

ANALISIS KEBIJAKAN PRIVATISASI PADA KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN BUMN PERIODE 2009-2018

THE ANALYSIS OF PRIVATIZATION POLICY ON FINANCIAL PERFORMANCE OF STATE OWN ENTERPRISES PERIOD 2009-2018

Willy Bramantya¹, Djoko Andreas Navalino², Jupriyanto³

Program Studi Ekonomi Pertahanan, Fakultas Manajemen Pertahanan, Universitas
Pertahanan
will.bert.21@hotmail.com

Abstrak – Persaingan dunia usaha secara global memunculkan risiko yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Dalam konteks negara, perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) menjadi pilar utama. Namun, BUMN kurang berdaya saing dalam investasi maupun penanaman modal, terutama di pasar modal. BUMN Indonesia belum sepenuhnya dapat bertransaksi di pasar modal, sehingga manfaat investasi belum banyak dirasakan. Melalui penelitian, diharapkan semakin banyak BUMN *go public* di pasar modal sebagai pintu masuknya investasi dan peningkatan kinerja keuangan. Penelitian menganalisis kebijakan privatisasi pada kinerja keuangan perusahaan BUMN selama satu dasawarsa terakhir (periode 2009-2018). Metode kuantitatif dan jenis penelitian kausal digunakan dalam penelitian. Kinerja keuangan diukur menggunakan 8 kriteria yaitu Rasio Imbalan Pemegang Saham (ROE), Rasio Imbalan Investasi (ROI), Rasio Kas, Rasio Lancar, Collection Period, Inventory Turnover, Total Asset Turnover, dan Rasio Modal Sendiri terhadap Total Aktiva (keputusan Menteri BUMN Nomor Kep-100/MBU/2002 mengenai Penilaian Tingkat Kesehatan BUMN). Seluruh perusahaan BUMN Indonesia sebanyak 117 perusahaan sebagai populasi penelitian. Penentuan sampel menggunakan metode purposive sampling terhadap BUMN yang melakukan privatisasi metode Initial Public Offering (IPO) dalam periode penelitian sehingga diperoleh 4 perusahaan sampel. Data sekunder digunakan berupa laporan keuangan tahunan BUMN periode pengamatan 3 tahun sebelum dan hingga tahun 2018 (tahun terakhir periode penelitian) sesudah kebijakan privatisasi. Uji hipotesis berupa uji beda Mann-Whitney (2-Independent Samples). Hasil penelitian yaitu kebijakan privatisasi berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan BUMN periode 2009-2018. Hasil menunjukkan bukti penghitungan kebijakan privatisasi secara rasio dan statistik, sebagai langkah tepat guna dalam peningkatan kinerja keuangan korporasi. Ketahanan ekonomi nasional dan Good Corporate Governance dapat didukung melalui kebijakan perusahaan di pasar modal Indonesia, salah satunya dengan penawaran umum perdana saham (Initial Public Offering / IPO).

Kata Kunci: Badan Usaha Milik Negara, Good Corporate Governance, Kebijakan Privatisasi, Ketahanan Ekonomi, Kinerja Keuangan

Abstract – Global business competition presents risks that affect the company's financial performance. In the context of the country, state-owned enterprise (SOE) companies are the main pillar. However, SOEs are less competitive in investment, especially in the capital market. Indonesian SOEs have not been able to fully transact in the capital market, so the benefits of investment have not been felt much. Through research, it is expected that more SOEs will go public in the capital market as an entry point for investment and financial performance improvement. The study analyzes privatization policy on the financial performance of BUMN companies over the past decade (2009-

¹ Program Studi Ekonomi Pertahanan, Fakultas Manajemen Pertahanan, Universitas Pertahanan

² Program Studi Ekonomi Pertahanan, Fakultas Manajemen Pertahanan, Universitas Pertahanan

³ Program Studi Ekonomi Pertahanan, Fakultas Manajemen Pertahanan, Universitas Pertahanan

2018). Quantitative methods and types of causal research are used in research. Financial performance is measured using 8 criteria, namely Shareholder Return Ratio (ROE), Investment Return Ratio (ROI), Cash Ratio, Current Ratio, Collection Period, Inventory Turnover, Total Asset Turnover, and Own Capital Ratio to Total Assets (BUMN Minister Decree Number Kep-100 / MBU / 2002 concerning SOE Health Assessment). All 117 Indonesian state-owned companies as a research population. Determination of the sample using the method of purposive sampling of SOEs who privatized the Initial Public Offering (IPO) method in the study period so as to obtain 4 sample companies. Secondary data is used in the form of SOE annual financial reports for the observation period of 3 years before and until 2018 (the last year of the research period) after the privatization policy. Hypothesis testing is a Mann-Whitney (2-Independent Samples) test. The results of the study are privatization policies that have a positive effect on the financial performance of SOEs in the 2009-2018 period. The results show evidence of the calculation of privatization policies in ratios and statistics, as an appropriate step in improving corporate financial performance. National Economic Resilience and Good Corporate Governance can be supported through company policy in the Indonesian capital market, one of which is with an initial public offering (IPO).

Keywords: Economic Resilience, Financial Performance, Good Corporate Governance, Privatization Policy, State Own Enterprises

Pendahuluan

Paragraf pembukaan alinea 4 Undang-Undang Dasar Republik Indonesia tahun 1945⁴ menyebutkan tujuan Indonesia untuk melindungi segenap bangsa dan seluruh tumpah darah Indonesia. Disini negara wajib melindungi segenap bangsa Indonesia dari berbagai ancaman baik dari dalam maupun luar negeri, baik ancaman fisik maupun non fisik, yang mengganggu keutuhan wilayah negara, kedaulatan negara, dan keselamatan segenap elemen bangsa Indonesia.

Pertahanan negara menjadi elemen terpenting bagi keberlangsungan hidup suatu negara, seperti yang diatur dalam Undang-Undang Nomor 3 tahun 2002

pasal 1 ayat 1⁵. Pertahanan negara sebagai segala upaya mempertahankan kedaulatan negara, keutuhan NKRI, dan keselamatan segenap bangsa dari ancaman dan gangguan. Kementerian Pertahanan Indonesia turut menyebut pertahanan efektif jika mampu mewujudkan suasana aman dan damai dimana kehidupan masyarakat berjalan secara normal, dan hubungan dengan sesama negara baik di kawasan maupun di luar kawasan berlangsung secara harmonis dan saling menghargai.

Melihat aspek pertahanan negara juga dapat dilihat dari kacamata aspek pertahanan ekonomi. Saat ini, perkembangan ekonomi dunia usaha cenderung mengarah pada kompetisi di

⁴ Undang-undang Dasar Negara Republik Indonesia Tahun 1945.

⁵ Undang-undang Republik Indonesia No. 3 Tahun 2002 tentang Pertahanan Negara.

berbagai sektor. Apabila tidak ada inovasi dan kebijakan yang dilakukan, maka usaha tersebut akan tersisih. Oleh karenanya, hal ini menjadi tantangan tersendiri bagi para pelaku dunia usaha untuk mampu meningkatkan kinerja melalui beragam pengambilan keputusan ekonomi yang dilakukan.

Undang-Undang Dasar (UUD) 1945 pasal 33⁶ mengamanatkan bahwa pelaku utama sistem perekonomian Indonesia ialah Badan Usaha Milik Negara (BUMN), Badan Usaha Milik Swasta (BUMS), dan Koperasi. BUMN merupakan perusahaan milik pemerintah yang keberadaannya dalam sistem ekonomi Indonesia masih sangat diperlukan. BUMN berfungsi sebagai pemasok dana pemerintah melalui pajak dan dividen, menjadi *agent of development*, pilar keuangan negara, menjaga stabilitas dan ketahanan ekonomi, serta meningkatkan kesejahteraan masyarakat. BUMN Indonesia memiliki tujuan ekonomi dan tujuan sosial bagi perkembangan masyarakat.

Namun demikian, sorotan kritis dari masyarakat juga masih sering ditujukan kepada BUMN. Banyak yang

beranggapan BUMN tidak efisien akibat boros dalam mengelola sumber daya, identik dengan korupsi, serta rendahnya profit yang diperoleh. Banyak BUMN yang belum menghasilkan laba/keuntungan signifikan setiap tahunnya, meskipun terdapat pula BUMN dengan kinerja laba yang sudah sangat baik.

Belum optimalnya kinerja BUMN dapat dikaitkan dengan tujuan pendirian awal yang lebih memfokuskan pada pelayanan publik serta pemenuhan kebutuhan masyarakat daripada fokus perolehan laba semata. Status sebagai badan hukum yang dimiliki oleh BUMN sering menjadi alat bagi kepentingan politisi maupun birokrat yang berakibat pada sulitnya BUMN untuk berkembang menjadi perusahaan yang kompetitif. Prinsip-prinsip tentang Good Corporate Governance seringkali diabaikan.

Fenomena BUMN yang dioperasikan dengan semangat swasta memberikan gambaran menarik. Terjadi korelasi positif antara semangat swasta dengan kinerja BUMN, artinya manajemen lebih berani memunculkan ide, lebih antisipatif terhadap perubahan lingkungan sehingga dapat membawa

⁶ Undang-Undang Dasar (UUD) 1945 pasal 33 tentang pelaku utama sistem perekonomian Indonesia.

perubahan terhadap kinerja BUMN, karena alasan-alasan tersebut maka dorongan program privatisasi semakin besar. Apalagi pada masa setelah krisis dimana defisit anggaran melonjak drastis, maka privatisasi dipandang sebagai cara untuk menambah pemasukan dalam mengurangi defisit anggaran seperti yang terjadi di Indonesia.

Untuk mengatasi masalah kinerja BUMN salah satu cara yang dapat dilakukan oleh pemerintah adalah dengan melakukan privatisasi terhadap BUMN. Privatisasi adalah kebijakan yang paling populer dibandingkan dua alternatif kebijakan lain yang dipromosikan pemerintah untuk memperbaiki kinerja BUMN, yaitu restrukturisasi dan profitisasi. Restrukturisasi merupakan upaya yang dilakukan dalam rangka penyehatan BUMN yang merupakan salah satu langkah strategis untuk memperbaiki kondisi internal perusahaan guna memperbaiki kinerja dan meningkatkan nilai perusahaan⁷ (UU Republik Indonesia No. 19 Tahun 2003 tentang BUMN).

Privatisasi merupakan kebijakan publik yang mengarahkan bahwa tidak

ada alternatif lain selain pasar yang dapat mengendalikan ekonomi secara efisien⁸. Hal tersebut menyadarkan bahwa sebagian besar kegiatan pembangunan ekonomi yang dilaksanakan selama ini seharusnya diserahkan kepada sektor swasta. 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.

Uraian mengenai privatisasi di atas masih mengandung kontradiksi mengenai adanya pro dan kontra di kalangan masyarakat tentang perlunya kebijakan privatisasi BUMN. Sebagian masyarakat berpendapat bahwa BUMN merupakan aset negara yang harus tetap

⁷ Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2003 tentang BUMN.

⁸ Indra Bastian, "Privatisasi Indonesia Teori dan Implikasi". (Edisi Pertama). (Jakarta: Penerbit Salemba Empat, 2002).

dipertahankan kepemilikannya oleh pemerintah, meskipun tidak menghasilkan manfaat karena terus merugi. Privatisasi sebagai upaya menggadaikan nasionalisme, yang mana sebagian saham BUMN dijual kepada pihak asing dalam proporsi yang cukup signifikan. Sebagian masyarakat lainnya berpendapat bahwa pemerintah tidak perlu sepenuhnya memiliki BUMN, yang penting BUMN tersebut dapat mendatangkan manfaat/hasil yang lebih baik bagi negara dan masyarakat Indonesia. Privatisasi dianggap mampu mengatasi defisit APBN dan sekaligus juga meningkatkan kinerja BUMN secara bertahap

Aspek pertahanan yang digaungkan oleh masyarakat yang kontra terhadap kebijakan privatisasi tentulah juga beralasan. Seperti uraian sebelumnya yang membahas mengenai pengelolaan sumber daya nasional yang dikelola dan dikuasai oleh BUMN menjadikan BUMN menjadi sangat strategis kaitannya dengan pertahanan negara. Apabila dibuka peluang kepemilikan asing dalam BUMN tersebut, maka muncul kekhawatiran bahwa asing juga akan berpotensi turut andil dalam peran BUMN untuk mengelola dan menguasai sumber daya nasional. Nasionalisme

publik juga disebut menjadi tergadaikan dan berpotensi menjadi sandera kepentingan asing.

Sama halnya jika melihat aspek pertahanan dari perspektif masyarakat yang mendukung kebijakan privatisasi juga pastilah beralasan. Melalui privatisasi, akan ada aliran dana publik yang masuk ke BUMN, serta menjadi peluang bagi masyarakat warga negara Indonesia untuk aktif berperan dalam menyetorkan dana miliknya guna pengembangan BUMN. Program bela negara yang digaungkan pemerintah contohnya, juga dapat dilakukan salah satunya dengan publik lokal yang turut aktif berperan membantu permodalan pemerintah di pasar modal. Privatisasi turut menjadi solusi alternatif untuk defisit APBN selama ini. Jika defisit teratasi, maka kestabilan ekonomi dapat tercapai, serta ketahanan nasional juga semakin kuat. Oleh karenanya, diperlukan penelitian mendalam guna menjembatani pro kontra privatisasi tersebut.

Beberapa penelitian sebelumnya mengenai Privatisasi, mulai dari penelitian Lubna Natheer Oqdeh bersama Mohammad Abu Nassar menggunakan uji kuantitatif berupa Uji Wilcoxon signed-rank dengan sampel perusahaan periode

1995-2006⁹. Penelitian tersebut menemukan hasil signifikan untuk efisiensi kinerja operasional, sementara variabel likuiditas dan belanja modal tidak berpengaruh signifikan. Kemudian penelitian Komang Agung Surya Parimana bersama I Gede SupartaWisadha dengan metode kuantitatif (Uji regresi linear berganda) dan sampel perusahaan BUMN terdaftar BEI tahun 2008-2012, hanya variabel kinerja keuangan saja yang signifikan dan tidak terdapat signifikansi pada variabel ukuran perusahaan¹⁰.

Penelitian Hossein Panahian bersama Hamid Akbarzadeh¹¹ menggunakan metode kuantitatif Uji Wilcoxon signed-rank dengan sampel 59 perusahaan Iran yang telah di privatisasi, menghasilkan variabel rasio hutang aset, ROA, ROE, ROS, rasio pendapatan operasi-penjualan, laba kotor dan earning

per share yang signifikan diakibatkan oleh kebijakan privatisasi. Sementara privatisasi tidak berpengaruh terhadap kepemilikan swasta-publik.

Penelitian Sri Lestari Kurniawati bersama Wiwik Lestari¹² dengan metode kuantitatif (Uji Mann-Whitney independent sample t test, dan uji t sampel bebas) berupa sampel perusahaan BUMN Indonesia yang telah di privatisasi hingga tahun 2006 justru menemukan bahwa hanya variabel abnormal return saja yang dipengaruhi oleh kebijakan privatisasi. Dengan catatan, abnormal return saham dapat terlihat enam bulan setelah privatisasi. Sementara 3 variabel lainnya yaitu likuiditas, profitabilitas dan leverage tidak terpengaruh oleh kebijakan tersebut.

Penelitian Mohamed Saad Abokareh, et.al.¹³, Vita Aprilina¹⁴ dan

⁹ Lubna Natheer Oqdeh dan Mohammad Abu Nassar (2014). "Post - Privatization Performance of Jordanian Firms in Terms of Ownership Structure and Sector". *Dirasat, Administrative Sciences*, Volume 41, No. 1, 2014.

¹⁰ Komang Agung Surya Parimana dan I Gede SupartaWisadha (2014). "Pengaruh Privatisasi, Kompensasi Manajemen Eksekutif, dan Ukuran Perusahaan pada Kinerja Keuangan". *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 10.3 (2015): 753-762. ISSN: 2302 – 8556.

¹¹ Hossein Panahian dan Hamid Akbarzadeh (2010). "Determination and Evaluation of Privatization Effects on Financial Performance of Firms in Tehran Stock Exchange (TSE)".

American Journal of Applied Sciences 7 (4): 597-602, 2010 ISSN 1546-9239. 2010 Science Publications.

¹² Sri Lestari Kurniawati dan Wiwik Lestari (2008). "Studi Atas Kinerja BUMN setelah Privatisasi". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 12, No.2 Mei 2008, hal. 263 – 272. Terakreditasi SK. No.167/DIKTI/Kep/2007.

¹³ Mohamed Saad Abokareh; Badrul Hisham Kamaruddin and Rohani Mohd. (2013). "Privatization and Efficiency: Once Upon a Time in Libya". *Journal of Emerging Economies and Islamic Research / Vol.1 No.1*.

¹⁴ Vita Aprilina (2013). "Dampak Privatisasi Pada Kinerja Keuangan Badan Usaha Milik Negara

Anggi Arinta Putri, et.al¹⁵ memperoleh hasil tidak signifikan pada keseluruhan variabel jika dikaitkan dengan kebijakan privatisasi. Sampel Mohamed Saad Abokaresh, et.al. berupa 21 perusahaan manufaktur Libya periode 2000-2008. Sampel Vita Aprilina berupa privatisasi BUMN Indonesia tahun 2007-2011. Sementara Anggi Arinta Putri, et.al menggunakan sampel privatisasi BUMN Indonesia tahun 2000-2011.

Sedangkan penelitian Hasan Obeld, et.al.¹⁶, Joel T. Harper, et.al.¹⁷ dan Mohammed Omran, et.al.¹⁸ justru menghasilkan temuan bahwa kebijakan privatisasi berpengaruh signifikan terhadap variabel penelitian. Ketiganya merupakan penelitian di Perancis, Republik Ceko dan Uni Emirat Arab. Pengembangan penelitian ini berupa tambahan variabel dan periode lanjutan dibanding penelitian sebelumnya.

Penelitian terdahulu menunjukkan masih terdapat indikasi peningkatan kinerja yang signifikan maupun tidak

signifikan. Beberapa kelebihan penelitian ini dibanding penelitian-penelitian sebelumnya, diantaranya ialah:

1. Penelitian menganalisis kinerja keuangan perusahaan BUMN selama 10 tahun (2009-2018), dengan harapan dapat menggambarkan pengaruh privatisasi pada situasi terkini.
2. Periode penelitian mampu menggambarkan kondisi keuangan BUMN Indonesia secara lebih terkini dan aktual.

Penelitian ini menggunakan pengukuran delapan rasio keuangan yaitu Rasio Imbalan Pemegang Saham (ROE), Rasio Imbalan Investasi (ROI), Rasio Kas, Rasio Lancar, Collection Period, Inventory Turnover, Total Asset Turnover, dan Rasio Modal Sendiri terhadap Total Aktiva, yang menunjukkan peningkatan kinerja keuangan perusahaan maupun sebagai wujud adanya reaksi pasar akibat kebijakan privatisasi.

(BUMN) Di Indonesia". JRAK Vol. 4 No 1 Februari 2013. Hal. 1- 12.

¹⁵ Anggi Arinta Putri; Bambang Sunarko; dan Suwaryo (2012). "Analisis Kebijakan Privatisasi pada BUMN Yang Listing di Bursa Efek Indonesia Tahun 2000-2011". Jurnal Manajemen Unsoed.

¹⁶ Hassan Obeld dan Patrick Piget (2012). "Using IFRS to understand the impact of the privatization on the firm's performance: evidence from Europe". Investment

Management and Financial Innovations, Volume 9, Issue 2, 2012.

¹⁷ Joel T. Harper (2002). "The performance of privatized firms in the Czech Republic". Journal of Banking & Finance 26 (2002) 621-649.

¹⁸ Mohammed Omran (2002). "The Performance of State-Owned Enterprises and Newly Privatized Firms: Does Privatization Really Matter?". JEL Classification: G32, L33.

Penelitian bertujuan mengetahui apakah kinerja keuangan BUMN setelah privatisasi lebih baik daripada sebelum privatisasi. Kemudian dirumuskan pertanyaan penelitian untuk berfokus pada apakah terdapat perbedaan rata-rata delapan rasio kinerja keuangan di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018.

Metode Penelitian

Metode/pendekatan kuantitatif digunakan dalam penelitian ini. Jenis penelitian berupa penelitian kausal, yang bertujuan menguji hipotesis tentang pengaruh satu atau beberapa variabel independen terhadap variabel dependen. Variabel independen penelitian berupa kebijakan privatisasi BUMN perusahaan sampel pada periode penelitian, serta variabel dependen yaitu delapan rasio kinerja keuangan perusahaan BUMN perusahaan sampel, berdasarkan keputusan Menteri BUMN Nomor Kep-100/MBU/2002. Periode penghitungan kinerja dimulai sejak 3 tahun sebelum kebijakan privatisasi hingga tahun terakhir penelitian (tahun 2018) setelah kebijakan privatisasi.

Tempat dan Waktu Penelitian

Pelaksanaan penelitian tesis dilakukan di Solo dan Jakarta, dengan obyek yang terkait dalam pengambilan data dan survei lapangan yaitu Perusahaan BUMN dan Bursa Efek Indonesia. Periode waktu penelitian juga telah dimulai sejak bulan Juni hingga Desember 2019.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian menggunakan seluruh perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sementara sampel penelitian yang dipilih menggunakan *purposive sampling method* dengan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya. Adapun kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan BUMN yang sudah dan masih terdaftar di Bursa Efek Indonesia selambat-lambatnya tahun 2009;
2. Privatisasi dilakukan pada BUMN induk, bukan pada anak perusahaan BUMN
3. Menerbitkan laporan tahunan selama 10 tahun berturut-turut, yaitu selama periode tahun 2009-

2018, terhitung sejak 31 Desember 2009;

4. Data laporan keuangan perusahaan tersedia selama tiga tahun sebelum dan hingga tahun 2018 (tahun terakhir penelitian) sesudah kebijakan privatisasi.
5. Data yang tersedia lengkap.

Berdasarkan kriteria tersebut, maka sampel perusahaan yang akan dijadikan penelitian ini berjumlah 4 perusahaan, yaitu:

Tabel 1. Sampel Penelitian

No	Sampel Perusahaan Bumn	
	Kode Idx	Privatisasi
1	Krakatau Steel (Persero) Tbk PT IDX:KRAS	10-Nop-10
2	Garuda Indonesia (Persero) Tbk PT IDX:GIAA	11-Feb-11
3	Waskita Karya (Persero) Tbk PT IDX:WSKT	19-Des-12
4	Semen Baturaja (Persero) Tbk PT IDX:SMBR	28-Jun-13

Sumber: Data olahan 2019

Teknik Analisis Data

Analisis data menggunakan uji beda dua mean untuk pengujian hipotesis. Perhitungan dilakukan menggunakan program SPSS release 25. Uji hipotesis berupa uji statistik non-parametrik 2-Independent Samples (uji Mann Whitney U / uji Willcoxon Rank Sum).

Penggunaannya dikarenakan dilakukan uji beda di setiap tahun pengamatan sesuai tujuan penelitian, serta didukung jumlah data perusahaan sampel yang digunakan tiap tahun berjumlah kecil.

Tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian sebesar 5%, oleh karenanya kriteria Mann Whitney jika $Asym.Sig < 0,05$, maka data bersifat signifikan secara statistik (H_0 ditolak), sementara jika $Asym.Sig > 0,05$, maka data bersifat tidak signifikan secara statistik (H_0 diterima). Hipotesis statistiknya sebagai berikut:

$H_0: \mu_1 = \mu_2$ (tidak terdapat perbedaan rasio kinerja keuangan di seputar tahun pelaksanaan kebijakan privatisasi pada perusahaan BUMN periode 2009-2018).

$H_a: \mu_1 \neq \mu_2$ (terdapat perbedaan rasio kinerja keuangan di seputar tahun pelaksanaan kebijakan privatisasi pada perusahaan BUMN periode 2009-2018).

Hasil dan Pembahasan

Penelitian menghitung dan menganalisis laporan keuangan empat perusahaan BUMN untuk delapan rasio keuangan (keputusan Menteri BUMN No. Kep-100/MBU/2002), diantaranya: Return on Equity, Return on Investment, Cash Ratio, Current Ratio, Collection Periods, Perputaran Persediaan, Total Asset Turn

Over, dan Rasio Modal Sendiri terhadap Total Aktiva.

PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk.

Tabel 2 berupa hasil penghitungan delapan rasio kinerja keuangan untuk PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk. periode sebelum dan sesudah adanya kebijakan privatisasi. Perusahaan melakukan kebijakan Privatisasi di tahun 2010.

Tabel 2. Rasio Kinerja Keuangan PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk.

KRAS	ROE	ROI	CASH	CURRENT
2007	0,06	13,91	14,30	166,85
2008	0,08	22,42	12,81	134,51
2009	0,09	16,63	28,71	140,79
2010	0,11	15,22	60,51	177,29
2011	0,13	11,39	39,04	143,55
2012	-0,02	-1,46	21,72	112,47
2013	-0,01	-1,19	16,71	96,23
2014	-0,18	-15,43	16,75	74,90
2015	-0,18	-14,59	9,10	61,25
2016	-0,10	-7,07	21,64	81,45
2017	-0,05	-2,83	20,62	75,02
2018	-0,04	-2,90	10,84	61,91
SBLM	0,08	17,65	18,61	147,38
SSDH	0,06	-4,26	19,55	88,35

KRAS	CP	PP	TATO	TMSTA
2007	52,08	104,77	414,86	17,99
2008	32,61	144,36	624,25	13,01
2009	33,94	105,14	600,06	15,63
2010	28,61	160,02	163,90	44,86
2011	33,41	138,63	182,08	36,67
2012	25,25	104,10	216,31	33,41
2013	27,86	90,90	167,92	44,21
2014	27,40	93,92	157,69	34,32
2015	31,91	112,90	58,88	48,30
2016	29,86	128,65	49,58	46,73
2017	37,27	123,05	52,64	45,03
2018	30,46	112,16	64,44	41,88
SBLM	39,54	118,09	546,39	15,54

SSDH 30,43 113,04 118,69 41,32
 Sumber: Data olahan 2019

Pada tanggal 10 Nopember 2010, PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk. melakukan penawaran umum perdana sahamnya di Bursa Efek Indonesia. Oleh karenanya, tahun 2010 digunakan sebagai tahun terjadinya event kebijakan privatisasi.

Pada tabel 2 diperoleh hasil yang beragam untuk penghitungan delapan rasio tersebut. Terdapat kenaikan maupun penurunan tingkat rasio, yang dapat menandakan tren positif maupun negatif. Dimulai dari rasio imbalan bagi pemegang saham (return on equity/ROE), rata-ratanya mengalami penurunan dari yang awalnya pada tahun 2007 hingga 2009 sebesar 0,08% menjadi sebesar -0,06% di tahun 2011 hingga 2018.

Kemudian untuk rata-rata Return on Investment (ROI) sebelum privatisasi sebesar 17,65% dan menurun di periode setelah privatisasi menjadi -4,26% saja. Sementara Rasio Kas mengalami peningkatan yang awalnya sebesar 18,61% naik menjadi 19,55%. Terjadi penurunan untuk rata-rata Rasio Lancar (Current Ratio), yang awalnya sebesar 147,38% turun menjadi 88,35%. Sementara indikasi positif terjadi pada rata-rata Collection

Period, yang awalnya sebesar 39,54 hari menjadi 30,43 hari.

Indikasi positif terjadi pula pada rata-rata rasio perputaran persediaan. Sebelum privatisasi, persediaan berputar selama 118,09 hari. Sementara sesudah privatisasi, persediaan berputar selama 113,04 hari. Untuk rasio Perputaran Total Aset (TATO) mengalami penurunan dari 546,39% menjadi 118,69%. Terakhir, rasio total modal sendiri terhadap total aset (TMSTA) berindikasi positif, keseluruhan aset semula 15,54% menjadi 41,32% yang merupakan modal sendiri perusahaan.

PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk.

Tabel 3 berupa hasil penghitungan delapan rasio kinerja keuangan untuk PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk. periode sebelum dan sesudah adanya kebijakan privatisasi. Perusahaan melakukan kebijakan Privatisasi di tahun 2011.

Tabel 3. Rasio Kinerja Keuangan PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk.

GIAA	ROE	ROI	CASH	CURRENT
2008	2,23	6,88	36,72	0,55
2009	0,42	6,10	27,14	0,55
2010	0,21	2,92	22,46	0,56
2011	0,11	6,30	64,49	0,94
2012	0,10	8,36	43,73	0,86
2013	0,01	0,68	48,09	0,84
2014	-0,41	-20,25	35,62	0,67
2015	0,08	4,31	43,48	0,84
2016	0,01	0,72	37,01	0,75
2017	-0,23	-7,14	15,97	0,51
2018	0,01	0,82	10,27	0,55
SBLM	0,95	5,30	28,77	0,55

SSDH	-0,06	-1,79	33,45	0,72
GIAA	CP	PP	TATO	TMSTA
2008	15,42	87,27	0,00	108,82
2009	16,98	86,09	0,00	61,61
2010	18,12	71,03	138,78	66,74
2011	16,36	91,16	170,67	62,86
2012	13,81	8,86	191,49	44,76
2013	13,75	8,87	186,68	38,29
2014	10,94	7,91	172,97	42,23
2015	11,41	96,43	154,27	39,56
2016	17,72	110,06	156,21	35,03
2017	19,35	86,22	188,65	34,82
2018	29,35	113,26	188,44	29,97
SBLM	16,84	81,46	46,26	79,06
SSDH	16,62	61,66	176,96	37,81

Sumber: Data olahan 2019

Pada tanggal 11 Februari 2011, PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk. melakukan penawaran umum perdana saham di Bursa Efek Indonesia. Oleh karena itu, tahun 2011 merupakan tahun terjadinya event kebijakan privatisasi.

Berdasarkan Tabel 3 diperoleh hasil beragam untuk penghitungan delapan rasio penelitian. Terdapat indikasi kenaikan maupun penurunan tingkat rasio. Untuk rasio imbalan bagi pemegang saham (return on equity/ROE), rata-ratanya mengalami penurunan dari yang awalnya pada tahun 2008 hingga 2010 sebesar 0,95% menjadi sebesar -0,06% di tahun 2012 hingga 2018.

Hal sama juga terjadi pada rata-rata Return on Investment (ROI) sebelum privatisasi 5,30% menurun setelah

privatisasi menjadi -1,79%. Sementara Rasio Kas justru mengalami peningkatan yang awalnya sebesar 28,77% naik menjadi 33,45%. Kenaikan rata-rata Rasio Lancar (Current Ratio) terjadi pada periode sebelum privatisasi awalnya sebesar 0,55% naik menjadi 0,72%. Indikasi positif juga terjadi pada rata-rata Collection Period, yang awalnya sebesar 16,84 hari menjadi 16,62 hari.

Kemudian indikasi positif juga terjadi pada rata-rata rasio perputaran persediaan. Sebelum privatisasi, perputaran persediaan selama 81,46 hari. Sementara sesudah privatisasi, perputaran persediaan menurun menjadi hanya 61,66 hari. Untuk rasio Perputaran Total Aset (TATO) terjadi indikasi positif kenaikan dari 46,26% menjadi 176,96%. Rasio terakhir yaitu total modal sendiri terhadap total aset (TMSTA) cenderung bersifat negatif (kurang membaik) yang awalnya keseluruhan aset 79,06% menjadi 37,81% sebagai modal sendiri.

PT. Waskita Karya (Persero) Tbk.

Tabel 4 menyajikan hasil penghitungan delapan rasio kinerja keuangan untuk PT. Waskita Karya (Persero) Tbk. periode sebelum dan sesudah adanya kebijakan privatisasi. Perusahaan melakukan kebijakan Privatisasi di tahun 2012.

Tabel 4. Rasio Kinerja Keuangan PT. Waskita Karya (Persero) Tbk.

WSKT	ROE	ROI	CASH	CURRENT
2009	0,18	10,11	7,92	1,08
2010	0,37	9,88	18,27	1,10
2011	0,38	45,29	0,13	1,04
2012	0,14	22,65	0,41	1,47
2013	0,21	30,57	0,21	1,42
2014	0,25	25,35	0,22	1,36
2015	0,39	16,85	0,40	1,32
2016	0,22	14,82	0,34	1,17
2017	0,42	19,10	0,12	1,00
2018	0,16	13,82	0,19	1,18
SBLM	0,31	21,76	8,77	1,07
SSDH	0,28	20,08	0,25	1,24

WSKT	CP	PP	TATO	TMSTA
2009	51,02	13,52	147,77	26,16
2010	55,03	14,53	143,96	20,69
2011	15,98	17,63	992,74	12,80
2012	13,66	17,09	433,79	11,51
2013	30,49	11,01	484,42	10,96
2014	52,32	21,44	340,44	7,76
2015	92,09	21,31	170,57	4,48
2016	13,54	39,23	163,52	2,21
2017	5,69	26,12	186,91	1,39
2018	11,42	38,07	121,78	1,09
SBLM	40,68	15,23	428,16	19,88
SSDH	34,26	26,20	244,61	4,65

Sumber: Data olahan 2019

Pada tanggal 19 Desember 2012, PT. Waskita Karya (Persero) Tbk. menawarkan saham perdananya di Bursa Efek Indonesia. Maka dari itu, tahun 2012 menjadi tahun terjadinya event kebijakan privatisasi.

Tabel 4 menunjukkan hasil beragam untuk penghitungan delapan rasio penelitian. Indikasi kenaikan maupun penurunan terdapat di semua rasio

keuangan. Pertama, rata-rata rasio imbalan bagi pemegang saham (return on equity/ROE) turun 3% dari semula tahun 2009 hingga 2011 sebesar 0,31% menjadi sebesar 0,28% di tahun 2013 hingga 2018. Penurunan juga terjadi pada rata-rata Return on Investment (ROI) sebelum privatisasi sebesar 21,76% dan turun di periode setelah privatisasi menjadi 20,08%.

Kemudian Rasio Kas juga mengalami penurunan cukup signifikan yang awalnya sebesar 8,77% turun menjadi 0,25%. Rata-rata Rasio Lancar (Current Ratio) justru mengalami kenaikan, yang awalnya sebesar 1,07% naik menjadi 1,24%. Indikasi positif juga terjadi pada rata-rata Collection Period, yang awalnya sebesar 40,68 hari menjadi 34,26 hari. Sementara indikasi negatif terjadi pada rata-rata rasio perputaran persediaan. Sebelum privatisasi, persediaan akan berputar selama 15,23 hari. Kemudian sesudah privatisasi, persediaan berputar selama 26,20 hari. Untuk rasio Perputaran Total Aset (TATO) juga mengalami penurunan dari 428,16% menjadi 244,61%. Terakhir, rasio total modal sendiri terhadap total aset (TMSTA) juga berindikasi negatif yang awalnya keseluruhan aset 19,88% menjadi

hanya 4,65% sebagai modal sendiri dari perusahaan.

PT. Semen Baturaja (Persero) Tbk.

Tabel 5 menyajikan hasil penghitungan delapan rasio kinerja keuangan untuk PT. Semen Baturaja (Persero) Tbk. periode sebelum dan sesudah adanya kebijakan privatisasi. Perusahaan melakukan kebijakan Privatisasi di tahun 2013.

Tabel 5. Rasio Kinerja Keuangan PT. Semen Baturaja (Persero) Tbk.

SMB	ROE	ROI	CASH	CURREN
R				T
2010	3,67	165,23 183,6	186,06	291,00
2011	4,17	6	274,10	418,00
2012	0,47	55,45	290,82	390,00
2013	0,32	38,70	972,39 1142,6	1088,00
2014	0,34	38,58	6	1299,00
2015	0,36	41,50	488,82	826,00
2016	0,26	18,01	115,31	287,00
2017	0,15	10,60	72,72	168,00
2018	8	6,00	73,20	213,00
SBLM	2,77	134,78	250,33	366,33
SSDH	0,24	22,94	378,54	558,60

SMBR	CP	PP	TATO	TMSTA
2010	6,53	52,35	490,87	7,78
2011	0,17	31,18	579,17	6,15
2012	0,10	38,79	153,94	53,40
2013	11,12	41,33	112,95	36,28
2014	23,03	56,31	115,77	33,59
2015	9,80	46,42	136,77	30,10
2016	50,73	41,76	78,51	22,52
2017	93,11	47,80	78,71	19,61
2018	84,74	53,23	82,43	17,93
SBLM	2,27	40,77	408,00	22,44
SSDH	52,28	49,11	98,44	24,75

Sumber: Data olahan 2019

Pada tanggal 28 Juni 2013, PT. Semen Baturaja (Persero) Tbk. melakukan penawaran umum perdana saham di Bursa Efek Indonesia. Sehingga tahun 2013 merupakan tahun terjadinya event kebijakan privatisasi.

Tabel 5 menunjukkan hasil beragam untuk penghitungan delapan rasio penelitian. Terdapat indikasi kenaikan maupun penurunan tingkat rasio. Pertama, rasio imbalan bagi pemegang saham (return on equity/ROE), rata-ratanya mengalami penurunan dari yang awalnya pada tahun 2010 hingga 2012 sebesar 2,77% menjadi sebesar 0,24% di tahun 2014 hingga 2018. Penurunan juga terjadi pada rata-rata rasio Return on Investment (ROI) sebelum privatisasi sebesar 134,78%, sementara di periode setelah privatisasi turun menjadi 22,94%.

Sebaliknya, Rasio Kas justru mengalami peningkatan yang awalnya sebesar 250,33% naik menjadi 378,54%. Kenaikan rata-rata Rasio Lancar (Current Ratio) terjadi pada periode sebelum privatisasi awalnya sebesar 366,33% naik menjadi 558,60%. Indikasi negatif justru terjadi pada rata-rata Collection Period, yang awalnya sebesar 2,27 hari menjadi 52,28 hari. Indikasi negatif juga terjadi pada rata-rata rasio perputaran persediaan. Sebelum privatisasi,

perputaran persediaan selama 40,77 hari. Sementara sesudah privatisasi, perputaran persediaan meningkat selama 49,11 hari.

Untuk rasio Perputaran Total Aset (TATO) terjadi penurunan dari 408,00% menjadi 98,44%. Terakhir, total modal sendiri terhadap total aset (TMSTA) cenderung bersifat positif yang awalnya keseluruhan aset 22,44% menjadi 24,75% yang merupakan modal sendiri dari perseroan.

Pengujian Hipotesis

Pembahasan uji hipotesis untuk mengetahui bahwa hipotesis diterima atau ditolak. Uji hipotesis juga dilakukan untuk mendukung hasil penghitungan rata-rata rasio kinerja keuangan sebelum dan sesudah peristiwa privatisasi. Uji statistik deskriptif dan uji normalitas tidak dilakukan dalam penelitian karena jumlah sampel yang kecil, sehingga uji statistik menggunakan uji non-parametrik 2-Independent Samples, atau dapat pula disebut uji Mann Whitney U atau uji Willcoxon Rank Sum. Pengujian Mann Whitney dilakukan untuk uji beda di tiap tahun pengamatan sesuai tujuan penelitian.

Uji Mann Whitney sebagai bentuk non-parametris dari uji Independent T-test. Mann Whitney menguji Median (nilai

Tabel 6. Hasil Uji Beda Mann-Whitney Hipotesis 1 hingga Hipotesis 8

TAHUN	Asym.Sig			
	KRAS	KET.	GIAA	KET.
ROE	0,058	H1 ditolak	0,015	H1 diterima
ROI	0,014	H2 diterima	0,138	H2 ditolak
CASH	0,838	H3 ditolak	0,425	H3 ditolak
CURR	0,041	H4 diterima	0,203	H4 ditolak
CP	0,016	H5 diterima	0,569	H5 ditolak
PP	0,683	H6 ditolak	0,909	H6 ditolak
TATO	0,014	H7 diterima	0,016	H7 diterima
TMSTA	0,014	H8 diterima	0,017	H8 diterima

TAHUN	Asym.Sig			
	WSKT	KET.	SMBR	KET.
ROE	0,020	H1 diterima	0,025	H1 diterima
ROI	0,025	H2 diterima	0,025	H2 diterima
CASH	0,302	H3 ditolak	0,655	H3 ditolak
CURR	0,121	H4 ditolak	0,655	H4 ditolak
CP	0,020	H5 diterima	0,025	H5 diterima
PP	0,121	H6 ditolak	0,180	H6 ditolak
TATO	0,796	H7 ditolak	0,025	H7 diterima
TMSTA	0,020	H8 diterima	0,456	H8 ditolak

Sumber: Data olahan 2019

tengah) dua kelompok, sementara Independent T-test menguji perbedaan Mean (rerata). Tingkat signifikansi penelitian sebesar 5%, oleh karenanya kriteria Mann Whitney apabila $Asym.Sig < 0,05$, maka data signifikan secara statistik (H_0 ditolak), sedangkan jika $Asym.Sig > 0,05$, maka data tidak signifikan secara statistik (H_0 diterima).

Hasil pengolahan data penelitian untuk delapan hipotesis mulai dari hipotesis pertama hingga hipotesis delapan telah diolah menggunakan software SPSS versi 25 serta dilakukan pengujian uji beda rata-rata non

parametrik Mann Whitney test yang dapat dilihat pada Tabel 6.

Hipotesis Pertama Return on Equity (ROE)

Hipotesis pertama menguji perbedaan rata-rata ROE di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN. Penelitian menggunakan uji beda rata-rata (Mann Whitney/Wilcoxon). Tabel 6 menunjukkan beragam berkaitan perolehan Asym.Sig untuk rata-rata ROE di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN. Hipotesis pertama untuk ROE pada perusahaan

BUMN, diketahui bahwa Asym.Sig perusahaan PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk. sebesar 0,058 berada diatas nilai alpha 0,050. Sementara untuk ketiga sampel BUMN lainnya menghasilkan nilai alpha < 0,050. Hal ini menunjukkan bahwa untuk ketiga perusahaan tersebut, kecuali Krakatau Steel telah terdapat perbedaan rata-rata ROE di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018.

Hasil pengujian hipotesis variabel ROE membuktikan bahwa kebijakan privatisasi memiliki pengaruh yang cukup kuat untuk mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan BUMN. Berdasarkan pengujian hipotesis pertama menunjukkan ditemukan perbedaan signifikan antara ROE sesudah privatisasi dengan ROE sebelum privatisasi. Pengujian hipotesis pertama menemukan bahwa ROE hanya untuk Krakatau Steel saja yang tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Sementara ROE berpengaruh signifikan pada Garuda Indonesia, Waskita Karya dan Semen Baturaja.

Meskipun hasil olah data pada Tabel 2 hingga Tabel 5 untuk rata-rata ROE sebelum dan sesudah privatisasi terdapat penurunan rata-rata ROE sebesar 0,95

poin, hal ini tidak terlalu berpengaruh pada uji statistik. Penurunan 0,95 poin tersebut mengindikasikan hal negatif atau kurang baik bagi perusahaan BUMN, dimana tingkat keuntungan (profit) untuk para pemegang saham memiliki kecenderungan untuk semakin berkurang. Penelitian ini menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan Return of Equity (ROE) pada BUMN sebelum dan sesudah kebijakan privatisasi.

Terbuktinya variabel hipotesis ROE ini dapat disebabkan karena peningkatan ROE yang cukup signifikan atau dapat dikatakan bahwa terdapat peningkatan ROE di tingkat perusahaan namun peningkatannya tidak signifikan secara rata-rata yang akhirnya dikatakan bahwa kinerja keuangan masih merespon kebijakan privatisasi 2009-2018. Terbuktinya hipotesis variabel ROE ini menunjukkan bahwa masih terdapat kemungkinan kebijakan privatisasi cukup diminati perusahaan BUMN.

Hipotesis Kedua Return on Investment (ROI)

Hipotesis kedua menguji perbedaan rata-rata ROI di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN. Hasil uji beda rata-rata Mann-Whitney sesuai Tabel 6 juga diperoleh hasil beragam untuk

hipotesis kedua penelitian yaitu variabel ROI pada empat perusahaan BUMN. Diperoleh hasil bahwa Asym.Sig hanya pada perusahaan PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk. sebesar 0,138 berada diatas nilai alpha 0,050; sementara tiga perusahaan sampel lainnya nilai alpha bernilai dibawah 0,050. Disini, mayoritas perusahaan sampel, kecuali Garuda Indonesia, memiliki perbedaan rata-rata ROI di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018.

Pengujian hipotesis untuk variabel ROI juga membuktikan bahwa kebijakan privatisasi memiliki pengaruh yang cukup untuk mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan BUMN. Berdasarkan pengujian hipotesis kedua menunjukkan ditemukan perbedaan signifikan antara ROI sesudah privatisasi dengan ROI sebelum privatisasi. Pengujian hipotesis kedua menemukan ROI berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan pada BUMN Krakatau Steel, Waskita Karya dan Semen Baturaja. Khusus perusahaan BUMN Garuda Indonesia, ROI tidak terdapat perbedaan signifikan.

Hasil olah data pada Tabel 2 hingga Tabel 5 kurang mendukung hasil diatas bahwa rata-rata ROI sebelum dan sesudah privatisasi terdapat penurunan

rata-rata ROI sebesar 37,62 poin. Sama seperti ROE, penurunan untuk ROI juga menandakan hal negatif atau kurang baik bagi perusahaan BUMN, dimana tingkat keuntungan (profit) untuk para pemegang saham memiliki kecenderungan semakin berkurang. Namun, penelitian menyimpulkan terdapat perbedaan Return on Investment (ROI) pada BUMN sebelum dan sesudah kebijakan privatisasi.

Hipotesis Ketiga Cash Ratio (CASH)

Hipotesis ketiga menguji perbedaan rata-rata Rasio Kas di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN. Berdasarkan Tabel 6 terkait hasil uji beda rata-rata Mann-Whitney masih diperoleh hasil beragam untuk hipotesis ketiga dalam penelitian yaitu variabel Cash Ratio (CASH) pada empat perusahaan BUMN. Diperoleh hasil bahwa Asym.Sig di semua perusahaan berada diatas nilai alpha 0,050. Semua perusahaan mengindikasikan tidak terdapat perbedaan rata-rata CASH di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018.

Hasil pengujian hipotesis variabel Rasio Kas membuktikan bahwa kebijakan privatisasi tidak memiliki pengaruh untuk

mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan BUMN. Berdasarkan pengujian hipotesis ketiga menunjukkan tidak ditemukan perbedaan signifikan antara Rasio Kas sesudah privatisasi dengan Rasio Kas sebelum privatisasi. Pengujian hipotesis ketiga menemukan bahwa Rasio Kas keempat perusahaan BUMN tidak memiliki perbedaan signifikan terhadap kinerja keuangan.

Sayangnya, hasil olah data pada Tabel 2 hingga Tabel 5 justru kurang mendukung hasil tersebut dimana rata-rata Rasio Kas sebelum dan sesudah privatisasi justru meningkat sebesar 11,26 poin. Kenaikan untuk Rasio Kas menandakan hal positif atau hal baik bagi perusahaan BUMN. Peningkatan Rasio Kas berarti kreditor yakin bahwa BUMN mampu membayar utang yang telah kreditor pinjamkan. Meskipun demikian, penelitian ini tetap menyimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan Rasio Kas (CASH) pada BUMN sebelum dan sesudah kebijakan privatisasi. Hal ini karena kenaikan sebesar 11,26 poin belum cukup signifikan secara statistik untuk empat perusahaan sampel.

Hipotesis Keempat Current Ratio (CURR)

Hipotesis keempat menguji perbedaan rata-rata Rasio Lancar di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan

kebijakan privatisasi BUMN. Hasil uji beda rata-rata Mann-Whitney berdasarkan Tabel 4.6 juga diperoleh hasil beragam untuk hipotesis keempat yaitu variabel CURR di empat perusahaan BUMN. Diperoleh hasil bahwa *Asym.Sig* pada perusahaan PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk., PT. Waskita Karya (Persero) Tbk. dan PT. Semen Baturaja (Persero) Tbk. sebesar 0,203; 0,121 dan 0,655 berada di atas nilai α 0,050. Hasil ini menunjukkan bahwa ketiga perusahaan tidak terdapat perbedaan rata-rata CURR di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018.

Uji hipotesis untuk variabel Rasio Lancar membuktikan bahwa kebijakan privatisasi tidak memiliki pengaruh cukup kuat untuk mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan BUMN. Berdasarkan pengujian hipotesis keempat menunjukkan tidak ditemukan perbedaan signifikan antara Rasio Lancar sesudah privatisasi dengan sebelum privatisasi. Pengujian hipotesis keempat menemukan bahwa Rasio Lancar tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan pada tiga perusahaan BUMN, kecuali perusahaan Krakatau Steel.

Sayangnya, seperti pada Rasio Kas, hasil olah data pada Tabel 2 hingga Tabel 5 untuk Rasio Lancar juga justru kurang mendukung hasil diatas. Rata-rata Rasio Lancar sebelum dan sesudah privatisasi justru meningkat sebesar 6,25 poin. Kenaikan untuk Rasio Lancar juga menandakan hal positif atau hal baik bagi perusahaan BUMN. Peningkatan Rasio Lancar berarti kreditur yakin bahwa BUMN mampu membayar utang yang telah kreditur pinjamkan. Meskipun demikian, kenaikan sebesar 6,25 poin tersebut belum cukup signifikan sehingga penelitian tetap menyimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan Rasio Lancar (CURR) pada BUMN sebelum dan sesudah kebijakan privatisasi.

Hipotesis Kelima Collection Period (CP)

Hipotesis kelima menguji perbedaan rata-rata Collection Period di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN. Masih berdasarkan Tabel 6 berkaitan dengan hasil uji beda rata-rata Mann-Whitney diperoleh hasil beragam untuk hipotesis kelima yaitu variabel CP di empat perusahaan BUMN. Hasil uji menunjukkan hanya Asym.Sig pada perusahaan PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk. sebesar 0,569 yang berada diatas nilai alpha 0,050; sementara tiga perusahaan sampel

lainnya memiliki nilai alpha dibawah 0,050. Mayoritas perusahaan sampel penelitian, kecuali PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk. mengindikasikan terdapat perbedaan rata-rata CP di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018.

Pengujian hipotesis untuk variabel Collection Period membuktikan bahwa kebijakan privatisasi berpengaruh cukup kuat dalam mempengaruhi kinerja keuangan. Pengujian hipotesis kelima menunjukkan terdapat perbedaan signifikan antara Collection Period sesudah privatisasi dengan Collection Period sebelum privatisasi. Pengujian hipotesis kelima menemukan bahwa Collection Period mampu berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan pada tiga perusahaan BUMN, kecuali perusahaan Garuda Indonesia saja.

Sayangnya hasil olah data berdasarkan Tabel 2 hingga Tabel 5 untuk Collection Period justru kurang mendukung hasil diatas. Rata-rata Collection Period sebelum dan sesudah privatisasi justru meningkat sebesar 7,13 poin. Collection Period berkurang berarti BUMN menjadi lebih lambat dalam mengumpulkan piutang usaha, sehingga

kenaikan rasio akan mengindikasikan hal negatif atau kurang baik.

Meskipun demikian, penelitian tetap menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan Collection Period (CP) pada BUMN sebelum dan sesudah kebijakan privatisasi, berdasar pertimbangan bahwa 7,13 poin belum cukup signifikan secara rata-rata statistik. Kebijakan privatisasi dianggap cukup efisien untuk meningkatkan kinerja keuangan dalam hal mempercepat Perputaran Piutang pada sampel perusahaan BUMN, sehingga piutang mampu menghasilkan pendapatan.

Hipotesis Keenam Perputaran Persediaan (PP)

Hipotesis keenam menguji perbedaan rata-rata Perputaran Persediaan di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN. Sesuai tabel 4.6 menggunakan uji beda rata-rata Mann-Whitney diperoleh hasil serupa untuk hipotesis keenam berupa variabel Perputaran Persediaan / Inventory Turnover (PP) untuk empat perusahaan BUMN. Hasil Asym.Sig pada keempat perusahaan secara kompak berada diatas nilai alpha 0,050. Hal ini menunjukkan bahwa semua perusahaan mengindikasikan tidak ditemukan adanya perbedaan rata-rata PP di seputar periode

tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018.

Pengujian hipotesis untuk variabel Perputaran Persediaan membuktikan kebijakan privatisasi tidak memiliki pengaruh dalam mempengaruhi kinerja keuangan. Berdasar pengujian hipotesis keenam menunjukkan tidak terdapat perbedaan signifikan antara Perputaran Persediaan sesudah privatisasi dengan Perputaran Persediaan sebelum privatisasi. Pengujian hipotesis keenam menemukan bahwa empat perusahaan BUMN tidak mengalami pengaruh signifikan atas kinerja keuangannya.

Hal ini juga kurang didukung melalui hasil olah data pada Tabel 2 hingga Tabel 5. Rata-rata Perputaran Persediaan sebelum dan sesudah privatisasi justru naik sebesar 2,98 poin. Menurunnya Perputaran Persediaan mengindikasikan tingkat penyimpanan barang di gudang BUMN berjalan semakin cepat dan bersifat positif/baik bagi operasional BUMN. Namun, penelitian tetap menyimpulkan tidak terdapat perbedaan Perputaran Persediaan (PP) pada BUMN sebelum dan sesudah kebijakan privatisasi, berdasar hitung uji statistik.

Hipotesis Ketujuh Perputaran Total Aset (TATO)

Hipotesis ketujuh menguji perbedaan rata-rata Perputaran Total Aset di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN. Hasil uji beda rata-rata Mann-Whitney sesuai Tabel 6 masih diperoleh hasil beragam untuk hipotesis ketujuh berupa variabel Total Asset Turnover (TATO) di empat perusahaan BUMN. Hasil Asym.Sig pada perusahaan PT. Waskita Karya (Persero) Tbk. sebesar 0,796 berada diatas nilai alpha 0,050. Ini menunjukkan bahwa untuk perusahaan Waskita Karya tidak terdapat perbedaan rata-rata TATO. Sementara untuk ketiga perusahaan mayoritas sampel penelitian terdapat perbedaan rata-rata TATO di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018.

Pengujian hipotesis untuk variabel Perputaran Total Aset menghasilkan hasil beragam pada keempat sampel perusahaan BUMN. Pengujian hipotesis ketujuh menemukan bahwa TATO untuk Waskita Karya saja yang tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Sementara TATO berpengaruh signifikan pada mayoritas ketiga perusahaan yaitu Krakatau Steel, Garuda Indonesia dan Semen Baturaja.

Hasil uji statistik tersebut juga belum didukung melalui hasil olah data rata-rata kinerja pada Tabel 2 hingga Tabel 5. Rata-rata TATO sebelum dan sesudah privatisasi mengalami penurunan drastis sebesar 197,66 poin. Penurunan rasio menjadi masalah bagi BUMN karena berarti terjadi penurunan kemampuan BUMN dalam menghasilkan keuntungan atas modal yang telah ditanamkan. Penurunan tingkat rasio mengindikasikan hal negatif (kurang baik) bagi BUMN. Dengan demikian, penelitian ini menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan Perputaran Total Aset (TATO) pada BUMN sebelum dan sesudah kebijakan privatisasi, berdasar hasil uji statistik non parametrik.

Hipotesis Kedelapan Rasio Total Modal Sendiri (TMSTA)

Hipotesis terakhir, yaitu kedelapan, menguji perbedaan rata-rata Rasio Total Modal Sendiri di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN. Untuk hipotesis terakhir juga masih memberi hasil beragam sesuai hasil uji beda rata-rata Mann-Whitney pada Tabel 4.6 diatas. Hasil menunjukkan Asym.Sig hanya untuk perusahaan PT. Semen Baturaja (Persero) Tbk. sebesar 0,456 berada diatas nilai alpha 0,050. Hal ini menunjukkan

terkhusus perusahaan tersebut tidak terdapat perbedaan rata-rata TMSTA, sementara untuk tiga perusahaan sampel lainnya terdapat perbedaan rata-rata TMSTA di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018.

Pengujian hipotesis untuk variabel Rasio Total Modal Sendiri juga membuktikan bahwa kebijakan privatisasi berpengaruh dalam kinerja keuangan. Hasil uji hipotesis kedelapan menunjukkan terdapat perbedaan signifikan antara Total Modal Sendiri sesudah privatisasi dengan Total Modal Sendiri sebelum privatisasi. Pengujian hipotesis kedelapan menemukan bahwa TMSTA untuk perusahaan Krakatau Steel, Garuda Indonesia dan Waskita Karya mengalami perbedaan. Sementara TATO tidak berpengaruh signifikan pada perusahaan Semen Baturaja.

Hasil uji statistik diatas juga belum didukung dengan hasil olah data rata-rata kinerja sesuai Tabel 2 hingga Tabel 5. Rata-rata variabel Rasio Total Modal Sendiri sebelum dan sesudah privatisasi menurun sebesar 5,51 poin. Keseluruhan aset perusahaan yang berasal dari modal sendiri jumlahnya semakin menurun selama periode penelitian. Maka,

penurunan tingkat rasio menunjukkan hal negatif atau hal kurang baik bagi BUMN. Namun demikian, 5,51 poin belum terlalu signifikan secara statistik sehingga penelitian menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan Rasio Total Modal Sendiri pada BUMN sebelum dan sesudah kebijakan privatisasi.

Transparansi dan Good Corporate Governance

Uraian dan pembahasan delapan variabel penelitian sebelumnya menghasilkan beragam temuan terkait dengan fenomena peristiwa kebijakan privatisasi di Indonesia selama satu dekade terakhir. Dalam sepuluh tahun terakhir hanya ditemukan empat perusahaan BUMN yang perdana melantai di bursa pasar modal, yaitu Krakatau Steel, Garuda Indonesia, Waskita Karya dan Semen Baturaja. Temuan uji hipotesis menyimpulkan bahwa informasi kejadian/*event study* berupa kebijakan privatisasi dengan metode penawaran umum perdana saham atau *Initial Public Offering* (IPO) periode 2009-2018 mayoritas berpengaruh terhadap kinerja keuangan sampel perusahaan BUMN, walaupun tidak secara keseluruhan. Hal ini dibuktikan melalui adanya perbedaan antara rata-rata lima dari delapan rasio kinerja keuangan BUMN baik itu sebelum

kebijakan maupun sesudah kebijakan privatisasi.

Hasil hipotesis keempat yaitu Rasio Lancar (Curr) menunjukkan H_a diterima hanya pada satu perusahaan sampel saja. Kemudian, hasil hipotesis ketiga dan hipotesis keenam, berupa Rasio Kas (Cash) dan Rasio Perputaran Persediaan (PP) menunjukkan tidak ada satupun H_a diterima pada seluruh sampel atau seluruhnya H_a ditolak. Sementara untuk kelima hipotesis yaitu hipotesis pertama, kedua, kelima, ketujuh dan kedelapan berupa variabel Return on Equity (ROE), Return on Investment (ROI), Collection Period (CP), Perputaran Total Aset (TATO) dan Rasio Total Modal Sendiri (TMSTA) terdapat mayoritas H_a diterima, yaitu masing-masing sebanyak tiga perusahaan sampel.

Kebijakan privatisasi akan paling berdampak pada variabel pertama dan kedua yaitu Return on Equity (ROE) dan Return on Investment (ROI). Keduanya tergolong rasio keuangan profitabilitas yang berperan penting sebagai indikator perusahaan untuk menghasilkan keuntungan (profit) bagi para pemegang sahamnya. Profitabilitas ini menentukan tingkat keuntungan (profit) untuk para pemegang saham. Variabel tersebut semakin tinggi menandakan modal

sendiri yang digunakan perusahaan tetap minim atau tidak begitu banyak digunakan namun tetap mampu menghasilkan peningkatan laba perusahaan. Peningkatan kedua variabel berdampak pada meningkatnya penghasilan (income) pemilik/pemegang saham perusahaan (saham biasa maupun saham preferen) setelah privatisasi berupa Laba sebelum Pajak dan Laba sesudah Pajak perusahaan.

Untuk variabel ketiga dan keempat berupa Cash Ratio (Cash) dan Current Ratio (Curr) mayoritas sampel cenderung tidak menunjukkan adanya perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah privatisasi. Kedua variabel berperan penting sebagai rasio keuangan likuiditas. Likuiditas sebagai indikator perusahaan dalam penjaminan utang jangka pendek dengan menggunakan kas dan setara kas, investasi jangka pendek dan aktiva lancar. Kenaikan tingkat rasio mengindikasikan hal positif atau hal baik bagi BUMN.

Variabel kelima berupa Collection Period (CP), variabel keenam berupa Perputaran Persediaan (PP) dan variabel ketujuh berupa Total Asset Turnover (TATO) berfungsi sebagai rasio keuangan aktivitas. Peningkatan Collection Period berarti BUMN semakin lambat dalam mengumpulkan piutang usaha, sehingga

kenaikan rasio mengindikasikan hal negatif atau kurang baik. Kemudian, Perputaran Persediaan yang meningkat menunjukkan tingkat penyimpanan barang di gudang BUMN berjalan semakin lambat dan negatif/kurang baik bagi operasional BUMN. Sebaliknya, penurunan rasio TATO bermasalah bagi perusahaan karena mengindikasikan penurunan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan atas modal yang telah ditanamkan. Penurunan TATO mengindikasikan hal negatif atau hal kurang baik bagi BUMN.

Penelitian menemukan bahwa Collection Period (CP) dan Total Asset Turnover (TATO) memiliki perbedaan pasca privatisasi, sementara Perputaran Persediaan tidak memiliki perbedaan pasca privatisasi. Banyaknya persediaan di gudang menjadi salah satu faktor yang menjadi alasan variabel keenam (TATO) tidak memiliki perbedaan pasca privatisasi. Kemudian kenaikan pelunasan piutang yang diterima perusahaan akan turut serta menambah jumlah pendapatan, yang akhirnya menjadi salah satu faktor terdapatnya perbedaan pasca privatisasi.

Variabel terakhir berupa Rasio Total Modal Sendiri terhadap Total Aktiva (TMSTA) berperan penting sebagai rasio

keuangan solvabilitas. Variabel ini melihat keseluruhan aset perusahaan yang berasal dari modal sendiri. Penurunan tingkat rasio akan menunjukkan hal negatif (kurang baik) bagi perusahaan. Penelitian menemukan bahwa TMSTA memiliki perbedaan saat sebelum dan sesudah privatisasi. Salah satu faktor penyebabnya ialah peningkatan jumlah modal sendiri yang diterima oleh perusahaan setelah dilakukannya privatisasi.

Uraian kesimpulan penelitian menemukan banyak indikasi positif ditemukan pasca kebijakan privatisasi. Uraian diatas hanya menunjukkan salah satu manfaat dilakukannya kebijakan privatisasi dari aspek keuangan berupa rasio keuangan saja. Masih banyak aspek non keuangan yang belum ditampilkan dalam penelitian terkait peristiwa privatisasi ini. Menjadi perusahaan publik yang mampu dikenal oleh masyarakat luas juga menjadi salah satu manfaat dan tujuan privatisasi itu sendiri.

Pemerintah sebagai pucuk pimpinan negara yang melakukan usaha melalui Badan Usaha Milik Negara (BUMN) turut serta bertujuan melakukan transparansi bidang usahanya, serta memperoleh manfaat agar usahanya dapat semakin luas dikenal publik lokal

maupun dunia. Melalui Initial Public Offering (IPO) transparansi aspek keuangan dan non keuangan dapat diketahui publik dan menjadi perhatian bersama untuk dapat saling gotong royong dalam mengelola usaha negara. Dengan semakin transparan dan membaiknya usaha negara, maka akan tercapai Good Corporate Governance (GCG) di Indonesia.

Membaiknya ekonomi berupa adanya Good Corporate Governance (GCG) ditunjang transparansi finansial dan non finansial, diharapkan mampu meningkatkan kesejahteraan rakyat Indonesia kedepannya. Kebijakan privatisasi mampu memfasilitasi semua warga negara Indonesia untuk turut serta mendukung usaha pemerintah melalui BUMN dengan menanam modal dan membeli saham BUMN. Ekonomi yang berdaya saing, maju dan berdikari akan memperkokoh posisi Indonesia di berbagai sektor, terutama sektor pertahanan negara. Ekonomi yang kuat dengan mayoritas dana Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) nya ditujukan untuk pertahanan negara, maka Indonesia akan mampu mencapai tujuan Ekonomi Pertahanan menyongsong Indonesia Emas 2045.

Kesimpulan, Rekomendasi dan Pembatasan

Penelitian bertujuan menguji pengaruh kebijakan privatisasi terhadap kinerja keuangan, yang tercermin melalui perbedaan delapan rasio keuangan sebelum dan sesudah dilakukan kebijakan privatisasi pada perusahaan Badan Usaha Milik Negara di Indonesia periode 2009-2018. Menurut hasil penelitian, maka diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Terdapat perbedaan rata-rata ROE di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018 (kecuali untuk sampel perusahaan Krakatau Steel).
2. Terdapat perbedaan rata-rata ROI di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018 (kecuali untuk sampel perusahaan Garuda Indonesia).
3. Tidak terdapat perbedaan rata-rata Rasio Kas di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018, untuk empat perusahaan sampel penelitian.
4. Tidak terdapat perbedaan rata-rata Rasio Lancar di seputar periode tahun

(sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018, (kecuali untuk sampel perusahaan Krakatau Steel).

5. Terdapat perbedaan rata-rata Collection Period di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018 (kecuali untuk sampel perusahaan Garuda Indonesia).
6. Tidak terdapat perbedaan rata-rata Perputaran Persediaan di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018, untuk empat perusahaan sampel penelitian.
7. Terdapat perbedaan rata-rata Perputaran Total Aset di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018 (kecuali untuk sampel perusahaan Waskita Karya).
8. Terdapat perbedaan rata-rata Rasio Total Modal Sendiri di seputar periode tahun (sebelum dan sesudah) dilakukan kebijakan privatisasi BUMN periode 2009-2018 (kecuali untuk sampel perusahaan Semen Baturaja).

Penelitian diharapkan mampu lebih menggiatkan kebijakan privatisasi (IPO) di Indonesia. Konsep Indonesia maju pada Indonesia Emas 2045 diharap turut

mendorong lebih banyak perusahaan pemerintah dan swasta untuk melakukan IPO. Melalui IPO banyak manfaat finansial maupun non finansial (aspek sosial dan keamanan) yang mampu dirasakan. Perusahaan BUMN menjadi lebih dikenal masyarakat dan tercapainya transparansi melalui Good Corporate Governance (GCG) yang baik. Peran pemerintah, terutama lembaga Kementerian Keuangan dalam hal ini diharapkan dapat membuat kebijakan yang mampu menstimulan calon emiten anggota bursa kedepannya.

Daftar Pustaka

Buku

Bastian, Indra. "Privatisasi Indonesia Teori dan Implikasi". (Edisi Pertama). (Jakarta: Penerbit Salemba Empat, 2002).

Jurnal

Abokareh, Mohamed Saad Mohamed; Kamaruddin, Badrul Hisham dan Mohd., Rohani (2013). "Privatization and Efficiency: Once Upon a Time in Libya" . Journal of Emerging Economies and Islamic Research / Vol.1 No.1.

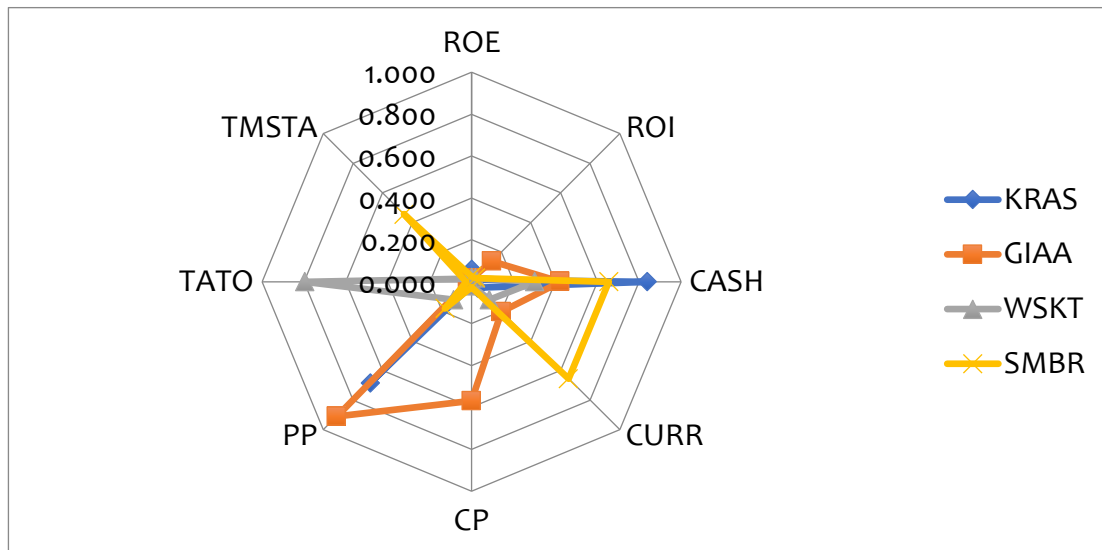
Aprilina, Vita (2013). "Dampak Privatisasi Pada Kinerja Keuangan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Di Indonesia" . JRAK Vol. 4 No 1 Februari 2013. Hal. 1- 12.

Harper, Joel T. (2002). The performance of privatized firms in the Czech Republic. Journal of Banking & Finance 26 (2002) 621-649.

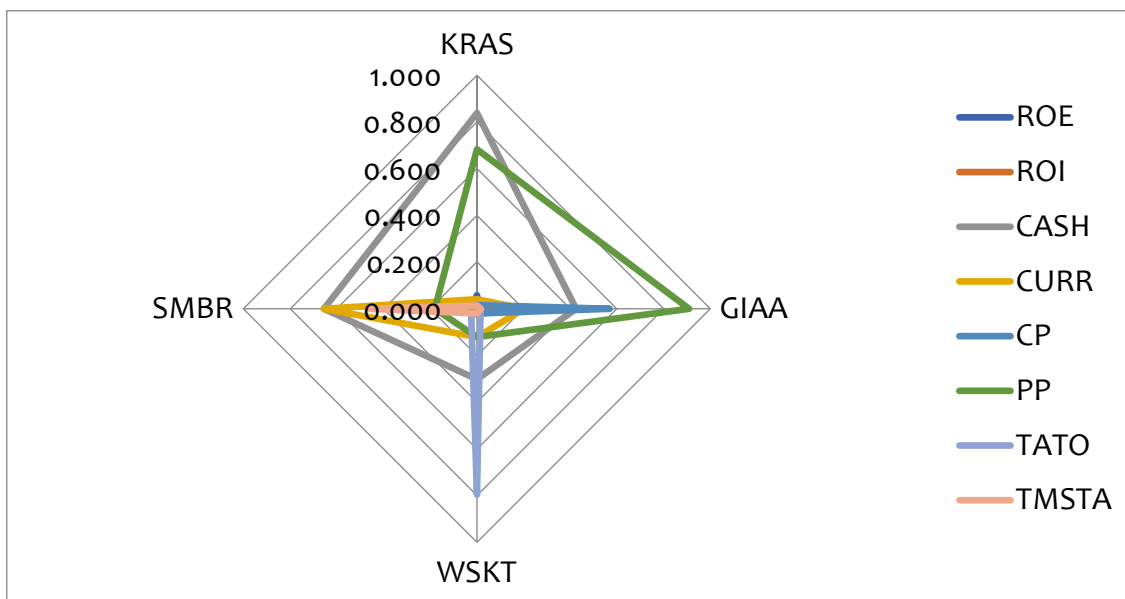
- Kurniawati, Sri Lestari dan Lestari, Wiwik (2008). Studi Atas Kinerja BUMN setelah Privatisasi. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 12, No.2 Mei 2008, hal. 263 – 272. Terakreditasi SK. No. 167/DIKTI/Kep/2007.
- Obeld, Hassan dan Piget, Patrick (2012). Using IFRS to understand the impact of the privatization on the firm's performance: evidence from Europe. *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 9, Issue 2, 2012.
- Omran, Mohammed (2002). The Performance of State-Owned Enterprises and Newly Privatized Firms: Does Privatization Really Matter?. *JEL Classification: G32, L33*.
- Oqdeh, Lubna Natheer dan Nassar, Mohammad Abu (2014). Post - Privatization Performance of Jordanian Firms in Terms of Ownership Structure and Sector. *Dirasat, Administrative Sciences*, Volume 41, No. 1, 2014.
- Panahian, Hossein dan Akbarzadeh, Hamid (2010). Determination and Evaluation of Privatization Effects on Financial Performance of Firms in Tehran Stock Exchange (TSE). *American Journal of Applied Sciences* 7 (4): 597-602, 2010 ISSN 1546-9239. 2010 Science Publications.
- Parimana, Komang Agung Surya dan Wisadha, I Gede Suparta (2014). Pengaruh Pivatisasi, Kompensasi Manajemen Eksekutif, dan Ukuran Perusahaan pada Kinerja Keuangan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 10.3 (2015) : 753-762. ISSN : 2302 – 8556.
- Putri, Anggi Arinta; Sunarko, Bambang; dan Suwaryo (2012). Analisis Kebijakan Privatisasi pada BUMN Yang Listing di Bursa Efek Indonesia Tahun 2000-2011. *Jurnal Manajemen Unsoed*.
- Undang-Undang:
 Undang-undang Dasar Negara Republik Indonesia Tahun 1945.
 Undang-undang Republik Indonesia No. 3 Tahun 2002 tentang Pertahanan Negara.
 Undang-Undang Dasar (UUD) 1945 pasal 33 tentang pelaku utama sistem perekonomian Indonesia.
 Undang-undang Republik Indonesia No. 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas.
 Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2003 tentang BUMN.
- Peraturan/Keputusan:
 Surat Keputusan Menteri BUMN Nomor: KEP-100/MBU/2002 mengenai Penilaian Tingkat Kesehatan BUMN.
- Internet/Website:
 Daftar perusahaan BUMN publik. 2019 . Retrieved from <https://www.sahamok.com/emiten/bumn-publik-bei/>.
 Kementerian Pertahanan Republik Indonesia. "Tentang kami, visi dan misi." Retrieved from <http://www.kemhan.go.id>: <http://www.kemhan.go.id/visi-dan-misi>.

Lampiran

Lampiran 1 Diagram Radar Hasil Uji Beda Mann-Whitney Hipotesis 1 hingga Hipotesis 8



Gambar 2. Diagram Radar Hasil Uji Beda Mann-Whitney Hipotesis 1 hingga Hipotesis 8
Sumber: Data olahan, 2019



Gambar 1. Diagram Radar Hasil Uji Delapan Hipotesis
Sumber: Data olahan, 2019