

Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Kinerja Perusahaan Badan Usaha Milik Negara yang Terdaftar di BEI

Jessica Angela, Marcellia Jessica,
Rinaningsih, Luciana Haryono*

Program Studi Akuntansi, Sekolah Bisnis dan Ekonomi Universitas Prasetiya Mulya
BSD City Kavling Edutown I.1, Jl. BSD Raya Utama, BSD City, Tangerang 15339

Abstract

This study aims in analyzing the linear relationship between government ownership and company performance in open non-financial State-Owned Enterprises in Indonesia in 2009-2018. The independent variable in this study uses the percentage of government ownership and the dependent variable used are company performance with proxy profitability (Return on Assets, Return on Equity, Return on Sales) and market performance (Tobin's Q). The independent variable and the dependent variable in the study are supported by two control variables, namely the size of the company and the growth rate of Gross Domestic Product (GDP).

The samples used in this study were 152 observation data with panel data to prove the relationship between government ownership and company performance using Stata version 13. The results in the study of the relationship between government ownership and company performance as measured by ROA, ROE, ROS proved to be significantly negative, while Tobin's Q is not related. These results support previous studies, namely Jia et al. (2005), Marciano (2008) in Wiranata and Nugrahanti (2013), Xu and Wang (1999), and Qi, et al. (2000). A significant negative relationship between government ownership and company performance indicates that the government's ability is still not optimal in overseeing the company's operational activities and the objectives of the State-Owned Enterprises focusing on the welfare of a group or the company itselfes.

Sari Pati

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan linear antara kepemilikan pemerintah dan kinerja perusahaan pada perusahaan Badan Usaha Milik Negara non-keuangan yang terbuka di Indonesia tahun 2009-2018. Variabel independen dalam penelitian ini menggunakan persentase kepemilikan pemerintah dan variabel dependen yang digunakan adalah kinerja perusahaan dengan proxy profitability (Return on Asset, Return on Equity, Return on Sales) dan market performance (Tobin's Q). Variabel independen dan variabel dependen dalam penelitian didukung oleh dua variabel kontrol, yaitu ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan Produk Domestik Bruto (GDP). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 152 data observasi dengan data panel untuk membuktikan hubungan antara kepemilikan pemerintah dan kinerja perusahaan dengan menggunakan Stata versi 13. Hasil penelitian dari hubungan antara kepemilikan pemerintah dan kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA, ROE, ROS terbukti negatif signifikan, sedangkan Tobin's Q tidak berhubungan. Hasil ini mendukung penelitian-penelitian terdahulu, yaitu Jia et al. (2005), Marciano (2008) dalam Wiranata dan Nugrahanti (2013), Xu dan Wang (1999), dan Qi, et al. (2000). Hubungan yang negatif signifikan antara kepemilikan pemerintah dengan kinerja perusahaan mengindikasikan bahwa kemampuan pemerintah masih kurang optimal dalam mengawasi kegiatan operasional perusahaan dan tujuan Badan Usaha Milik Negara berfokus untuk mensejahterakan kepentingan suatu kelompok dibandingkan kepentingan masyarakat atau perusahaan itu sendiri.

Keywords:

*agency conflict,
government ownership,
company performance,
market performance,
profitability*

Kata Kunci:

*agency conflict,
kepemilikan pemerintah,
kinerja perusahaan, market
performance, profitability*

*Corresponding author:

luciana@pmb.ac.id

Pendahuluan

Pada umumnya, perusahaan ingin memberikan kinerja terbaik demi menciptakan nilai saham yang terus meningkat, sesuai dengan harapan pemegang saham (Bringham & Houston, 2001). Demi meningkatkan nilai saham, salah satu alternatif yang perusahaan perlu lakukan adalah memaksimalkan nilai perusahaan dengan peningkatan laba bersih perusahaan (Hermansyah & Ariesanti, 2008). Oleh karena itu, pemegang saham dan manajemen perlu bekerja sama dalam meraih tujuan dan target perusahaan, khususnya peningkatan kinerja. Di sisi lain, pengelolaan kegiatan operasional dan pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajemen sebagai agen terkadang mengalami benturan kepentingan dengan para pemegang saham sebagai prinsipal (Jensen & Meckling, 1976). Konsentrasi kepemilikan dipercaya dapat meningkatkan kemampuan pemegang saham dalam melakukan pengawasan kepada manajemen.

Mrad dan Hallara (2012) menyatakan bahwa dengan adanya struktur kepemilikan yang berada di atas 50% maka ada kemungkinan peningkatan kinerja karena *ownership rights* dan kontrol dapat didefinisikan dengan jelas. Hal ini juga berdampak pada proses pengambilan keputusan, sehingga struktur kepemilikan dianggap memiliki pengaruh terhadap jalannya perusahaan dan juga berdampak pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuannya (Wahyudi & Pawesti, 2006).

Porsi kepemilikan dalam suatu perusahaan atau badan yang didominasi oleh pemerintah biasa disebut Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Dalam hal ini, pemerintah memiliki hak dalam mengatur kegiatan usaha. Perusahaan BUMN mempunyai peran penting dalam mendukung perekonomian di negara sebagai penyedia lapangan pekerjaan dan memberikan kemudahan bagi masyarakat. Tujuan utama pemerintah sebagai pemegang saham dikenal berkaitan erat dengan tujuan politik dan sosial yang kebanyakan tidak sejalan dengan tujuan perusahaan swasta atau milik pribadi, yakni memperoleh laba besar dan meningkatkan nilai saham perusahaan di pasar (*Indonesia Stock Exchange* [IDX], 2018). Perusahaan BUMN di negara maju seperti Italia, cenderung mengutamakan kesejahteraan sosial (Shleifer & Vishny, 1993, 1994; Vickers & Yarrow, 1991). Kesejahteraan sosial yang dimaksud adalah fokus pada kepentingan umum, memperluas lapangan dan kesempatan kerja, dan menambah pendapatan negara. Berbeda dengan perusahaan milik swasta yang mengedepankan proyek yang memaksimalkan keuntungan atau laba demi meningkatkan nilai perusahaan (Friedman, 1970).

Penelitian mengenai hubungan kepemilikan pemerintah dengan kinerja perusahaan pernah dilakukan pada perusahaan di berbagai negara. Namun, hasil penelitian dari berbagai peneliti berbeda-beda. Ada yang menyatakan bahwa hubungan kedua variabel berkorelasi positif, negatif, dan kuadratik. Hasil penelitian di Indonesia oleh Diharja dan Rossieta (2014) menyatakan bahwa investor memiliki keyakinan yang kuat terhadap perusahaan BUMN karena memiliki akses pasar

yang luas dan memiliki kekuasaan negara. Para investor percaya bahwa keberlangsungan usaha dari perusahaan BUMN yang didukung oleh kebijakan pemerintah. Keuntungan yang paling terlihat dari perusahaan BUMN adalah kemudahan mendapat proyek yang bernilai besar dalam membangun infrastruktur negara, misalnya jembatan, jalan tol, dan fasilitas lainnya.

Xu dan Wang (1999) meneliti hubungan antara kepemilikan pemerintah dengan kinerja perusahaan pada perusahaan terbuka di China tahun 1995-1996 mengemukakan bahwa adanya kepemilikan pemerintah justru menimbulkan konflik kepentingan (*agency conflict*), sehingga menurunkan produktivitas perusahaan dan memperburuk kinerja perusahaan. Hal ini terjadi ketika perusahaan memerlukan tambahan modal melalui penawaran sahamnya. Pemerintah cenderung menentang karena kecemasan akan porsi kepemilikannya berkurang yang akan berdampak pada kemampuan untuk mengambil keputusan. Kartikawati (2007) dan Fauziah (2011), dalam Wiranata dan Nugrahanti (2013), mengemukakan bahwa konsentrasi kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan karena pemerintah dianggap belum mampu mengawasi kegiatan operasional perusahaan dengan baik sehingga memperlambat kinerja dari perusahaan. Hal ini didukung oleh Marciano (2008) dalam Wiranata dan Nugrahanti (2013) yang menjelaskan bahwa perusahaan BUMN cenderung dikuasai oleh para birokrat yang mempunyai tujuan untuk memperkaya diri atau mengutamakan kepentingan pribadi dibanding kepentingan masyarakat atau perusahaan itu sendiri.

Hasil penelitian dari Sun, Tong, dan Tong (2002) tergolong unik karena model yang dihasilkan membentuk hubungan U terbalik antara kepemilikan pemerintah dengan kinerja perusahaan. Dengan terlalu sedikitnya kepemilikan dari pemerintah berarti hanya sedikit bantuan atau dukungan dari pemerintah untuk membantu BUMN keluar dari kesulitan yang dialami. Kepemilikan pemerintah dari titik terendah hingga titik maksimum justru memberi efek positif pada kinerja perusahaan karena bisa memberi dukungan secara utuh kepada perusahaan yang berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan. Setelah mulai turun, kepemilikan pemerintah yang tinggi akan mengakibatkan kontrol dan gangguan dalam kegiatan operasi.

Chen, Chen, dan Wei (2017) juga menjelaskan adanya hubungan berbentuk U antara profitabilitas dan *market performance* dengan kepemilikan pemerintah. Dengan kata lain, kinerja perusahaan akan menjadi lebih baik apabila porsi kepemilikan pemerintah sangat besar atau sangat kecil. Didasarkan dari teori *grabbing hand*, BUMN akan mendapatkan keuntungan dengan adanya kepemilikan pemerintah melalui perlakuan khusus seperti regulasi yang dipermudah, *bailouts*, akses yang dipermudah untuk mendapatkan sumber daya, persyaratan pinjaman dan perdagangan yang menguntungkan, sehingga akan meningkatkan kinerja perusahaan. Sebaliknya, kepemilikan pemerintah dapat merugikan BUMN karena adanya keterlibatan dalam korupsi, *enrichment*,

expropriation, dan *rent-seeking behavior* yang menyebabkan turunnya kinerja perusahaan BUMN. Kemungkinan terjadinya kejadian ini bergantung pada persentase kepemilikan pemerintah dalam perusahaan. Dengan adanya hasil yang berbeda-beda dari berbagai penelitian terdahulu antara kepemilikan pemerintah dengan kinerja perusahaan, membuat topik ini menarik untuk dibahas. Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap kinerja perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI.

Sistematika penulisan jurnal ini dibagi menjadi beberapa bagian, yaitu bagian pertama berisi pendahuluan. Bagian kedua terdiri dari telaah literatur dan pengembangan hipotesis. Bagian selanjutnya adalah bagian metode penelitian. Kemudian, bagian keempat membahas tentang hasil dan diskusi. Bagian terakhir pembahasan kesimpulan, implikasi dan keterbatasan.

Telaah Literatur dan Pengembangan Hipotesis

Struktur Kepemilikan dalam Perusahaan

Menurut Sudana (2011:11), dalam Budiarti, Sulistyowati (2014), struktur kepemilikan adalah sarana yang memisahkan hak yang dimiliki oleh pemegang saham dan hak yang dimiliki oleh manajemen perusahaan. Pemegang saham adalah pihak yang memberikan modal untuk dijadikan sumber penggerak aktivitas operasional perusahaan, sedangkan manajer adalah pihak yang diberikan kewenangan untuk mengambil keputusan yang berkaitan dengan pengelolaan perusahaan, dengan harapan manajer akan bekerja sesuai dengan kehendak pemegang saham.

Melalui teori agensi yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), terdapat klasifikasi kedua pihak yang berkaitan, yaitu *principal* atau pemegang saham sebagai pemilik usaha dan *agent* atau manajer sebagai pihak yang menjalankan tugas. Penjelasan lebih lanjut mengenai teori ini dijelaskan dengan adanya kontrak antara satu atau kelompok orang sebagai pemegang saham menunjuk seorang atau sekelompok lainnya sebagai manajemen untuk melakukan berbagai pekerjaan atas nama *principal* dalam memaksimalkan keuntungan. Namun, manajer yang menerima wewenang untuk menjalankan tugas tidak selalu bertindak sesuai dengan harapan pemegang saham yang disebabkan adanya ketidakpuasan atas insentif yang diperoleh manajer. Pada umumnya, motivasi pemegang saham adalah mengoptimalkan kepentingan jangka panjang atau keberlangsungan usaha, sedangkan tujuan manajemen cenderung melihat kondisi perusahaan secara jangka pendek dan mengabaikan keuntungan yang berkelanjutan (Ferlauto, McGowan, Rankin, Stanton, & Tiling, 2012).

Apabila dikaitkan dengan teori hak kepemilikan oleh Alchian dan Demsetz (1973) yang mengemukakan tentang hak properti adalah wewenang eksklusif untuk menentukan bagaimana sumber daya digunakan, apakah sumber daya itu dimiliki oleh pemerintah atau oleh individu. Dalam

konteks yang dimaksud dalam Badan Usaha Milik Negara, hak eksklusif tersebut dimiliki oleh pemerintah dan berhak untuk memanfaatkan hak properti tersebut. Selain itu, Suhayati (2011) menyatakan bahwa *property rights* menjelaskan tentang perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah biasanya memberikan insentif seperti tunjangan untuk meningkatkan efisiensi dari *property rights*. Sebaliknya, apabila dimiliki oleh berbagai individu atau pihak swasta cenderung akan mengelola aset yang dimiliki secara lebih baik sehingga perusahaan semakin berkembang dan efisien (Suhayati, 2011). Oleh karena itu, struktur kepemilikan saham memiliki pengaruh terhadap kegiatan operasional perusahaan yang pada akhirnya berdampak pada kinerja dalam mencapai nilai perusahaan yang maksimal di pasar.

Penelitian yang dilakukan oleh Qi, Wu, dan Zhang (2000) mengenai pengaruh struktur kepemilikan saham dengan kinerja perusahaan, struktur kepemilikan berbagai perusahaan di China yang terbuka terdiri dari *state-owned shares*, *legal-person shares*, *tradable A-shares*, *employee shares*, dan *foreign investors*. *State Shares* adalah saham yang dimiliki oleh pemerintah, seperti pemerintah pusat dan pemerintah daerah. *Legal Person Shares* adalah yang dimiliki oleh badan hukum domestik dan institusi seperti *stock companies*, *state-private mixed enterprises*, dan lembaga keuangan non bank. *Tradable A-shares* hanya dapat dimiliki oleh warga dan institusi China, dan merupakan satu-satunya kelas saham yang dapat diperdagangkan di antara investor domestik. *Employee shares* adalah saham yang dimiliki oleh karyawan, namun dikecualikan dari penelitian tersebut karena sebagian besar perusahaan yang terbuka tidak memiliki saham karyawan atau jumlah kepemilikannya tidak signifikan. *Foreign shares* adalah saham yang dimiliki oleh investor asing.

Adapun pendapat lain dari Jensen dan Meckling (1976) yang membedakan kepemilikan saham menjadi tiga pihak, yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik. Pendapat ini juga mendapat dukungan dari para peneliti di Indonesia yaitu Yuniati, Raharjo, dan Oemar (2016) yang mengemukakan bahwa struktur kepemilikan saham terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik yang dapat digunakan sebagai solusi dalam mengurangi konflik kepentingan antara pihak manajemen dengan pemegang saham.

Kepemilikan manajerial adalah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan, seperti direksi, manajemen, dan komisaris. Demi mengatasi permasalahan agensi yang terjadi antara manajemen dan pemegang saham lainnya, Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa porsi kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang diperbesar dapat mengimbangi porsi kepemilikan pihak lainnya. Oleh karena itu, apabila porsi kepemilikan semakin besar maka manajemen akan menyatukan kepentingan dengan pemegang saham lainnya karena berada dalam satu visi.

Kepemilikan institusional merupakan saham yang dimiliki oleh berbagai pihak institusi lain seperti perusahaan asuransi, bank, investasi, dan lain-lain. Kepemilikan publik adalah jumlah saham

yang dimiliki oleh masyarakat. Semakin banyak pihak yang memiliki porsi kepemilikan saham dalam suatu perusahaan, maka tuntutan perusahaan untuk mengungkapkan informasi yang semakin banyak dan lengkap juga semakin besar (Purwandari & Purwanto, 2012). Porsi kepemilikan saham yang lebih besar membuat institusi mencoba untuk mempengaruhi keputusan yang akan diambil oleh manajemen internal secara intensif karena ada kecemasan atas kemampuan manajemen dalam mengawasi perusahaan yang memiliki dampak negatif pada saham yang diinvestasikan oleh institusi dalam jumlah besar.

Kepemilikan saham oleh publik merupakan saham yang dimiliki oleh pihak luar, yang dalam konteks ini adalah masyarakat. Demi mencapai tujuan perusahaan, yaitu memperoleh laba dan meningkatkan nilai perusahaan di pasar, maka diperlukan adanya suntikan dana atau modal tambahan sebagai saluran pendanaan bagi kegiatan operasional perusahaan. Sumber pendanaan ini dapat didapatkan dari internal (manajemen atau insider) maupun eksternal (masyarakat).

Dalam riset milik Backx, Carney, dan Gedajlovic (2002), struktur kepemilikan dibagi menjadi 3, yaitu *private sector ownership*, *public sector ownership*, dan *mixed ownership*. Perusahaan dianggap memiliki *private sector ownership* apabila pihak swasta memegang 99%, atau lebih dari saham perusahaan. Sebaliknya, perusahaan dikategorikan sebagai *public sector ownership* apabila pemerintah memiliki 95% atau lebih banyak dari saham perusahaan. Perusahaan akan digolongkan ke dalam *mixed ownership* apabila perusahaan swasta memiliki kepemilikan 6% -98%. Chen et al. (2017) juga mendukung pernyataan ini bahwa struktur kepemilikan terbagi menjadi tiga pihak, yaitu kepemilikan saham pemerintah, privat, dan campuran. Hal ini juga dibuktikan dalam penelitiannya yang menggunakan ketiga jenis kepemilikan tersebut sebagai dasar pemahaman.

Kepemilikan Pemerintah

Kepemilikan pemerintah adalah jumlah saham yang dimiliki oleh pemerintah sebagai wakil negara dalam suatu perusahaan. Menurut Cornett, Guo, Khaksari, dan Tehranian (2009), dalam Hunardy dan Tarigan (2017), kepemilikan pemerintah adalah keadaan ketika pemerintah memiliki saham perusahaan. Pemerintah yang memiliki porsi kepemilikan maka memiliki peran yang besar dalam kegiatan operasional dari perusahaan milik negara dan bertanggung jawab dalam mengelola serta mengatur perusahaan untuk mendapatkan keuntungan demi tercapainya kesejahteraan masyarakat. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Tisdell (1990), dalam Chen et al. (2017) dominasi kepemilikan pemerintah dapat menghambat perkembangan perusahaan, terutama sebagai akibat kegagalan dari pemisahan kepemilikan publik dan kepemilikan pemerintah dan kurangnya kemampuan untuk memonitor aset negara.

Martin dan Parker (1997), dalam Backx, Carney, dan Gedajlovic (2002) memberikan pendapat mengenai perusahaan milik negara yang tentunya lebih peduli dengan kegiatan operasi yang akan menguntungkan perusahaan, tetapi pemerintah juga memiliki atau mengejar tujuan lain yang dapat mengurangi kemampuan untuk menghasilkan efisiensi dan tujuan keuangan. Niskanen (1971), dalam Backx et al. (2002), mengemukakan politisi dan birokrat dapat mensubstitusi tujuan dan preferensi sendiri, seperti pembukaan lapangan pekerjaan dan prestise, dibandingkan efisiensi dan produktivitas perusahaan. Boycko et al. (1995), dalam Xu dan Wang (1999) juga mendukung pernyataan tersebut dengan mengusulkan bahwa pemerintah mengejar tujuan politik seperti pembukaan lapangan pekerjaan yang terlalu berlebihan dibandingkan dengan memaksimalkan keuntungan untuk perusahaan.

Di sisi lain, Diharja dan Rossieta (2014) berpendapat bahwa keuntungan dari perusahaan BUMN adalah kemudahan dalam mendapat proyek yang dijalankan oleh pemerintah bagi negara, misalnya bidang infrastruktur. Berdasarkan Zhou, Gao, dan Zhao (2017), dengan adanya kepemilikan pemerintah maka dapat memberikan keuntungan seperti hak istimewa politik, keuangan, dan akses sumber daya untuk perusahaan. Ketiga hal tersebut sangat penting untuk pengembangan perusahaan. Argumen untuk mendukung poin ini adalah bahwa perusahaan dengan kepemilikan negara yang besar yakin bahwa akan menerima bantuan pemerintah jika berada dalam kesulitan keuangan (Wang, Wong, & Xia, 2008). Selain itu, Yu (2013) yang melakukan penelitian pada perusahaan-perusahaan di China menjelaskan bahwa porsi kepemilikan pemerintah yang besar akan lebih menguntungkan bagi perusahaan tersebut karena negara dapat menyediakan sumber daya bagi keberlangsungan usaha juga membantu perusahaan dalam memperoleh otoritas yang lebih besar. Demikian pula, berkaitan dengan kepemilikan negara, karakteristik yang lazim dari perusahaan milik negara di negara berkembang adalah hubungan erat dengan pemerintah dalam hal perlakuan istimewa dan arah strategis untuk kegiatan bisnis (Lin, Chen, & Lin, 2014; You & Du, 2012).

Pengembangan Hipotesis

Hubungan antara Kepemilikan Pemerintah dengan Kinerja Perusahaan

Berdasarkan penelitian dari Chen *et al.* (2017); Diharja dan Rossieta (2014); Diyanty (2010); Najid dan Rahman (2011); Qi, Wu, dan Zhang (2000); Sun *et al.* (2002); serta Xu dan Wang (1999), ditemukan adanya hubungan signifikan antara kepemilikan pemerintah sebagai variabel independen dengan kinerja perusahaan sebagai variabel dependen. Hasil yang berbeda-beda dari berbagai penelitian memicu keinginan untuk memberikan pembuktian mengenai hubungan antara kepemilikan pemerintah dengan kinerja perusahaan.

Qi, et al. (2000), dan Li, Sun, dan Zou (2009) mengilustrasikan penelitiannya mengenai kepemilikan pemerintah memberikan efek yang merugikan pada kinerja perusahaan. Sementara, Le dan Chizema (2011) memberi kontribusi pendapat mengenai kepemilikan pemerintah yang memberikan efek positif pada kinerja perusahaan. Disisi lain, Sun *et al.* (2002), serta Tian dan Estrin (2008) menunjukkan adanya hubungan kuadratik antara kepemilikan pemerintah dengan kinerja perusahaan.

Penelitian ini menggunakan profitabilitas sebagai salah satu pengukuran baik atau buruknya kinerja perusahaan agar dapat melihat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Profitabilitas dari sebuah perusahaan dapat menggunakan beberapa *proxy* yang sudah banyak digunakan oleh berbagai peneliti sebelumnya seperti ROA, ROE, dan ROS. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Xu dan Wang (1999) dengan sampel sebesar 668 perusahaan di China di tahun 1993-1995 dan menggunakan MBR (*Market To Book Ratio*), ROA, ROE sebagai *proxy* profitabilitas, dihasilkan bahwa profitabilitas perusahaan berhubungan positif dengan kepemilikan *legal person* dan berhubungan negatif atau tidak berhubungan dengan kepemilikan pemerintah dan saham A yang dapat diperdagangkan.

Hasil dari penelitian Tian dan Estrin (2005) yang menggunakan data dari perusahaan terbuka di China dari tahun 1994 hingga 2004 menunjukkan hubungan positif antara ROA dan kepemilikan pemerintah. Pada riset yang diteliti oleh Yu (2013) pada 10.639 perusahaan non finansial di China selama tahun 2003-2010, dihasilkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh kuadratik (*U-shaped*) dengan profitabilitas yang diukur dengan ROA dan ROE.

Hasil dari penelitian yang diimplementasikan oleh Wei dan Varela (2003) pada perusahaan terbuka di China tahun 1994-1996 dengan menggunakan Tobin's Q untuk pengukuran *market performance* menunjukkan hasil yang berhubungan kuadratik (berbentuk U) antara kepemilikan pemerintah dengan Tobin's Q. Riset milik Tian dan Estrin (2005) dengan menggunakan 9594 perusahaan terbuka di China dari tahun 1994-2004 juga mendukung pernyataan tersebut dengan melampirkan bahwa adanya hubungan *U-shaped* antara kedua variabel tersebut. Begitupun hasil yang didapat dari penelitian yang dilakukan oleh beberapa peneliti lainnya, seperti Hess, Gunasekarage, dan Hovey (2010), Ng, Yuce, dan Chen (2009) yang mendapat hasil bahwa hubungan antara Tobin's Q dan kinerja perusahaan adalah berkorelasi positif.

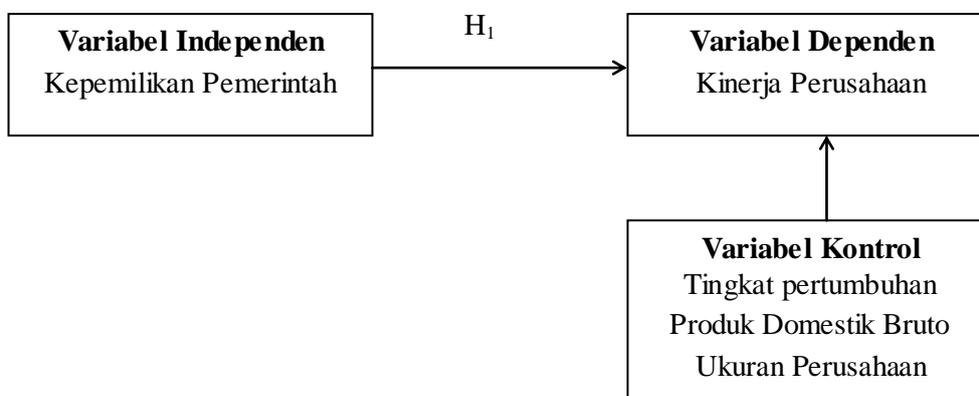
Berbeda dengan penelitian di atas, penelitian yang dilakukan oleh Jia, Sun, Tong (2005) pada 53 perusahaan milik pemerintah yang telah terdaftar di Hong Kong Exchange dengan lingkup data dari Juli 1993 hingga Desember 2002, diketahui bahwa kepemilikan pemerintah memiliki hubungan negatif terhadap ROA, ROE, dan ROS serta *Market to Book Value Ratio*.

Kartikawati (2007) dan Fauziah (2011) dalam Wiranata dan Nugrahanti (2013), menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh negatif terhadap ROA karena pemerintah dianggap belum mampu mengawasi kegiatan operasional perusahaan dengan baik sehingga memperlambat kinerja dari perusahaan. Hal ini didukung oleh Marciano (2008) dalam Wiranata dan Nugrahanti (2013) yang menjelaskan bahwa perusahaan pemerintah cenderung dikendalikan oleh para birokrat yang memiliki tujuan untuk mensejahterakan kepentingan pribadi dibanding kepentingan masyarakat atau perusahaan itu sendiri. Kepemilikan pemerintah yang besar membuat tingkat korupsi semakin tinggi sehingga profitabilitas juga menurun (Boubakri, Cosset, dan Guedhami, 2008)

Meskipun BUMN mendapatkan keuntungan dengan adanya kepemilikan pemerintah melalui perlakuan khusus seperti regulasi yang dipermudah, *bailouts*, akses yang dipermudah untuk mendapatkan sumber daya, persyaratan pinjaman dan perdagangan yang menguntungkan, sehingga berpotensi meningkatkan kinerja perusahaan. Namun, kepemilikan pemerintah dapat merugikan BUMN karena adanya keterlibatan dalam korupsi, *enrichment*, *expropriation*, dan *rent-seeking behavior* yang menyebabkan turunnya kinerja perusahaan BUMN.

Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H1 : *Kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan*



Gambar 1. Kerangka pemikiran

Metode Penelitian

Penelitian ini bersifat kuantitatif dengan data berupa data panel. Sumber yang digunakan untuk mendapatkan data yang diperlukan merupakan data sekunder. Beberapa sumber data yang digunakan adalah Bloomberg, Capital IQ, Laporan Tahunan, dan Laporan Keuangan. Jenis data yang diterapkan adalah panel data yang memiliki dua karakteristik data, yaitu *time series* dan *cross section*. Periode waktu dimulai adalah pada tahun 2009 karena di tahun 2008 terjadi *global financial crisis*.

Total sampel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah 16 perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. 16 perusahaan tersebut adalah PT Indofarma Tbk, PT Kimia Farma Tbk, PT Perusahaan Gas Negara Tbk, PT Krakatau Steel Tbk, PT Adhi Karya Tbk, PT Pembangunan Perumahan Tbk, PT Wijaya Karya Tbk, PT Waskita Karya Tbk, PT Aneka Tambang Tbk, PT Bukit Asam Tbk, PT Timah Tbk, PT Semen Baturaja Tbk, PT Semen Gresik Tbk, PT Jasa Marga Tbk, PT Garuda Indonesia Tbk, dan PT Telekomunikasi Indonesia Tbk. Terdapat beberapa data dari beberapa perusahaan di tahun 2009-2011 yang tidak ada dalam terminal data ataupun laporan keuangan perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini juga mengeluarkan data-data keuangan ROA, ROE, ROS, Tobin's Q, GDP, dan Total Aset perusahaan yang variabel persentase kepemilikannya tidak tersedia.

Populasi dan Sampel

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Jumlah perusahaan yang digunakan dalam sampel ini adalah sebanyak 16 perusahaan BUMN yang tercatat di BEI. Sampel diambil dari data sekunder pada tahun 2009 - 2018 dengan mengecualikan perusahaan BUMN yang bergerak di bidang keuangan di BEI.

Tabel 1. Perolehan Sampel Penelitian

Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah Perusahaan
Perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	20
Perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI dan bergerak di industri keuangan	(4)
Perusahaan yang digunakan sebagai sampel	16

Sumber: data yang diolah

Penelitian ini menggunakan variabel dependen yaitu *Profitability* (ROA, ROE, ROS) dan *Market Performance* (TOBINSQ) yang digunakan untuk mengetahui pengaruhnya dengan variabel independen kepemilikan pemerintah (SOP). ROA dihitung dengan membagi *net income* dengan *total asset*. ROE merupakan net income dibagi dengan total equity. ROS adalah laba sebelum pajak dan Bunga dibagi dengan penjualan. TOBINSQ merupakan *total market value outstanding stocks + total book value liabilities* dibagi dengan *total book value of assets*. Variabel kepemilikan pemerintah merupakan presentase yang diukur dengan jumlah sahan pemerintah dibagi dengan total saham beredar. Variabel kontrol yang akan digunakan untuk mendukung penelitian ini adalah ukuran

perusahaan yang diukur dengan *total asset* (FS) dan tingkat pertumbuhan produk domestik bruto (GDP) yang diperoleh dengan rumus $(GDP_{it} - GDP_{it-1}) / GDP_{it}$

Penelitian yang dilakukan ini mengacu pada Chen *et al.* (2017) dengan menggunakan analisis regresi data panel dengan mencari korelasi atau pengaruh antara variabel independen dan variabel dependen.

Model yang akan digunakan adalah sebagai berikut:

Model 1

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 SOP_{it} + \beta_2 GDP_{it} + \beta_3 FS_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(1)$$

Model 2

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 SOP_{it} + \beta_2 GDP_{it} + \beta_3 FS_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(2)$$

Model 3

$$ROS_{it} = \alpha + \beta_1 SOP_{it} + \beta_2 GDP_{it} + \beta_3 FS_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(3)$$

Model 4

$$TOBINSQ_{it} = \alpha + \beta_1 SOP_{it} + \beta_2 GDP_{it} + \beta_3 FS_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots(4)$$

Keterangan:

α = Konstanta (*intercept*)

β = Koefisien besaran perubahan variabel dependen

ε = *error terms*

ROA = *Return On Asset (Profitability)*

ROE = *Return On Equity (Profitability)*

ROS = *Return On Sales (Profitability)*

TOBINSQ = *Tobin's Q (Market Performance)*

SOP = *State Ownership in Percentage (Kepemilikan Pemerintah)*

GDP = *Gross Domestic Product Growth in Percentage (Pertumbuhan*

Produk Domestik Bruto)

FS = *Firm Size* (Ukuran Perusahaan)

Hasil dan Diskusi

Statistik Deskriptif

Berikut ini adalah Tabel Statistik Deskriptif yang berisikan ringkasan angka jumlah observasi, rata-rata, standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum dari setiap variabel penelitian.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
ROA	152	8,6092	9,7669	-11,85	38,46
ROE	152	16,9053	16,7610	-41,95	68,50
ROS	152	15,7699	14,9457	-13,89	52,59
TOBINSQ	152	0,7195	0,2723	0,0837	1,238
SOP	152	63,8944	16,8228	0	100
GDP	152	5,3971	0,5517	4,71	6,38
FS	152	16,6142	1,2866	13,4981	19,1443

ROA adalah (Laba bersih / Total Aset) x 100%; ROE adalah (Laba Bersih / Total Ekuitas) x 100%; ROS adalah (Laba sebelum pajak dan bunga / Penjualan) x 100%; SOP adalah (Jumlah Saham Pemerintah / Total Saham Beredar) x 100%; FS adalah Ln dari Total Aset; GDP adalah ((PDB tahun ini - PDB tahun lalu) / PDB tahun ini) x 100%; TOBINSQ adalah ((Total Market Value + Total Book Value of Liabilities) / Total Book Value of Assets) x 100%

Sumber: data yang diolah

Tabel Statistik Deskriptif - Tabel 2 menampilkan variabel yang digunakan dalam penelitian, yaitu Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Return on Sales (ROS), ukuran penilaian pasar (TOBINSQ), persentase kepemilikan pemerintah (SOP), ukuran perusahaan (FS), dan tingkat pertumbuhan produk domestik bruto (GDP). Jumlah observasi adalah sebanyak 152 data yang berasal dari 16 perusahaan selama tahun 2009-2018. Nilai standar deviasi menjelaskan tentang persebaran data dalam sampel mendekati nilai mean atau rata-rata. Apabila dilihat dari sebaran data

dari sampel penelitian, variabel ROA, ROE, ROS, dan TOBINSQ memiliki nilai standar deviasi yang tidak jauh dari nilai mean, yaitu antara 0,2 sampai 1,1. Hal ini dapat diartikan dengan sampel data yang digunakan dapat mewakili seluruh populasi yang digunakan dalam penelitian. Sedangkan pada variabel SOP, GDP, dan FS memiliki nilai standar deviasi yang berbeda jauh dengan nilai meannya (antara 4,84 sampai 47,07). Kondisi ini mengindikasikan adanya sampel yang beragam atau penyebaran data sampel sangat luas.

Matriks Korelasi

Selain melihat kedekatan nilai standar deviasi dengan nilai mean, jarak antara nilai minimum dan maksimum dari seluruh variabel yang dilambangkan dengan standar deviasi memiliki angka yang cukup besar untuk variabel ROA, ROE, ROS, dan SOP. Melihat nilai yang cukup tinggi, dapat disimpulkan bahwa ada indikasi persebaran data yang luas. Berikut ini merupakan Tabel Matriks Korelasi yang digunakan untuk melihat hubungan antar variabel independen:

Tabel 3. Matriks Korelasi

Var	ROA	ROE	ROS	TOBINSQ	SOP	GDP	FS
ROA	1,000						
ROE	0,8505	1,000					
ROS	0,8347	0,7439	1,000				
TOBINSQ	-0,4675	-0,2446	-0,2862	1,000			
SOP	-0,3205	-0,3658	-0,2707	-0,0634	1,000		
GDP	0,2059	0,1884	0,1238	-0,1643	0,0986	1,000	
FS	0,2528	0,2563	0,3571	0,2765	-0,4425	-0,1958	1,000

ROA adalah $(\text{Laba bersih} / \text{Total Aset}) \times 100\%$; ROE adalah $(\text{Laba Bersih} / \text{Total Ekuitas}) \times 100\%$; ROS adalah $(\text{Laba sebelum pajak dan bunga} / \text{Penjualan}) \times 100\%$; SOP adalah $(\text{Jumlah Saham Pemerintah} / \text{Total Saham Beredar}) \times 100\%$; FS adalah Ln dari Total Aset; GDP adalah $((\text{PDB tahun ini} - \text{PDB tahun lalu}) / \text{PDB tahun ini}) \times 100\%$; TOBINSQ adalah $((\text{Total Market Value} + \text{Total Book Value of Liabilities}) / \text{Total Book Value of Assets}) \times 100\%$

Sumber: data yang diolah

Berdasarkan Tabel 3 - Matriks Korelasi, terlihat adanya korelasi yang negatif antara seluruh variabel dependen yaitu ROA, ROE, ROS, dan TOBINSQ sebagai rasio profitabilitas terhadap variabel independen (SOP). Selain itu, seluruh variabel dependen juga ada indikasi memiliki

hubungan positif dengan FS (ukuran perusahaan). Sebaliknya, hanya TOBINSQ yang memiliki hubungan negatif lemah terhadap GDP (Tingkat Pertumbuhan Produk Domestik Bruto). Sebaliknya, ROA, ROE, dan ROS memiliki hubungan positif lemah dengan variabel GDP.

Hubungan antara variabel independen GDP dan SOP (0,0986) terbilang lemah karena berada dibawah 0,3. Sementara itu, hubungan FS dengan SOP (-0,4425) termasuk sedang karena berada diantara nilai 0,31-0,70. Begitupun dengan FS dan GDP yang memiliki hubungan negatif lemah sebesar -0,1958. Melalui penjabaran hubungan antara variabel independen diatas, maka dapat disimpulkan bahwa asumsi multikolinearitas tidak terjadi.

Kuartil SOP (Kepemilikan Pemerintah)

Berikut merupakan Tabel Kuartil Kepemilikan Pemerintah yang akan menjelaskan hubungan antara persentase kepemilikan pemerintah dengan masing-masing variabel kinerja perusahaan:

Tabel 4. Kuartil Kepemilikan Pemerintah

SOP	N	ROA	ROE	ROS	TOBINSQ	FS
0 - 25%	5	12,94	16,44	15,39	0,73	16,64
25,01 - 50%	0	0	0	0	0	0
50,01% - 75%	109	10,21	20,98	18,71	0,73	16,65
75,01% - 100%	38	3,44	4,78	7,55	0,65	16,61
Total sampel	152					

ROA adalah (Laba bersih / Total Aset) x 100%; ROE adalah (Laba Bersih / Total Ekuitas) x 100%; ROS adalah (Laba sebelum pajak dan bunga / Penjualan) x 100%; SOP adalah (Jumlah Saham Pemerintah / Total Saham Beredar) x 100%; TOBINSQ adalah ((Total Market Value + Total Book Value of Liabilities) / Total Book Value of Assets)) x 100%; n adalah jumlah data observasi

Sumber: data yang diolah

Berdasarkan data dari tahun 2009-2018 pada Tabel 4.5, dapat dilihat bahwa sepanjang tahun 2009 hingga 2018, perusahaan BUMN terbuka di Indonesia kebanyakan dimiliki oleh pemerintah sebesar kurang lebih 50,01% hingga 75%. Melalui tabel kuartil 4.5, dapat dilihat juga bahwa ada kecenderungan ROA dan TOBINSQ yang terus menurun dengan semakin besarnya kepemilikan pemerintah. Sebaliknya, nilai rata-rata ROE dan ROS menunjukkan pola yang berfluktuatif seiring

dengan kenaikan persentase kepemilikan pemerintah. Variabel kontrol FS yang telah digolongkan berdasarkan besarnya kepemilikan pemerintah tergolong cukup stabil, yaitu berkisar 16,61-16,65.

Hasil Uji Hipotesis

Berikut ini adalah penjabaran uji hipotesis (Uji F dan Uji t) yang telah dilakukan dalam penelitian mengenai Pengaruh Kepemilikan Pemerintah (SOP) terhadap Kinerja Perusahaan (ROA, ROE, ROS, Tobin's Q). Setelah dilakukan uji model dan uji asumsi klasik, terjadi autokorelasi pada seluruh model. Salah satu *treatment* yang dilakukan pada kedua model untuk mengatasi permasalahan ini adalah menggunakan *Generalized Least Square* (Gujarati, 2009).

Tabel 5. Hasil Uji Hipotesis Model

	ROA		ROE		ROS		TOBINSQ	
	Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob
SOP	-0,152	0,001***	-0,316	0,000***	-0,127	0,080*	0,001	0,384
GDP	4,759	0,000***	7,657	0,001***	5,504	0,007***	-0,056	0,143
FS	1,434	0,022**	2,150	0,044**	3,874	0,000***	0,060	0,001***
Cons	-31,132	0,036**	-39,932	0,114	-70,184	0,002***	-0,059	0,891
Prob-chi²	35,09	0,000***	39,43	0,000**	34,05	0,000***	15,69	0,013**
Adj. R²	0,1711		0,1899		0,1664		0,0752	

*** : Signifikansi pada level 1% , ** : Signifikansi pada level 5%, * : Signifikansi pada level 10%

ROA adalah (Laba bersih / Total Aset) x 100%; ROE adalah (Laba Bersih / Total Ekuitas) x 100%; ROS adalah (Laba sebelum pajak dan bunga / Penjualan) x 100%; SOP adalah (Jumlah Saham Pemerintah / Total Saham Beredar) x 100%; FS adalah Ln dari Total Aset; GDP adalah ((PDB tahun ini - PDB tahun lalu) / PDB tahun ini) x 100%; TOBINSQ adalah ((Total Market Value + Total Book Value of Liabilities) / Total Book Value of Assets) x 100%

Sumber: data yang diolah

Berdasarkan pengujian uji F pada seluruh model yang dilakukan pada variabel dalam penelitian ini (dilihat dari Tabel 5), diperoleh kesimpulan bahwa kepemilikan pemerintah (SOP) memiliki hubungan yang signifikan dengan seluruh variabel dependen, yaitu ROA (0,000), ROE (0,000), ROS (0,000), TOBINSQ (0,013). Hal ini menandakan bahwa model yang ada memiliki variabel independen dan variabel kontrol yang berpengaruh signifikan secara keseluruhan terhadap kinerja perusahaan. Hasil uji t pada model menunjukkan bahwa variabel independen memiliki

pengaruh negatif signifikan terhadap seluruh variabel kinerja perusahaan (ROA, ROE, ROS) kecuali TOBINSQ yang tidak memberikan pengaruh signifikan. Tingkat signifikansi untuk ROA adalah sebesar 1% (0,001), ROE sebesar 1% (0,000), dan ROS sebesar 10% (0,08). Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jia et al. (2005); Marciano (2008) dalam Wiranata dan Nugrahanti (2013); Xu dan Wang (1999); Qi, et al. (2000). Berdasarkan Tabel 4.15, hipotesis terbukti karena kepemilikan pemerintah punya pengaruh pada kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA, ROE, dan ROS, tetapi kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh signifikan dengan Tobin's Q.

Kepemilikan pemerintah yang semakin besar membuat kinerja perusahaan semakin buruk karena pemerintah dianggap belum mampu mengelola perusahaan dengan baik, sehingga kinerja perusahaan menjadi semakin lambat atau bahkan mengalami penurunan karena pemerintah banyak mengintervensi kinerja perusahaan dengan kepentingan-kepentingan publik seperti infrastruktur, kesehatan, dan pendidikan (Kartikawati (2007) & Fauziah (2011), dalam Wiranata dan Nugrahanti (2013)). Hasil penelitian tersebut dapat dikaitkan dengan teori konflik kepentingan, dimana publik dan pihak pemerintah memiliki kepentingan yang berbeda. Tujuan pemerintah dalam mendirikan perusahaan BUMN berfokus pada pemenuhan kebutuhan masyarakat melalui penyediaan fasilitas dan layanan demi mendapatkan *social benefit* berupa kepercayaan masyarakat. Berkenaan dengan *property rights theory*, dalam hal ini pemerintah memiliki wewenang untuk memiliki dan mengatur perusahaan BUMN secara eksklusif, sehingga pemerintah berhak untuk mengambil keputusan (Indonesia Stock Exchange [IDX], 2018). Boubakri, Cosset, dan Guedhami (2008) juga mendukung hubungan negatif antara kedua variabel, yaitu dengan adanya kepemilikan pemerintah yang besar dapat memperburuk kinerja perusahaan karena adanya korupsi dan birokrasi dari para birokrat. Banyaknya jumlah korupsi dalam suatu perusahaan mengindikasikan adanya penurunan produktivitas perusahaan. Implikasinya adalah laba perusahaan yang dapat digunakan untuk ekspansi usaha tidak digunakan dengan maksimal.

Keterkaitan antara kepemilikan pemerintah dengan kinerja perusahaan dapat dihubungkan dengan teori agensi dan konflik kepentingan, dimana pemerintah sebagai pemilik dengan porsi terbesar dengan manajemen swasta yang memiliki perbedaan fokus sehingga principal perlu mengeluarkan berbagai biaya yaitu *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual loss* (Jensen & Meckling (1976). Kerugian yang perlu ditanggung atau dicegah oleh principal dalam segi material adalah biaya auditor, biaya training para karyawan, serta biaya untuk mengadakan berbagai acara yang dapat meningkatkan solidaritas dan rasa kekeluargaan. Selain itu, ada kerugian lainnya yang mungkin ditanggung oleh principal, yaitu turunnya nilai atau kinerja perusahaan karena agen tidak bertindak sesuai dengan keinginan principal atau biasa disebut dengan *residual loss*.

Kepemilikan terkonsentrasi dianggap sebagai salah satu cara untuk meminimalisir adanya permasalahan agensi yang terjadi dalam suatu perusahaan. Hal ini juga diungkapkan oleh Jensen dan Meckling dalam penelitiannya. Jumlah kepemilikan yang besar hanya pada satu pihak saja merupakan definisi dari kepemilikan terkonsentrasi, atau dapat disangkut-pautkan dengan kepemilikan pemerintah yang besar pada perusahaan BUMN. Teori agensi ini juga dapat dikaitkan dengan hak properti (property rights), dimana satu pihak mempunyai kuasa atau hak eksklusif untuk mengelola sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan (Alchian & Demsetz, 1973). Kepemilikan pemerintah yang besar dalam perusahaan milik BUMN mengindikasikan adanya kuasa atau hak pemerintah dalam menentukan arah kegiatan perusahaan.

Penelitian mengenai hubungan kepemilikan pemerintah dengan kinerja perusahaan turut menyertakan dua variabel kontrol lainnya, yaitu GDP (Tingkat Pertumbuhan Produk Domestik Bruto) dan FS (Ukuran Perusahaan). Berdasarkan pengujian Hipotesis pada seluruh model dari Tabel 5, dihasilkan hubungan positif signifikan antara variabel FS (ukuran perusahaan) dengan kinerja perusahaan (ROA, ROE, ROS, TOBINSQ). Berdasarkan pengujian, didapatkan hasil berupa tingkat signifikansi untuk ROA dan ROE adalah sebesar 5%, ROS dan TOBINSQ sebesar 1%.

Hasil hubungan signifikan antara FS (ukuran perusahaan) dengan kinerja perusahaan juga didukung oleh penelitian-penelitian sebelumnya. Perusahaan besar dipercaya memiliki tingkat pertumbuhan investasi dan daya saing yang lebih besar dibanding perusahaan kecil (Syahrifa, Fadilah, & Helliana, 2017). Perusahaan besar juga dianggap telah melampaui tahap pendewasaan sehingga kondisi operasionalnya cenderung lebih stabil dan kemampuan untuk menghasilkan laba lebih besar dibanding dengan perusahaan startup atau perusahaan kecil. Oleh karena itu, para investor dianggap lebih tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan besar. Kegiatan penanaman modal ini tentunya akan mendukung aktivitas operasional perusahaan sehingga perusahaan dapat menghasilkan laba yang lebih besar (Diyanty, 2010).

Hasil pengujian hipotesis pada Model 1 - ROA, Model 2 - ROE, Model 3 - ROS pada variabel GDP terhadap variabel ROA, ROE, dan ROS sebagai pengukur Kinerja Perusahaan juga memiliki hubungan positif signifikan masing-masing sebesar 1%. Variabel GDP (Tingkat Pertumbuhan Produk Domestik Bruto) dalam penelitian ini merupakan indikator terbaik untuk mengukur perkembangan ekonomi dalam suatu negara karena memperhitungkan segala aspek yang ada, mencakup kegiatan konsumsi, investasi, pengeluaran pemerintah, dan kegiatan ekspor-impor. Hubungan positif signifikan ini juga didukung oleh penelitian dari Sadono (2008) mengemukakan bahwa tingginya pendapatan nasional akan berdampak pada kenaikan pertumbuhan pendapatan masyarakat, yang selanjutnya turut mempengaruhi tingkat konsumsi masyarakat akan barang dan jasa. Implikasi akhirnya adalah meningkatnya penjualan produk berupa barang dan/atau jasa dari

perusahaan-perusahaan yang ada dalam suatu negara tersebut, sehingga laba perusahaan juga akan meningkat.

Kesimpulan, Implikasi, dan Keterbatasan

Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menganalisis pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap kinerja perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek di Indonesia. Total perusahaan yang digunakan adalah sebesar 16 perusahaan BUMN non keuangan di Indonesia pada tahun 2009-2018. Kinerja perusahaan akan diukur melalui *profitability* dan *market performance* dengan menggunakan *proxy* ROA, ROE, ROS, dan TOBINSQ. Berdasarkan hasil regresi dari pengujian yang telah dilakukan, terdapat pengaruh negatif signifikan antara kepemilikan pemerintah dengan kinerja perusahaan BUMN. Kepemilikan pemerintah yang semakin besar membuat kinerja perusahaan semakin menurun karena pemerintah dianggap belum mampu mengelola perusahaan dengan baik, sehingga kinerja perusahaan menjadi mengalami penurunan karena pemerintah banyak turun tangan dan mengintervensi kinerja perusahaan dengan kepentingan-kepentingan sosial (Kartikawati, 2007; Fauziah, 2011 dalam Wiranata dan Nugrahanti, 2013). Perusahaan dengan kepemilikan pemerintah cenderung dikuasai oleh birokrat yang hanya mementingkan kepentingan pribadi seperti korupsi dibanding kebutuhan masyarakat atau perusahaan (Marciano, 2008 dalam Wiranata dan Nugrahanti, 2013).

Penelitian ini menggunakan beberapa variabel kontrol untuk mengukur kinerja perusahaan yaitu FS menghasilkan hubungan positif signifikan dengan seluruh model yang ada. Ukuran perusahaan yang besar dipercaya memiliki tingkat pertumbuhan investasi yang lebih besar dan perusahaan besar dianggap punya daya saing yang lebih tinggi dibanding kompetitornya (Syahrida, Fadilah, & Helliana, 2017). Selain itu, untuk variabel kontrol lainnya yaitu GDP, juga menghasilkan hubungan positif signifikan untuk Model 1 - ROA, Model 2 - ROE, Model 3 - ROS. Alasan yang melatarbelakangi kejadian ini adalah tingkat pendapatan nasional yang tinggi akan mempengaruhi tingkat pertumbuhan pendapatan masyarakat, yang selanjutnya turut mempengaruhi tingkat konsumsi masyarakat akan barang dan jasa. Dengan begitu, maka dapat meningkatkan penjualan produk berupa barang dan/atau jasa dari perusahaan.

Implikasi

Terdapat beberapa implikasi manajerial yang relevan terhadap beberapa pihak. Bagi investor, informasi yang diperoleh dari penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan untuk

keputusan investasi yang dilakukan dalam perusahaan BUMN di Indonesia. Sebelum melakukan penanaman modal pada suatu perusahaan, investor perlu melihat tren dari kinerja perusahaan tersebut dan melakukan peninjauan lebih lanjut mengenai proporsi kepemilikan pemerintah agar investasi yang dilakukan dapat menghasilkan keuntungan yang maksimal. Bagi regulator, dapat menjadi bahan pertimbangan bagi pemerintah dalam membuat keputusan untuk menambah atau mengurangi porsi bahkan menjual kepemilikannya di perusahaan BUMN.

Keterbatasan

Keterbatasan penelitian yang diharapkan dapat menjadi gambaran untuk penelitian selanjutnya adalah jumlah BUMN yang sudah melakukan *Initial Public Offering* masih sedikit di Indonesia, jumlahnya hanya 16 perusahaan dengan mengecualikan perusahaan yang bergerak di bidang keuangan. Sehingga, jumlah observasi yang digunakan dalam penelitian ini kurang banyak. Lalu, data persentase kepemilikan pemerintah dari beberapa perusahaan di tahun 2009-2011 tidak tersedia dalam terminal data dan Laporan Keuangan. Selain itu, penggunaan *proxy* Tobin's Q dalam Model 4 - TOBINSQ, tidak dapat memprediksi hipotesis secara tepat karena diperoleh hasil yang tidak signifikan antara kepemilikan pemerintah dengan kinerja perusahaan BUMN.

Berdasarkan keterbatasan-keterbatasan yang ada pada penelitian ini, saran dari peneliti yang dapat digunakan untuk penelitian selanjutnya adalah melakukan penelitian dengan melibatkan BUMN di berbagai negara yang memiliki jumlah BUMN terbuka yang cukup banyak sebagai data observasi agar jumlah observasi semakin banyak dan luas. Lalu, menggunakan data yang telah tersedia di terminal data dan laporan keuangan, serta mengeksplorasi terhadap variabel-variabel independen yang dapat diikutsertakan dalam penelitian agar dapat memperjelas hubungan antara kepemilikan pemerintah dengan kinerja perusahaan BUMN juga perlu untuk diperlakukan.

Daftar Pustaka

- Alchian, A.A., and Demsetz, H. (1973). The Property Rights Paradigm. *Journal of Economic History*, 33(1), 16-27
- Al Dubai., Ku Ismail., & Amran. (2014). Family Involvement in Ownership, Management, and Firm Performance: Moderating and Direct-Effect Models. *Asian Social Science*, 10(14), 193-205.
- Backx, M., Carney, M. & Gedajlovic, E. (2002). Public, private and mixed ownership and the performance of international airlines. *Journal of Air Transport Management*, 8(4), 213-220.
- Boubakri, N., Cosset, J. & Guedhami, O. (2008). From state to private ownership: Issues from strategic industries. *Journal of Banking & Finance*, 33(2), 367-379.
- Bringham, E. F. & Houston. (2001). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat, Edisi kedelapan.
- Budiarti, E. & Sulistiyowati, C. (2014). Struktur Kepemilikan dan Struktur Dewan Perusahaan. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan Universitas Airlangga*, 7(3)
- Chen, Su-Jane., Chen, Ming-Hsiang. & Wei, Hsu-Ling. (2017). Financial performance of Chinese airlines: Does state ownership matter?. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 33, 1-10.
- Diharja, Funkie. & Rossieta, Hilda. (2014). Analisis Pengaruh Kepemilikan Pemerintah dan Kompetisi Pasar Terhadap Kinerja Perusahaan Terbuka di Indonesia. *Jurnal Akuntansi Universitas Indonesia*.
- Diyanty, Vera. (2010). Analisis Pengaruh Kepemilikan Pemerintah dan Keputusan Keuangan terhadap Kinerja Perusahaan : Studi terhadap Perusahaan Pemerintah yang Listed di BEI. *Jurnal Akuntansi Universitas UKRIDA*, 10 (2), 155 - 180.
- Ferlauto, K., McGowan, S., Rankin, M., Stanton, Patricia., & Tiling, M. (2012). *Contemporary Issues in Accounting*. John Wiley & Sons Australia, Ltd.
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits. *New York Times Magazine* (September 13).
- Gujarati, D. & Porter, D. (2009). *Basic Econometrics 5th edition*. McGraw-Hill: New York.
- Hermansyah, Ariesanti. (2008). Pengaruh Laba Bersih Terhadap Harga Saham. *Jurnal Akuntansi FE Unsil*, 3(1), 390-396
- Hess, K., Gunasekarage, A., Hovey, M. (2010). State dominant and non state dominant ownership concentration and firm performance: Evidence from China. *International Journal of Managerial Finance*, 6(4), 264-289.
- Hunardy, N. & Tarigan, J. (2017). Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Kinerja Keuangan Melalui Dewan Komisaris Independen sebagai Variabel Intervening, *Business Accounting Review*, 5(2), 601-612
- Indonesia Stock Exchange. (2018). PT Bursa Efek Indonesia. Retrieved from <http://www.idx.co.id/>
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360
- Jessica. (2014). Pengaruh Family Ownership terhadap Financial Performance pada Badan Usaha yang Terdaftar di BEI Periode 2010-2012. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 3(1), 1-19.
- Jia, J., Sun, Q., Tong, W. (2005). Privatization Through an Overseas Listing: Evidence from China's H-Share Firms. *Journal of Financial Management*, 34(3), 5-30
- Khaira. (2011). Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13(1), 37-46
- Li, T., Sun, L., & Zou, L. (2009). State ownership and corporate performance: A quantile regression analysis of Chinese listed companies. *China Economic Review*, 20 (4) 703-716.
- Lin, Y.H., Chen, C.J. & Lin, B.W. (2014). The roles of political and business ties in new ventures: evidence from China. *Journal of Asian Business & Management*, 13 (5), 411-440.
- Mrad M. & Hallara S. (2012). The impact of residual government ownership on performance and value creation: The Case of privatized French companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 62, 473- 488.
- Najid, N.A. & Abdul Rahman, R. (2011). Government ownership and performance of Malaysian government-linked companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 61(1), 1450-2887.
- Ng, A., Yuce, A. & Chen, E. (2009). Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China's privatized firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(4), 413-443.

- Purwandari, A. & Purwanto, A. (2012). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Struktur Kepemilikan dan Status Perusahaan Terhadap Pengungkapan Laporan Keuangan pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi Universitas Diponegoro*, 1(2), 1-10.
- Qi, D., Wu, W. & Zhang, H. (2000). Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 8(5), 587-610.
- Sadono. (2008). Makro Ekonomi. Edisi Ketiga. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1993). Corruption. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 599-617. <https://doi.org/10.2307/2118402>.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1994). Politicians and Firms. *The Quarterly Journal of Economics* .<https://doi.org/10.2307/2118354>
- Suhayati, Monica. (2011). Kajian Yuridis Privatisasi Badan Usaha Milik Negara Melalui Mekanisme Penawaran Umum (Initial Public Offering). *Negara Hukum: Membangun Hukum untuk Keadilan dan Kesejahteraan*, 2(1), 51-74.
- Sun, Q., Tong, W. H. S. & Tong, J. (2002). How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1-2), 1-27.
- Syahrida., Fadilah., & Helliana. (2017). Pengaruh Diversifikasi Korporat, Ukuran Perusahaan dan Struktur Modal terhadap Kinerja Perusahaan. *Prosiding Akuntansi : ISSN 2460-6561*.
- Tian, L. & Estrin, S. (2008). Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value?. *Journal of Comparative Economics*, 36(1), 74-89.
- Vickers, J. & Yarrow, G. (1991). Economic Perspectives on Privatization. *Journal of Economic Perspectives*, 5(2), 111-132.
- Wahyudi & Prawesti. (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan : Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, 1-25.
- Wang, Q., Wong, T.-J. & Xia, L., (2008). State ownership, the institutional environment, and auditor choice: evidence from China. *Journal of Accounting Economics*, 46 (1), 112-134.
- Wei, Z. & Varela, O. (2003). State equity ownership and firm market performance: Evidence from China's newly privatized firms. *Global Finance Journal*, 14(1), 65-82.
- Wiranata and Nugrahanti. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 15(1), 15-26.
- Xu, X. & Wang, Y. (1999). Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China economic Review*, 10(1), 75-98.
- Yu, Mei. (2013). State ownership and firm performance: Empirical evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research*, 6(2), 75-87.
- Yuniati, M., Raharjo, K., & Oemar A. (2016). Pengaruh Kebijakan Deviden, Kebijakan Hutang Profitabilitas dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2014. *Jurnal Akuntansi*, 2(2).
- You, J. & Du, G. (2012). Are political connections a blessing or a curse? Evidence from CEO turnover in China. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 179-194.
- Zhou, K.Z., Gao, G.Y. & Zhao, H. (2016). State ownership and firm innovation in China: an integrated view of institutional and efficiency logics. *Administrative Science Quarterly*, 62(2), 375-404.