

STUDI ATAS KINERJA BUMN SETELAH PRIVATISASI

Sri Lestari Kurniawati
Wiwik Lestari

Jurusan Manajemen STIE Perbanas Surabaya
Jl. Nginden Semolo 34-36 Surabaya 60118

Abstract: *This paper examined the post-privatization both of financial and market performance of State-owned company (BUMN). The findings indicated that there was no significant increase in financial performance after privatization. All variables tested were statistically the same between before and after privatization. However, market performance showed significant result in cumulative abnormal in 6th month. It meant that, investing in BUMN could give a significant return after investing at least six months.*

Keywords : *state-own company, financial performance, market performance*

Dunia usaha dewasa ini dihadapkan pada kompetisi yang semakin ketat. Tidak peduli apakah produk yang dihasilkan oleh BUMN, swasta maupun koperasi, apabila tidak dapat memberikan alternatif pilihan yang paling baik, maka ia akan tersingkir dari persaingan. Hal ini tentunya memberikan tantangan tersendiri bagi perkembangan dunia usaha untuk terus meningkatkan kinerjanya agar supaya dapat bersaing.

BUMN merupakan perusahaan milik pemerintah yang keberadaannya dalam sistem ekonomi Indonesia masih diperlukan. BUMN selain menjalankan fungsinya sebagai pemasok dana bagi pemerintah melalui pajak dan dividen juga dibebani untuk berfungsi sebagai *agent of development*. Tanpa disadari peran tersebut membuat banyak BUMN bekerja tidak efisien sehingga berakibat pada kinerjanya. Akan tetapi dengan makin ketatnya persaingan usaha maka

profesionalisme dalam pengelolaan BUMN harus ditingkatkan. Peningkatan kualitas pengelolaan BUMN akan membantu perusahaan mencapai efisiensi dan produktivitas sehingga dapat bersaing dengan perusahaan lain.

Pengalaman di berbagai negara maju, BUMN pada umumnya juga mempunyai kinerja yang buruk, sekalipun ada beberapa pengecualian seperti pada BUMN di Singapura. Sekalipun berbadan hukum namun BUMN kerap menjadi alat bagi kepentingan birokrat dan politisi yang berakibat pada sulitnya BUMN untuk berkembang menjadi perusahaan yang kompetitif. Prinsip-prinsip tentang *good corporate governance* seringkali diabaikan.

Peraturan Pemerintah No.3/1983 dan PP.No.5/1988 diterbitkan untuk mengembangkan BUMN agar dapat bergerak lebih leluasa dan sehat seperti badan usaha milik swasta. Inti dari peraturan tersebut adalah diperlukannya restrukturisasi BUMN. Restrukturisasi merupakan upaya peningkatan efisiensi dan produktifitas melalui perubahan organisasi dan juga pemilikan saham.

Korespondensi dengan Penulis:

Sri Lestari Kurniawati: Telp. +62 31 594 7151, Fax. +62 31 599 2985

E-mail: endut_2006@yahoo.com

Secara hukum kini hanya dikenal dua bentuk BUMN yaitu Perum dan Persero. Bentuk itu memungkinkan otonomi manajemen menjadi lebih luas. Sedangkan secara organisatoris dimungkinkan terjadinya pemecahan badan usaha, pembentukan perusahaan patungan atau bahkan menjual saham melalui pasar modal. Memang dengan masuknya sektor swasta berarti mengambil alih sebagian saham BUMN. Fenomena BUMN yang dioperasikan dengan semangat swasta memberikan gambaran menarik. Terjadi korelasi yang positif antara semangat swasta dengan kinerja BUMN, artinya manajemen lebih berani memunculkan ide, lebih antisipatif terhadap perubahan lingkungan sehingga dapat membawa perubahan terhadap kinerja BUMN, karena alasan-alasan tersebut maka dorongan program privatisasi semakin besar. Apalagi pada masa setelah krisis dimana defisit anggaran membengkak, maka privatisasi dipandang sebagai cara untuk menambah pemasukan dalam mengurangi defisit anggaran seperti yang terjadi di Indonesia.

Privatisasi merupakan suatu kebijakan untuk memberikan peranan yang lebih luas terhadap kekuatan pasar sebagai alokator sumber daya ekonomi. Privatisasi diharapkan dapat meningkatkan daya saing dan efisiensi perusahaan yang selanjutnya mendukung pertumbuhan ekonomi. Privatisasi yang dimaksud dalam penelitian ini lebih banyak mengarah pada privatisasi dengan cara penjualan saham BUMN ke pasar modal.

Ada beberapa alasan mengapa perusahaan memutuskan untuk menerbitkan sahamnya di pasar modal. Pertama, untuk melakukan perluasan usaha, perusahaan tidak ingin menambah hutang yang dipergunakan. Selain itu yang kedua adalah untuk menggantikan sebagian hutang dengan modal yang diperoleh dari penerbitan saham. Alasan tersebut berlaku pula untuk BUMN walaupun masih ada beberapa alasan yang spesifik yang mendasari keputusan

tersebut. Beberapa negara tidak terkecuali Indonesia memilih untuk menjual sahamnya hanya sebagian kepada pihak swasta.

Telah banyak penelitian tentang kinerja BUMN setelah privatisasi. Tetapi dalam pandangan ekonomi arus utama (*mainstream economics*), privatisasi dipandang memainkan peranan penting dalam reformasi ekonomi. Program ini memungkinkan pemerintah mengalihkan campur tangannya keluar dari bidang ekonomi di mana sektor swasta mempunyai kemampuan yang lebih besar, lebih efisien dan lebih produktif. Hal ini memungkinkan bagi pemerintah untuk mengalokasikan sumber daya yang terbatas pada kegiatan lainnya yang lebih penting bagi masyarakat.

Juoro (2002) menyatakan bahwa, program privatisasi di Indonesia baik sebelum krisis maupun pada masa pemulihan ekonomi, mendatangkan hasil yang positif dalam mendorong pertumbuhan ekonomi melalui masuknya investasi dan menggerakkan pasar modal dalam negeri. Hasil positif tersebut bisa berupa peningkatan kesehatan keuangan secara menyeluruh baik likuiditas, *leverage* maupun profitabilitasnya. Di samping kesehatan keuangan yang diharapkan lebih meningkat, di sisi investor pun hendaknya dengan adanya privatisasi bisa menjanjikan pemerolehan *return* yang positif.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah kinerja keuangan BUMN setelah privatisasi lebih baik daripada sebelum privatisasi dan untuk mengetahui BUMN yang telah melakukan privatisasi dapat memberikan *Abnormal Return (AR)*.

B U M N

BUMN merupakan bentuk usaha negara yang sebagian atau keseluruhan modalnya dimiliki oleh negara atau pemerintah. BUMN sebagai *public*

enterprise berisikan dua elemen esensial, yakni unsur pemerintah (*public*) dan unsur bisnis (*enterprise*). Jadi BUMN tidaklah murni pemerintah seratus persen dan tidak murni bisnis seratus persen. Berapa besar persentase masing-masing elemen itu di suatu BUMN tergantung pada jenis atau tipe BUMN-nya. Ada tiga makna yang terkandung dalam BUMN, yakni *public purpose*, *public ownership* dan *public controll*. Dari ketiga makna itu *public purpose* sajalah yang menjadi inti dari konsep BUMN. *Public purpose* ini mempunyai arti cukup luas. Oleh karena itu BUMN mempunyai tujuan ganda yakni sosial, politik dan ekonomi. (Anoraga, 2003)

PRIVATISASI

Privatisasi diartikan sebagai penjualan seluruh atau sebagian kepemilikan negara pada suatu BUMN ke tangan swasta, baik asing ataupun domestik. Sedangkan pengertian privatisasi dalam cetak biru atau *masterplan* BUMN yang dikeluarkan oleh kementerian BUMN, adalah sebagai penyerahan kontrol aktif dari sebuah Persero (BUMN) kepada manajer. Menurut Bastian (2002) ada beberapa metode privatisasi diantaranya adalah penawaran umum, penempatan langsung, *management by out*, likuidasi, privatisasi lelang dan penjualan aset. Dalam penelitian ini metode privatisasi yang digunakan adalah BUMN yang melakukan privatisasi lewat IPO dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Tujuan privatisasi (Bastian, 2002) adalah : (a) meningkatkan penghasilan pemerintah, dengan mempengaruhi tingkat perpajakan dan pengeluaran publik, dan (b) mendorong keuangan swasta untuk ditempatkan dalam investasi publik dalam skema infrastruktur utama. Di samping itu, terdapat tujuan jasa dan organisasi antara lain meningkatkan efisiensi dan

PERBANKAN

produktifitas, mengurangi peran negara dalam pembuatan keputusan, mendorong penetapan harga komersial, organisasi yang berorientasi pada keuntungan, dan sikap-sikap bisnis serta, meningkatkan pilihan konsumen.

Adapun tujuan ekonomi privatisasi BUMN antara lain memperluas skope kekuatan pasar dan meningkatkan persaingan dalam perekonomian, mengurangi ukuran sektor publik dan membuka pasar baru untuk modal swasta. Privatisasi telah menjadi model pembenahan manajemen BUMN di berbagai negara dan privatisasi ini bahkan sering kali dipandang sebagai alat yang efektif dalam mendorong persaingan pasar dan terutama untuk mencegah intervensi birokrasi pemerintah maupun proteksi pemerintah. Ide utama dari gagasan ini adalah seharusnya pemerintah tidak melakukan kegiatan yang erat kaitannya dengan bisnis. Bisnis merupakan kegiatan yang tidak boleh dilakukan oleh pemerintah. Pemerintah berfungsi untuk menyelenggarakan kegiatan politik dan menjadi fasilitator berbagai kegiatan, termasuk didalamnya kegiatan ekonomi dan tidak boleh menjadi pemilik maupun pengelolanya.

Boycko, Shleifer dan Vishny (1996) dalam Zaroni (2004) mengatakan bahwa, BUMN akan lebih fokus pada pencapaian profit, jika pemerintah mulai melepas kepemilikan BUMN dan menyerahkannya pada swasta, sehingga manfaat privatisasi untuk peningkatan efisiensi operasi dapat diperoleh.

KINERJA KEUANGAN DAN KINERJA SAHAM

Kinerja keuangan perusahaan dapat diartikan sebagai prestasi perusahaan dalam melaksanakan kegiatan-kegiatan operasionalnya dalam suatu periode tertentu. Bagi manajer keuangan dengan menghitung rasio-rasio tertentu akan memperoleh suatu informasi tentang kekuatan

dan kelemahan yang dihadapi oleh perusahaan, sehingga dapat membuat suatu keputusan-keputusan yang penting bagi perusahaan di masa yang akan datang.

Analisis kekuatan dan kelemahan di bidang keuangan akan sangat membantu dalam menilai prestasi manajemen masa lalu dan prospeknya di masa yang akan datang. Dengan melakukan analisis tersebut akan memberikan indikasi apakah perusahaan memiliki kas yang cukup rasional, efisiensi manajemen, persediaan dan investasi yang baik serta struktur modal yang sehat sehingga tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat dicapai.

Untuk melakukan analisis ini dapat dilakukan dengan cara membandingkan dengan prestasi satu periode sebelumnya sehingga dapat diketahui adanya kecenderungan selama periode tertentu, dan dapat pula dilakukan dengan cara membandingkan perusahaan sejenis dalam satu industri sehingga dapat diketahui bagaimana posisi perusahaan tersebut dalam industri itu. Menurut Boycko, Shleifer dan Vishny (1996) dalam Zaroni (2004) mengatakan bahwa profitabilitas dan efisiensi mempunyai hubungan negatif yang signifikan dengan kepemilikan pemerintah dalam BUMN. Ini berarti bahwa profitabilitas dan efisiensi akan meningkat jika kepemilikan pemerintah dalam BUMN rendah. Sedangkan untuk *leverage* mempunyai hubungan positif signifikan, yang berarti bahwa semakin tinggi kepemilikan pemerintah maka tingkat *leverage* semakin rendah.

Penelitian tentang pengaruh kepemilikan pemerintah dan kepemilikan asing terhadap perubahan kinerja keuangan BUMN sesudah diprivatisasi telah dilakukan oleh peneliti lain. Salah satunya adalah yang dilakukan Zaroni (2004) tentang pengaruh kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing dan pergantian CEO terhadap kinerja keuangan BUMN sesudah diprivatisasi. Dalam penelitian tersebut, peneliti memakai kinerja keuangan sebagai variabel tergantung

yang diukur dengan *Real Sales*, *Return On Sales* (ROS), *Return On Asset* (ROA), *Return On Equity* (ROE) dan *Economic Value Added* (EVA). Variabel bebas yang digunakan adalah kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing dan pergantian CEO. Peneliti mengambil sampel pada perusahaan BUMN yang melakukan privatisasi melalui IPO sampai pada tahun 2002, dengan menggunakan periode tiga tahun sebelum dan sesudah diprivatisasi. Hasilnya adalah bahwa kepemilikan pemerintah dan kepemilikan asing memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap perubahan kinerja keuangan BUMN sesudah diprivatisasi. Sedangkan variabel CEO memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap perubahan kinerja keuangan BUMN.

Penelitian lain yang dijadikan landasan dalam penelitian ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Feng, Sun dan Tong (2004) tentang *Do government-linked companies underperform?* Penelitian ini mengangkat topik tentang privatisasi pada perusahaan pemerintah di Singapura (GLCs). Kinerja perusahaan yang menjadi variabel dependen dilihat dari profitabilitas yang diukur dengan *Net Income* dan *Return On Sales* (ROS). Sampel penelitian yang digunakan adalah 30 perusahaan pemerintah Singapura (GLCs) yang *listing* melalui IPO. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa secara keseluruhan kinerja GLCs lebih baik dibandingkan non GLCs dilihat dari rasio profitabilitas, pasar dan output. Sedangkan untuk *leverage* kinerja non GLCs lebih baik. Selain itu ditemukan bahwa privatisasi hanya mempunyai sedikit dampak terhadap perubahan kinerja keuangan.

Penelitian lain yang juga berhubungan dengan privatisasi BUMN adalah penelitian Husnan (2002), yang menguji tentang penjualan saham BUMN, apakah mengakibatkan distribusi kemakmuran. Penelitian ini menguji kinerja saham empat BUMN yang ditawarkan ke publik melalui proses *Initial Public Offering* (IPO). Hasilnya adalah memang saham BUMN mengalami

underpriced. Artinya berpotensi memberikan *return* kepada investor yang membeli saham saat IPO dan menjualnya ke pasar sekunder begitu saham *listing* di bursa. Dalam hal ini, analisis kinerja saham masih mengarah jangka pendek

Pada penelitian ini, peneliti mencoba menilai kinerja BUMN baik kinerja keuangan maupun kinerja sahamnya. Penelitian ini merupakan pengembangan analisis dari dua penelitian terdahulu baik jangka waktu periode penelitiannya maupun cakupan analisisnya. Penggunaan periode yang lebih panjang dimaksudkan agar dapat menganalisis lebih jauh mengenai kinerja BUMN mengingat manfaat privatisasi mestinya tidak hanya dilihat dalam jangka pendek.

HIPOTESIS

H₁ : Kinerja keuangan BUMN setelah privatisasi lebih baik daripada sebelum privatisasi

H₂ : BUMN yang telah melakukan privatisasi dapat memberikan *Abnormal Return* (AR).

METODE

Rancangan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian verifikatif, karena tujuan dari penelitian ini adalah melakukan verifikasi antara teori dengan data empiris. Variabel–variabel yang diteliti sudah jelas, kinerja BUMN ditinjau dari kinerja keuangan dan kinerja sahamnya sehubungan dengan upaya privatisasi yang dilakukan. Dalam hal ini, privatisasi yang dilakukan adalah dengan menjual saham ke publik dengan melakukan *Initial Public Offering* (IPO). Adapun Kinerja keuangan yang

PERBANKAN

akan diukur antara lain adalah Likuiditas (*Current Ratio*, *Cash Ratio*, *Acid Test Ratio*), Profitabilitas (GPM, ROA, ROE dan NPM), *Leverage* (*Debt ratio*, *Debt to Equity Ratio* dan *Long Term Debt ratio*). Sedangkan kinerja saham diukur dengan indikator : *Abnormal Return* (AR).

Data dan Penentuan Sampel

Data dalam penelitian ini adalah data sekunder dengan populasi perusahaan BUMN yang melakukan privatisasi. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini *purposive sampling*. Artinya teknik penentuan sampel dengan kriteria–kriteria tertentu. Anggota sampel yang diambil harus memenuhi kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan BUMN yang melakukan privatisasi lewat IPO dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (2) Tersedia laporan keuangan lengkap dua tahun sebelum dan sesudah diprivatisasi serta hingga tahun 2006. Berdasarkan kriteria tersebut, maka sampel perusahaan yang akan dijadikan penelitian ini adalah : PT. Aneka Tambang, Tbk. (ANTM), PT. Kimia Farma, Tbk. (KAEF), PT. Indofarma, Tbk. (INAF), PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk. (PTBA), Perusahaan Gas Negara (PGAS), Tambang Timah (TINS), Telkom (TLKM), PT. Semen Gresik (SMGR), PT. Adhi Karya (ADHI), PT. Bank BNI (BBNI), PT. Bank BRI (BBRI) dan PT. Bank Mandiri (BMRI).

Identifikasi dan Pengukuran Variabel

Kinerja Keuangan

Terdiri dari Rasio Likuiditas, yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan yang berjangka pendek tepat pada waktunya. Pengukuran dari rasio dapat menggunakan *Current Ratio*, *Cash Ratio* dan *Acid Test Ratio*. *Current Ratio*, merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan memenuhi hutang jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya.

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}} \times 100 \%$$

Cash Ratio, merupakan kemampuan untuk membayar hutang yang segera harus dipenuhi dengan kas yang tersedia dalam perusahaan dan efek yang segera diuangkan.

$$\text{Cash ratio} = \frac{\text{Kas}}{\text{Hutang Lancar}} \times 100 \%$$

Acid test Ratio, merupakan kemampuan untuk membayar hutang yang segera harus dipenuhi dengan aktiva lancar yang lebih likuid.

$$\text{Acid Test Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar} - \text{Persediaan}}{\text{Hutang Lancar}} \times 100\%$$

Rasio Profitabilitas, menunjukkan seberapa besar kemampuan perusahaan memperoleh laba, baik dalam hubungannya dengan penjualan, asset maupun laba bagi modal sendiri. Pengukuran dari rasio ini dapat menggunakan, *Gross Profit Margin* (GPM), *Return On Assets* (ROA), *Return On Equity* (ROE) dan *Net Profit Margin* (NPM). *Gross Profit Margin*, merupakan rasio atau pertimbangan antara laba kotor yang diperoleh perusahaan pada tingkat penjualan. Peneliti memilih rasio ini karena untuk mengetahui seberapa efektif pengelolaan biaya-biaya operasional perusahaan dalam kontribusinya terhadap penjualan.

$$\text{Gross Profit Margin} = \frac{\text{Penjualan} - \text{Harga Pokok Penjualan}}{\text{Penjualan}} \times 100\%$$

Return On Asset, merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dari modal yang diinvestasikan untuk menghasilkan keuntungan bersih.

$$\text{Return On Asset} = \frac{\text{laba setelah pajak}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

Return On Equity, merupakan rasio untuk mengukur kemampuan dari modal sendiri untuk menghasilkan keuntungan bagi pemegang sahamnya.

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

Net Profit Margin, merupakan keuntungan bersih per rupiah penjualan.

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

Rasio *Leverage*, yaitu menunjukkan kapasitas perusahaan untuk memenuhi kewajiban, baik itu jangka pendek maupun jangka panjang. *Debt Ratio*, rasio ini digunakan untuk mengukur presentase total dana yang disediakan oleh kreditur untuk membiayai total aktiva.

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total aktiva}} \times 100\%$$

Debt to Equity Ratio, merupakan rasio untuk mengukur kinerja perusahaan berdasarkan hutang yang dimiliki perusahaan yang dihitung dengan membagikan antara total hutang dengan total *equity* perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha. Peneliti memilih rasio ini sebagai pengukuran kinerja keuangan, karena untuk mengetahui tingkat hutang perusahaan dan merupakan bagian dari rasio *leverage*.

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total modal sendiri}} \times 100\%$$

Long Term Debt Ratio, merupakan rasio yang mengukur kinerja perusahaan berdasarkan pada modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk hutang jangka panjang.

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

Kinerja Saham

Perusahaan yang sudah terdaftar di Bursa maka perusahaan akan mudah untuk memperoleh tambahan dana jika perusahaan tersebut membutuhkan, karena para investor siap untuk menginvestasikan dananya terlebih bagi perusahaan yang kinerjanya bagus. Dalam penelitian ini perusahaan BUMN melakukan privatisasi melalui IPO, dengan harapan perusahaan lebih terbuka pada publik sehingga pihak swastapun dapat ikut mengelolanya

mengingat perusahaan BUMN merupakan aset negara yang dapat membantu untuk meningkatkan pendapatan negara.

Kinerja saham perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Abnormal Return*, adalah perbedaan antara *return* saham aktual dengan *return* saham yang diharapkan pada hari tertentu. Dalam penghitungan *return* saham yang diharapkan menggunakan pendekatan *Market Model*. Perhitungan *Abnormal Return* dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = *Abnormal returns* saham ke-I pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$ = *return* sesungguhnya yang terjadi untuk saham ke-I pada periode peristiwa ke-t

$E(R_{i,t})$ = *return* ekspektasi saham ke-I untuk periode peristiwa ke-t

Return sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya.

Pengujian Hipotesis dan Analisis Data

Uji yang digunakan untuk menguji hipotesis pertama adalah *non parametric Mann-Whitney independent sample t test*, hal ini dilakukan karena sampel dalam penelitian yang kurang dari 30.

Uji yang digunakan untuk melakukan pengujian terhadap hipotesis kedua adalah uji t sampel bebas (*one sample t-test*), tujuannya adalah untuk mengetahui apakah saham perusahaan BUMN memberikan *abnormal return* setelah masuk ke pasar modal.

HASIL

Hasil pengujian dari hipotesis yang pertama, seperti tampak melalui Tabel 1 sebagai berikut :

Tabel 1. Hasil Uji Kinerja Keuangan Perusahaan-perusahaan BUMN

Ket.	Z	Asymp. Sig (2-tailed)	Asymp. Sig (1-tailed)	Pernyataan
CR	-1.405	.160	0.80	Ho diterima
Cash ratio	-.275	.784	0.392	Ho diterima
ATR	-.167	.867	0.4335	Ho diterima
GPM	-2.371	.018	0.009	Ho ditolak
ROE	-.441	.659	0.3295	Ho diterima
ROA	-1.461	.144	0.072	Ho diterima
NPM	-.019	.985	0.4925	Ho diterima
DR	-1.558	.119	0.0595	Ho diterima
DER	-1.619	.105	0.0525	Ho ditolak
Long term	-.543	.587	0.2935	Ho diterima

Sumber : data diolah

Dari Tabel 1 dapat disimpulkan bahwa secara keseluruhan kinerja keuangan BUMN setelah privatisasi tidak lebih baik dibanding sebelum privatisasi, hal ini ditunjukkan oleh pernyataan menerima Ho, kecuali hanya untuk rasio *Gross Profit Margin*(GPM) dan *Debt to Equity Ratio*(DER) yang terdapat perbedaan antara sebelum dan setelah privatisasi.

Pengujian hipotesis kedua dimaksudkan untuk melihat apakah kinerja saham BUMN lebih baik dibanding pasar. Kinerja tersebut akan tercermin pada AR yang positif.

Tabel 2. Hasil Pengujian Kinerja Saham Perusahaan-perusahaan BUMN

	Df	t - tab	t- AR	Kesimpulan	t- CUM AR	Kesimpulan
bulan1	12	1,782	-0.5851	Ho diterima	-0.5851	Ho diterima
bulan2	12	1,782	-0.0696	Ho diterima	-0.4547	Ho diterima
bulan3	12	1,782	1.3899	Ho diterima	0.3344	Ho diterima
bulan4	12	1,782	-0.1211	Ho diterima	0.3439	Ho diterima
bulan5	12	1,782	1.1753	Ho diterima	1.1200	Ho diterima
bulan6	12	1,782	1.6890	Ho diterima	1.5253	Ho diterima
bulan7	12	1,782	2.3787	Ho ditolak	2.0985	Ho ditolak
bulan8	12	1,782	-2.3248	Ho diterima	1.5124	Ho diterima
bulan9	12	1,782	-0.3739	Ho diterima	1.4514	Ho diterima
bulan10	12	1,782	0.7022	Ho diterima	1.6288	Ho diterima
bulan11	12	1,782	2.3136	Ho ditolak	2.2087	Ho ditolak
bulan12	11	1,782	-0.5439	Ho diterima	2.0316	Ho ditolak
bulan13	12	1,782	0.8083	Ho diterima	2.0969	Ho ditolak
bulan14	12	1,782	1.3480	Ho diterima	2.8458	Ho ditolak
bulan15	12	1,782	1.0362	Ho diterima	2.1117	Ho ditolak
bulan16	12	1,782	1.3612	Ho diterima	2.0261	Ho ditolak
bulan17	12	1,782	0.6517	Ho diterima	1.7744	Ho diterima
bulan18	12	1,782	-1.9377	Ho diterima	1.5795	Ho diterima
bulan19	12	1,782	0.4883	Ho diterima	1.6191	Ho diterima
bulan20	12	1,782	-0.1017	Ho diterima	1.6020	Ho diterima
bulan21	12	1,782	0.5837	Ho diterima	1.6464	Ho diterima
bulan22	12	1,782	0.6729	Ho diterima	1.6835	Ho diterima
bulan23	11	1,796	1.2424	Ho diterima	2.0116	Ho ditolak
bulan24	11	1,796	-0.3895	Ho diterima	1.6130	Ho diterima
bulan25	11	1,796	-0.2907	Ho diterima	1.5329	Ho diterima

Sumber : data diolah

Dari Tabel 2 dapat disimpulkan bahwa saham BUMN dapat memberikan pendapatan di atas rata-rata pasar (*Abnormal Return* positif) jika saham diinvestasikan paling tidak selama 6 bulan mulai saat masuk di pasar sekunder.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelitian, untuk kinerja keuangan perusahaan BUMN menunjukkan bahwa dengan adanya privatisasi tampak bahwa kinerja keuangan perusahaan (rasio profitabilitas yang diukur dengan GPM) dan rasio *leverage* yang diukur dengan DER mempunyai kinerja yang lebih baik daripada sebelum privatisasi, hal itu dapat ditunjukkan melalui pernyataan Ho ditolak. Ada beberapa hal yang harus diamati dari hasil pengujian kinerja perusahaan diantaranya adalah: Rasio Likuiditas. Untuk rasio likuiditas yang diukur

dengan *current ratio*, *cash ratio* dan *acid test ratio* ini, menunjukkan adanya peningkatan setelah privatisasi walaupun peningkatan itu tidak terlalu besar. Hal ini disebabkan oleh karena setelah privatisasi nilai rasio rata-rata di bawah 1 atau 100%, artinya walaupun terjadi peningkatan pada masing-masing komponen rasio likuiditas tetapi peningkatannya tidak terlalu berarti karena di bawah 100%, dimana beban hutang jangka pendek perusahaan yang besar sementara aktiva lancar yang dipakai untuk menjamin pengembalian jangka pendeknya kecil. Rasio Profitabilitas. Rasio ini diukur dengan GPM, ROA, ROE juga menunjukkan adanya peningkatan dan sama halnya dengan rasio likuiditas yaitu juga terjadi peningkatan tetapi tidak terlalu berarti. Untuk rasio GPM ternyata setelah privatisasi kinerjanya lebih baik jika dibandingkan dengan sebelum privatisasi, hal ini karena biaya-biaya yang menjadi beban perusahaan belum diperhitungkan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata, perusahaan BUMN setelah privatisasi cukup mampu untuk menghasilkan pendapatan, akan tetapi pada sisi yang lain ternyata perusahaan belum cukup mampu untuk mengelola biaya-biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan, hal ini dapat ditunjukkan bahwa setelah privatisasi kinerja perusahaan selain GPM tidak lebih baik setelah privatisasi.

Kinerja keuangan perusahaan yang lain diukur dengan menggunakan pinjaman jangka panjang atau rasio *leverage* setelah privatisasi menunjukkan adanya penurunan walaupun penurunannya juga tidaklah berarti (tidak signifikan). Akan tetapi dalam hal ini sudah merupakan pertanda yang baik bahwa dengan adanya privatisasi yang dilakukan melalui IPO akan mampu untuk meningkatkan kinerja perusahaan walaupun tidak dapat langsung memberikan hasil yang cemerlang.

Tidak signifikannya rasio ini, seperti pada *Debt Ratio* (DR) dan *Long term Ratio* hal ini disebabkan

PERBANKAN ■■■■■

hendaknya dilakukan melalui IPO, karena akan lebih terbuka sehingga BUMN dapat lebih baik dalam meningkatkan kinerjanya, baik kinerja perusahaan maupun kinerja saham.

Bagi peneliti selanjutnya, perlu dipertimbangkan beberapa hal diantaranya adalah: (a) dapat menambah variabel lain yang diduga mempunyai pengaruh terhadap perusahaan BUMN yang diprivatisasi seperti misalnya proporsi kepemilikan pemerintah, proporsi kepemilikan asing, penggantian CEO, *Economic Value Added* dan *Real Sales* dan (b) juga perlu ditambah jumlah sampel perusahaan agar supaya dapat diperoleh hasil pengujian yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Agus, S. 2001. *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. BPFE.Yogyakarta.
- Alovsat, M. 2005. The Financial and Operating Performance of Privatized Companies in Turkish Cement Industry . *METU Studies in Development*, Vol. 32, No. 1, pp.59-100.
- Bastian, I. 2002. *Privatisasi Indonesia Teori dan Implikasi*. Edisi Pertama. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Bortolotti, Bernardo, Jong, F., Nicodano, G., and Schindele, I. 2007. Privatization and Stock Market Liquidity. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, February.
- Feng, F., Sun, Q., and Tong, W.H.S. 2004. Do Government-Linked Companies Underperform? Elsevier. *Journal of Banking and Finance*, pp.2461-2492.
- Husnan, S. 2002. Penjualan Saham BUMN, Sudah Siapakah Makmur? *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 10, No.3, April .
- Ikhsan, M. 2002. Privatisasi BUMN: Mengapa dan Kunci Sukses. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan Indonesia*, Vol. XLX, No. 2, hal.247-276.
- Juoro, U. 2002. Evaluasi Program Privatisasi di Indonesia. *Jurnal Reformasi Ekonomi*, Vol. VI, hal. 63-72.
- Maharani, L.R. 2005. Hubungan Kepemilikan Pemerintah dan Kepemilikan Asing terhadap Perubahan Kinerja Keuangan Badan Usaha Milik Negara Sesudah Diprivatisasi. *Skripsi*. Sarjana Tak Diterbitkan. STIE Perbanas Surabaya.
- Muhammad, M. 2003. Pro dan Kontra Privatisasi. *Jurnal Privatisasi*. (online) <http://www.Google.com>, (diakses 6 Maret 2005).
- Payamta. 2002. Analisis Pengaruh Keputusan Merger dan Akuisisi terhadap Perubahan Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi IV*, hal. 238-261.
- Sugiharto. 2005. Ekonomi Politik BUMN. *Jurnal Reformasi Ekonomi*, Vol. VI, hal.4-10.
- Zaroni. 2004. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Asing, dan Pergantian CEO terhadap Kinerja Keuangan Badan Usaha Milik Negara Sesudah Diprivatisasi. *Simposium Nasional Akuntansi VII*, hal.209-219.
- Yamit, Z. 2000. *Manajemen Keuangan : Ringkasan Teori dan Penyelesaian Soal*. Edisi Pertama. Ekonisia.Yogyakarta.