilikan institusi swasta (*private institution ownership*), kepemilikan asing (*foreign ownership*), kepemilikan individual (*individual ownership*), dan kepemilikan tenaga kerja (*employee ownership*) serta lainnya (*others*). Penelitian Li *et al.* (2007), struktur kepemilikan diteliti menggunakan pendekatan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) dan kepemilikan *chief executive officer/CEO*, sedangkan penelitian D'Souza *et al.* (2006), struktur kepemilikan diteliti berdasarkan kepemilikan negara, dan kepemilikan asing, serta kepemilikan tenaga kerja.

Sebagian besar akademisi pada tahun terakhir memberikan fokus penelitian pada efek privatisasi terhadap kinerja finansial dan operasional perusahaan yang diprivatisasi melalui IPO (Farinos, *et al.* 2007), dan hanya melakukan perbandingan kinerja finansial dan operasional pra-privatisasi dan pasca privatisasi (Sun & Tong, 2003; Wang, 2005; Naceur, *et al.*, 2006; Farinos, *et al.*, 2007; dan Mathur & Banchuenvijit, 2007).

Penelitian Naceur, *et al.* (2006) di Mesir, Maroko, Tunisia, dan Turki menunjukkan hasil bahwa terjadi peningkatan yang signifikan pada profitabilitas dan efisiensi operasional, dan penurunan yang signifikan pada ketenagakerjaan dan *leverage* pasca privatisasi. Sedangkan penelitian Mathur & Banchuenvijit (2007) di pasar yang berkembang dan negara maju menunjukkan hasil bahwa terdapat peningkatan pada profitabilitas, efisiensi operasional, pengeluaran modal, output, dan pembayaran dividen serta penurunan pada ketenagakerjaan dan *leverage*. Berdasarkan kedua penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa pasca privatisasi yang terjadi di sekelompok negara menunjukkan bukti peningkatan pada kinerja finansial dan operasionalnya.

Sebaliknya penelitian yang dilakukan di Spanyol oleh Farinos *et al.* (2007), menunjukkan bahwa pasca privatisasi dengan IPO terjadi efisiensi dan peningkatan pada penjualan riil, pengeluaran modal dan ketenagakerjaan namun tidak terjadi peningkatan pada profitabilitasnya. Adapun penelitian Garcia & Anson (2007) juga dilakukan di Spanyol, terhadap perusahaan yang diprivatisasi menggunakan metode penjualan langsung dan IPO menunjukkan hasil yang berbeda. Hasil penelitiannya menemukan bahwa perbandingan kinerja pra dan pasca privatisasi dalam jangka menengah (-3 pra dan +3 pasca privatisasi) tidak bisa menunjukkan peningkatan besar pada profitabilitas dan juga efisiensi operasi ketika efek industri diberlakukan. Sedangkan jangka panjang (-5 pra dan +5 pasca privatisasi) menunjukkan peningkatan signifikan pada profitabilitas dan efisiensi operasi ketika efek industri diberlakukan. Berdasarkan dua penelitian yang dilakukan di Spanyol menunjukkan bahwa pasca privatisasi tidak secara tegas menyatakan bahwa terjadi peningkatan kinerja finansial dan operasinya. Studi privatisasi di Cina, Sun & Tong (2003) menunjukkan bahwa perusahaan terprivatisasi mengalami penurunan pada ROS (*return on sales*) dan Wang (2005) mendapati bahwa perusahaan mengalami penurunan besar pada ROA (*return on assets*) pada masa privatisasi.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian tentang privatisasi dengan menggunakan IPO pada sekelompok negara dan pada satu negara memberikan hasil yang masih ambigu. Hasil penelitian pada sekelompok negara menunjukkan bahwa pasca privatisasi terjadi peningkatan pada kinerja finansial dan operasional perusahaan. Hal ini dicerminkan dengan terjadi peningkatan pada profitabilitas, efisiensi operasional, pengeluaran modal, output, dan pembayaran deviden serta penurunan pada ketenagakerjaan dan *leverage*. Sedangkan hasil penelitian pada satu negara menunjukkan bahwa pasca privatisasi tidak terjadi peningkatan pada kinerja finansial dan operasional perusahaan. Hal ini dicerminkan dengan tidak ter-

jadinya peningkatan pada profitabilitas dan efisiensi operasi.

Studi ini tidak membandingkan kinerja BUMN sebelum dan sesudah privatisasi. Namun, studi ini meneliti pengaruh kepemilikan publik sebagai hasil privatisasi dengan menggunakan IPO terhadap kinerja finansial dan operasional pada BUMN Tbk di Indonesia.

## HIPOTESIS

Secara umum komposisi struktur kepemilikan BUMN Tbk terbagi menjadi kepemilikan negara dan kepemilikan publik. Pada kepemilikan publik dimungkinkan terdiri dari kepemilikan asing, kepemilikan managerial, kepemilikan institusi dan atau kepemilikan pegawai. Masing-masing kemungkinan kepemilikan tersebut memberikan pengaruh terhadap kinerja finansial dan operasional BUMN Tbk.

Pada penelitian D'Souza, *et al.* (2006), menyimpulkan bahwa kepemilikan negara yang tinggi memicu ketenagakerjaan pasca privatisasi yang lebih rendah. Hal ini menunjukkan bahwa negara juga tidak ragu-ragu untuk mengurangi tenaga kerja, khususnya jika pengurangan itu mendukung peningkatan profitabilitas. Hasil lainnya dari penelitian mereka menyimpulkan kepemilikan negara yang rendah (kepemilikan swasta yang lebih tinggi) mengarah pada peningkatan output yang lebih besar.

Kepemilikan asing (*foreign ownership*) memberikan pengaruh pada kinerja finansial dan operasinya. Penelitian D'Souza, *et al.* (2006) menyimpulkan terdapat hubungan negatif antara kepemilikan asing dengan tingkat ketenagakerjaan pasca privatisasi. Kepemilikan asing tidak begitu terpengaruh oleh masalah politik dan sosial, sehingga cenderung mengurangi tenaga kerja jika terlalu banyak pegawai. Kepemilikan asing berperan besar dalam peningkatan efisiensi setelah privatisasi. Hasil ini dikarenakan kepemilikan asing bisa menghasilkan peleburan bakat managerial,

## Kinerja Finansial dan Operasional Badan Usaha Milik Negara yang *Go Public*

Tona Aurora Lubis

penggunaan teknologi maju, dan akses kepada produk dan pasar modal yang lebih maju.

Kepemilikan *managerial* (*managerial ownership*) pada BUMN Tbk memberikan pengaruh terhadap kinerja finansial dan operasionalnya. Penelitian Li, *et al.* (2007), yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki efek positif terhadap kinerja perusahaan. Meskipun ROA dan ROS menurun pasca privatisasi, perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi dan, secara khusus, kepemilikan oleh CEO yang tinggi, menunjukkan penurunan kinerja yang lebih kecil. Pengaruh terhadap kinerja perusahaan menjadi kurang begitu jelas pada tingkat kepemilikan CEO yang tinggi. Sebaliknya, kinerja bertambah kuat dengan kepemilikan manajerial. Temuan ini menunjukkan bahwa, pada titik tertentu, distribusi saham akan lebih efektif jika diperluas ke seluruh tim manajemen bukan hanya terbatas pada *chief executive*.

Adanya kepemilikan pegawai (*employee ownership*) pada struktur kepemilikan BUMN Tbk mempengaruhi kinerja finansial dan operasionalnya. Hal ini dapat dilihat pada penelitian D'Souza *et al.* (2006), yang mengidentifikasi adanya hubungan negatif antara kepemilikan pegawai dengan profitabilitas. Artinya kepemilikan pegawai yang tinggi mengarah pada peningkatan profitabilitas yang rendah (profitabilitas menurun ketika kepemilikan pegawai meningkat).

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa privatisasi dengan metode IPO menghasilkan secara umum komposisi struktur kepemilikan BUMN

Tbk berupa kepemilikan negara dan kepemilikan publik. Adanya struktur kepemilikan publik dalam komposisi struktur kepemilikan pada BUMN Tbk memberikan pengaruh peningkatan kinerja finansial dan operasionalnya. Hipotesis yang dapat diajukan dalam studi ini adalah: meningkatnya kepemilikan publik dapat meningkatkan kinerja finansial dan operasional pada BUMN Tbk.

### METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan *positivist* (paradigma postivisme). Hal ini dikarenakan pemaknaan masing-masing variabel maupun hubungan antar variabel didasarkan pada skala pengukuran kuantitatif. Studi ini merupakan jenis penelitian eksplanatoris (*explanatory research*) dan berdasarkan cakupan eksplanasinya merupakan penelitian kausalitas.

Adapun populasi target dalam penelitian ini menggunakan kriteria sebagai berikut: (a) BUMN Tbk sektor industri perbankan dalam penelitian ini tidak diteliti karena memiliki standar akuntansi dan struktur keuangan yang berbeda dengan sektor industri lainnya. Hal ini sejalan dengan penelitian Farinos, *et al.* (2007) dan Naceur, *et al.* (2006) yang tidak memasukkan sektor industri perbankan dalam penelitian mereka masing-masing. Menurut Naceur, *et al.* (2006) bahwa institusi finansial tidak disertakan dalam penelitian mereka karena perusahaan jenis ini menunjukkan kecenderungan mempertahankan standar akunting dan struktur finansialnya. (b) BUMN Tbk yang memiliki kepe-

Tabel 1. Populasi Target Penelitian

BUMN Tbk	ID	Sektor	Tahun IPO
PT. Semen Gresik, Tbk	SMGR	Semen	1991
PT. Timah, Tbk	TINS	Pertambangan	1995
PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk	TLKM	Telekomunikasi	1995
PT. Aneka Tambang, Tbk	ANTM	Pertambangan	1997
PT. Kimia Farma, Tbk	KAEF	Farmasi	2001
PT. Indofarma, Tbk	INAF	Farmasi	2001
PT. Tambang Batu Bara Bukit Asam, Tbk	PTBA	Pertambangan	2002
PT. Perusahaan Gas Negara, Tbk	PGAS	Utilitas	2003
PT. Adhi Karya, Tbk	ADHI	Konstruksi	2004

milikan saham pemerintah RI >51%. (c) BUMN Tbk yang memiliki laporan keuangan hingga tahun 2007.

Berdasarkan kriteria populasi target penelitian tersebut, maka populasi target penelitian ini berjumlah 9 (sembilan) BUMN Tbk. Secara lengkap dapat dilihat pada Tabel 1.

Secara singkat definisi operasional variabel penelitian dalam studi ini dapat dilihat pada Tabel 2.

Analisis data dalam studi ini menggunakan statistik inferensial, dengan menggunakan analisis kausalitas *partial least square* (PLS). Penggunaan PLS dalam penelitian ini dilatarbelakangi oleh beberapa

pa alasan, yaitu: (1) Sisi ukuran sampel. Populasi target dalam studi ini berjumlah 9 (sembilan) BUMN Tbk, yang dilakukan terhadap masing-masing kesembilan BUMN Tbk tersebut sejak IPO hingga tahun 2007. Hal ini menghasilkan data panel, dengan jumlah sampel sebanyak 83 kasus. Alasan ini sejalan dengan pendapat Solimun & Rinaldo (2009) dan Ghozali (2008) yang menyatakan bahwa pada PLS ukuran sampel minimal direkomendasikan berkisar 30 sampai 100 kasus. (2) Sisi jenis data. studi ini terdapat indikator yang berskala rasio dan ordinal. Hal ini searah dengan pendapat Solimun & Rinaldo (2009) dan Ghozali (2008) bahwa pendekatan PLS adalah *distribution*

**Tabel 2.** Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Formula Indikator	Sumber
Struktur Kepemilikan BUMN Tbk (SK)	$Kepemilikan\ Total\ Publik\ (KTP) = \frac{Saham\ yang\ dimiliki\ oleh\ publik}{Jumlah\ saham\ yang\ beredar}$	1.
Kinerja Finansial dan Operasional BUMN Tbk (KFO)	$ROS = \frac{net\ income}{sales}$	1, 2, 3, 4, 5.
	$SALEFF = \frac{sales}{number\ of\ employees}$	1, 2, 4.
	$NIEF = \frac{net\ income}{equity}$	1, 2, 4.
	$CESA = \frac{capital\ expenditures}{sales}$	2, 4, 6.
	$CETA = \frac{capital\ expenditures}{total\ assets}$	2, 4, 6.
	TE = total number of employees.	1, 2, 3, 4, 7.
	$TDTA = \frac{total\ debt}{total\ assets}$	1, 2, 3, 4, 6.
	$LEV2 = \frac{long-term\ debt}{equity}$	1, 2, 3, 4, 6.
$DIVSAL = \frac{cash\ dividend}{sales}$	2, 4.	

**Sumber:** disarikan oleh Peneliti

**Ket:** 1. Naceur *et al.* (2007), 2. Mengginson *et al.* (1994), 3. D'Souza *et al.* (2006), 4. Mathur *et al.* (2007), 5. Li *et al.* (2007), 6. Farinos *et al.* (2007), 7. Garcia *et al.* (2007)

## Kinerja Finansial dan Operasional Badan Usaha Milik Negara yang *Go Public*

Tona Aurora Lubis

*free* (tidak mengasumsikan data berdistribusi tertentu, dapat berupa nominal, kategori, ordinal, interval dan rasio). (3) Sisi hubungan *epistemic* antara variabel laten dan indikatornya. Studi ini variabel laten memiliki hubungan *epistemic* antara variabel laten dan indikatornya yang berbentuk formatif. Hubungan ini menunjukkan bahwa semua indikator membentuk variabel laten. Hal ini diperkuat oleh pendapat Solimun & Rinaldo (2009) dan Ghozali (2008) bahwa dalam PLS hubungan *epistemic* antara variabel dan indikatornya dapat dalam bentuk reflektif maupun formatif.

### HASIL

#### Hasil Pengujian Measurement Model (*Outer Model*)

Pengujian *outer* model dengan indikator formatif bersumber dari tabel *result for outer weights* dari hasil *running bootstrapping*. Berikut ditampilkan hasil *outer weight* dan T-Stat dari indikator-indikator dari masing-masing variabel laten penelitian ini sebagai berikut:

Berdasarkan *results for outer weights* (Tabel 3), terlihat bahwa variabel struktur kepemilikan terdiri dari satu indikator formatif yaitu kepemilikan publik (KTP), sehingga hasil *outer weight* bernilai

1.000 pada Tabel 3. Artinya bahwa indikator kepemilikan publik sebagai pengukur yang sangat dominan dan satu-satunya dari variabel struktur kepemilikan.

Berdasarkan *results for outer weights*, dengan melihat nilai T-Statistic dapat disimpulkan bahwa dari kesembilan indikator kinerja finansial dan operasional menunjukkan dua indikator yang signifikan, karena memiliki nilai T-statistik di atas 1,96 yaitu LEV2 dan ROS dengan nilai T-statistik masing-masing sebesar 2.083 dan 2.660 dan nilai *outer weight* masing-masing sebesar 0.632 dan 0.598

Kesimpulannya, indikator LEV2 dan ROS merupakan indikator pembentuk variabel kinerja finansial dan operasional. Dengan demikian dapat disimpulkan juga bahwa indikator LEV2 merupakan yang paling dominan membentuk/mengukur variabel kinerja finansial dan operasional, karena memiliki nilai *outer weight* terbesar dan signifikan.

#### Hasil Pengujian Model Struktural (*Inner Model*)

Pengujian terhadap model struktural dilakukan dengan melihat nilai *R-square* yang merupakan uji *goodness-fit* model. *R-square* dalam studi ini sebesar 0,359. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel kinerja finansial dan operasional hanya mampu menjelaskan variabel struktur kepemilikan sebesar

Tabel 3. *Result for Outer Weights* Indikator

	Original Sample Estimate	Mean of Subsamples	Standard Deviation	T-Statistic
SK				
KTP	1.000	1.000	0.000	
KFO				
CESA	0.199	0.340	0.688	0.289
CETA	-0.427	-0.598	0.738	0.579
DIVSAL	-0.036	-0.009	0.190	0.190
LEV2	0.632	0.664	0.303	2.083
NIEF	-0.408	-0.372	0.351	1.162
ROS	0.598	0.526	0.225	2.660
SALEFF	0.577	0.550	0.434	1.331
TDTA	0.141	0.091	0.350	0.404
TE	-0.020	-0.059	0.201	0.098

35,9%, dan sisanya sebesar 64,1% dijelaskan oleh variabel lain dan *error*.

### Hasil Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan uji *t* (*t test*) pada jalur pengaruh langsung secara parsial. Tabel *results for inner weights* dari hasil *running bootstrapping* digunakan sebagai dasar pengujian hipotesis yang menunjukkan pengaruh langsung antar variabel. Adapun hasil pengujian hipotesis penelitian ini ditampilkan dalam Tabel 4.

Berdasarkan tabel *results for inner weights* terlihat nilai koefisien jalur sebesar 0,599 dengan T-statistik sebesar 12,964 (Tabel 4). Temuan ini mempunyai makna bahwa pengaruh variabel struktur kepemilikan (dalam hal ini kepemilikan total publik) terhadap variabel kinerja finansial dan operasional sebesar 0,599 dan signifikan, karena T-statistiknya di atas 1,96. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis yaitu "meningkatnya kepemilikan publik dapat meningkatkan kinerja finansial dan operasional". Hal ini memberikan arti bahwa meningkatnya kepemilikan publik sebagai hasil dari privatisasi dengan metode IPO pada BUMN Tbk di Indonesia dapat meningkatkan kinerja finansial dan operasional yang hanya dicerminkan oleh meningkatkan profitabilitas yang diukur oleh ROS dan menurunkan *leverage* yang diukur oleh LEV2.

### PEMBAHASAN

Penelitian Boubakri & Cosset (1998), D'Souza *et al.* (2006), Naceur *et al.* (2006), Mathur & Banchuenvijit (2007) dengan objek penelitian berupa sekelompok negara, melakukan penelitian dengan

membandingkan kinerja BUMN Tbk sebelum dan sesudah privatisasi. Hasil penelitian mereka menyimpulkan bahwa privatisasi melalui IPO menunjukkan hasil peningkatan pada profitabilitas, efisiensi operasional, investasi modal, output, dan pembayaran dividen serta penurunan pada ketenagakerjaan dan *leverage*. Hasil penelitian mereka sejalan dengan penelitian ini yaitu kepemilikan publik sebagai hasil privatisasi dengan metode IPO mampu meningkatkan kinerja finansial dan operasional yang hanya dicerminkan meningkatkan profitabilitas dan menurunkan *leverage*.

Penelitian mengenai privatisasi dengan menggunakan metode IPO dengan objek satu negara seperti di Cina oleh Sun & Tong (2003) dan di Spanyol oleh Farinos, *et al.* (2007) menyimpulkan bahwa privatisasi melalui IPO menunjukkan penurunan profitabilitas. Hasil penelitian kedua peneliti tersebut bertentangan dengan hasil penelitian ini. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa privatisasi melalui IPO menghasilkan peningkatan profitabilitas.

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### Kesimpulan

Sebagai hasil dari privatisasi di Indonesia dengan menggunakan IPO, menunjukkan hasil meningkatnya kepemilikan publik dalam struktur kepemilikan BUMN Tbk di Indonesia mampu meningkatkan kinerja finansial dan operasional. Peningkatan kinerja finansial dan operasional tersebut hanya tercermin dari meningkatkannya profitabilitas dan menurunkan *leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan tata kelola perusahaan pada BUMN Tbk hanya mampu memberikan peningkatan kinerja finansial dan operasional perusahaan pada profitabilitas dan *leverage*. Perusahaan

Tabel 4. *Results for Inner Weights*Variabel

	Original Sample Estimate	Mean of subsamples	Standard Deviation	T-Statistic
SK → KFO	0.599	0.646	0.046	12.964

yang tata kelolanya berorientasi bisnis sangat menekankan peningkatan kinerja finansial dan operasional mengingat tujuannya adalah peningkatan nilai pemegang saham. Ketika kepemilikan pemerintah terhadap BUMN Tbk dikurangi, berarti kepemilikan publik bertambah maka tujuan politik dan sosial dalam kebijakan yang diambil akan tergantikan oleh tujuan bisnis.

### Saran

Studi literatur dan hasil penelitian menunjukkan bahwa metode privatisasi harus bersifat transparan dan memberikan kesempatan kepada masyarakat untuk ikut memiliki BUMN Tbk. Metode semacam ini akan menumbuhkan rasa nasionalisme dan mendukung distribusi kesejahteraan. Metode privatisasi yang memenuhi kriteria tersebut adalah penjualan saham ke pasar modal. BUMN Tbk memerlukan tata kelola perusahaan yang mengedepankan tujuan maksimalisasi nilai perusahaan untuk menghasilkan kinerja finansial dan operasional. Hal ini bisa dicapai ketika pemerintah membuat kebijakan untuk melepas proporsi saham yang masih sangat dominan di BUMN Tbk. Pengurangan dominasi kepemilikan pemerintah memungkinkan tata kelola BUMN Tbk tersebut tidak lagi dipengaruhi oleh tujuan politik dan sosial yang umumnya bertentangan dengan tujuan maksimalisasi nilai perusahaan.

BUMN Tbk perlu lebih memperhatikan indikator kinerja finansial dan operasional. BUMN Tbk harus mendesain tata kelola perusahaannya menjadi perusahaan yang bertujuan maksimalisasi nilai perusahaan.

BUMN Tbk bisa dijadikan alternatif investasi yang direkomendasikan untuk dimasukkan dalam portofolio investasi para investor.

Berdasarkan keterbatasan-keterbatasan penelitian, penelitian ini memberikan peluang munculnya penelitian berikutnya. Peluang bagi penelitian berikutnya adalah: Pertama, penelitian beri-

kutnya dapat meneliti BUMN Tbk berdasarkan sektor industri. Kedua, penelitian berikutnya dapat meneliti BUMN Tbk berdasarkan komposisi pembentuk struktur kepemilikan, seperti kepemilikan managerial, kepemilikan institusi, kepemilikan pegawai, dan lainnya terhadap kinerja BUMN Tbk tersebut.

### DAFTAR PUSTAKA

- Barberis, N., Boycko, M., Shleifer, A., & Tsukanova, N. 1996. How does Privatization Work: Evidence from Russian Shops? *Journal of Political Economy*, 104: 764-790.
- Bastian, I. 2002. *Privatisasi di Indonesia: Teori dan Implementasi*. Edisi Pertama. Salemba Empat. Jakarta
- Boubakri, N., & Cosset, J.C. 1998. The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries. *Journal of Financial, American Finance Association*, 53: 1081-1110.
- D'Souza, J., Megginson, W., & Nash, R. 2006. The Effects of Changes in Corporate Governance and Restructurings on Operating Performance: Evidence from Privatizations. *Global Finance Journal*, 158.
- Farinós, J.E., García, C.J., & Ibáñez, A.M. 2007. Operating and Stock Market Performance of State-owned Enterprise Privatizations: The Spanish Experience. *International Review of Financial Analysis*.
- Garcia, L.C. & Anson, S.G. 2007. The Spanish Privatization Process: Implications on the Performance of Divested Firms. *International Review of Financial Analysis*, 16: 390-409.
- Ghozali, I. 2008. *Structural Equation Modeling Metode Alternatif dengan Partial Least Square*. Edisi 2. BP-Undip.



- Li, D., Moshirian, F., Nguyen, P., & Tan, L-W. 2007. Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from China's Privatization. *Research in International Business and Finance*.
- Mathur. I., & Banchuenvijit, W. 2007. The Effect of Privatization on the Performance of Newly Firms in Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, 8: 134-146.
- Megginson, W & Netter, J. 2001. From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39: 321-389.
- Naceur, S.B., Ghazouani, S., & Omran, M. 2006. The Performance of Newly Privatized in Selected MENA Countries: the Role of Ownerships Structure, Governance and Liberalized Policies. *International Review of Financial Analysis*.
- Rudjito. 2005. *Restrukturisasi BUMN Pasca UU BUMN*. PT Alex Media Komputindo. Jakarta.
- Solimun & Rinaldo, A. 2009. *Pemodelan Persamaan Struktural Pendekatan PLS dan SEM Aplikasi Software SmartPLS dan Amos*. Laboratorium Statistika FMIPA Universitas Brawijaya Malang.
- Sugiharto. 2007. *Peran Strategis BUMN dalam Pembangunan Ekonomi Hari Ini dan Masa Depan*. PT Alex Media Komputindo. Jakarta.
- Sun, Q., & Tong, W. 2003. China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success. *Journal of Financial Economic*, 70: 183-222.
- Wang. 2005. Ownership and Operating Performance of Chinese IPOs. *Journal of Bank Finance*, 29: 1835-1856.
- Villalonga, B. 2000. Privatization and Efficiency: Differentiating Ownership Effects from Political, Organizational, and Dynamic Effects. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 42: 43-74.