

**KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN BADAN USAHA MILIK NEGARA
SEBELUM DAN SESUDAH PRIVATISASI**

ARTIKEL ILMIAH



Oleh :

SYLVIA EKA FAJARIVIYANTIS
NIM : 2008210372

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2013**

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Sylvia Eka Fajariviyantis

Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 16 Maret 1990

N.I.M : 2008210372

Jurusan : Manajemen

Program Pendidikan : Strata 1

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Judul : Kinerja Keuangan Perusahaan Badan Usaha Milik Negara Sebelum dan Sesudah Privatisasi

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen pembimbing,
Tanggal : 14 MEI 2013


(Linda Purnama Sari, S.E., M.Si)

Ketua Program Studi S1 Manajemen
Tanggal : 14 MEI 2013


(Melliza Silvy, S.E., M.Si)

KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN BADAN USAHA MILIK NEGARA SEBELUM DAN SESUDAH PRIVATISASI

Sylvia Eka Fajariviyantis
Linda Purnama Sari, S.E., M.Si
STIE Perbanas Surabaya
Email: putri.nurventiani@gmail.com
Jl. Nginden Semolo 34-36 Surabaya

ABSTRACT

The main purpose of this study was to find out the effects of public ownership as the result of privatization by initial public offering (IPO) on financial performance in private state owned enterprises (SOE). Target populations of this research were 9 private SOEs during the period 1988-2007. The finding of this study showed that public ownership, as the result of privatization, might improve financial and operational performance only at leverage decrease and profitability increase.

Testing the hypothesis in this study using the analysis of the Wilcoxon Signed Rank Test. The population is then privatized SOEs conducted sampling with purposive sampling method. Collecting data using secondary data documentation report annual financial state-owned enterprises.

Key words : *privatization, initial public offering, financial performance*

PENDAHULUAN

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

Fenomena privatisasi di Indonesia ditunjukkan dengan telah dilakukannya program privatisasi sejak tahun anggaran 1998/1999 dan saat ini menjadi program dari Kementerian Negara Badan Usaha Milik

Negara (BUMN) Republik Indonesia yang tertuang dalam Master Plan BUMN 2005-2009 (www.bumn-ri.go.id). Privatisasi yang dilakukan pemerintah Indonesia pada periode 1998-1999 menimbulkan pro dan kontra di kalangan masyarakat, khususnya mengenai metode/model privatisasi yang digunakan. Didasari pada pertimbangan apabila privatisasi dilakukan dengan metode *initial public offering* (IPO) pada kondisi pasar modal yang stabil, maka dikhawatirkan akan menurunkan nilai harga saham BUMN di pasar perdana (Bastian, 2002). Namun di sisi lain, privatisasi BUMN idealnya melalui pasar modal dengan model IPO yang menawarkan beberapa keuntungan seperti adanya sifat transparansi, dan meratanya kesempatan bagi semua pihak untuk ikut membeli saham BUMN (Herwidayatmo, 1999 dalam Bastian, 2002)

serta mengurangi tekanan politis dari publik (Rudjito, 2005).

Pembangunan BUMN Indonesia diletakkan pada konteks pembangunan nasional Indonesia. Privatisasi menyebabkan terjadinya perubahan kepemilikan sebagian atau seluruhnya dari negara ke swasta. Perubahan kepemilikan ini memberikan pengaruh terhadap kinerja BUMN itu sendiri. D'Souza, *et al.* (2006). Privatisasi yang dilakukan dengan metode penjualan saham di pasar modal melalui IPO menjadikan BUMN tersebut menjadi BUMN publik atau terbuka (BUMN Tbk.) sebagai BUMN Tbk menjadikan struktur kepemilikannya memiliki berbagai kemungkinan komposisi struktur kepemilikan. Penelitian Li *et al.* (2007), struktur kepemilikan diteliti menggunakan pendekatan kepemilikan manajerial dan kepemilikan *chief executive officer* / CEO, sedangkan penelitian D'Souza *et al.*, (2006), struktur kepemilikan diteliti berdasarkan kepemilikan negara, dan kepemilikan asing, serta kepemilikan tenaga kerja.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Naceur, *et al.* (2006) di Mesir, Maroko, Tunisia, dan Turki menunjukkan hasil terjadinya peningkatan yang signifikan pada profitabilitas dan efisiensi operasional, dan penurunan yang signifikan pada ketenagakerjaan *leverage* pasca privatisasi. Lalu, hasil penelitian Mathur & Banchuenvijit (2007) pada pasar yang berkembang dan negara maju menunjukkan hasil adanya peningkatan pada profitabilitas, efisiensi operasional, pengeluaran modal, output, dan pembayaran dividen serta penurunan pada ketenagakerjaan dan *leverage*. Dari kedua penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa pasca privatisasi yang terjadi di sekelompok negara menunjukkan bukti peningkatan pada kinerja keuangan dan operasionalnya. Tetapi

pada hasil penelitian yang dilakukan oleh Farinos *et al.* (2007) di Spanyol, menunjukkan bahwa pasca privatisasi dengan IPO terjadi efisiensi dan peningkatan pada penjualan riil, pengeluaran modal dan ketenagakerjaan namun tidak terjadi peningkatan pada profitabilitasnya. Adapun penelitian lain di Spanyol oleh Litian Gracia & Anson (2007), terhadap perusahaan yang diprivatisasi menggunakan metode penjualan langsung dan IPO menunjukkan hasil yang berbeda.

Demikian dapat disimpulkan hasil dari penelitian tentang privatisasi dengan menggunakan IPO pada sekelompok negara dan pada satu negara memberikan hasil yang masih ambigu. Hasil penelitian pada sekelompok negara menunjukkan bahwa pasca privatisasi terjadi peningkatan kinerja keuangan dan operasional perusahaan. Hal ini dicerminkan dengan terjadi peningkatan pada profitabilitas, efisiensi operasional, pengeluaran modal, output dan pembayaran dividen serta penurunan pada ketenagakerjaan dan *leverage*. Sedangkan hasil penelitian pada satu negara menunjukkan bahwa pasca privatisasi tidak terjadi peningkatan pada kinerja keuangan dan operasional perusahaan. Hal ini dicerminkan dengan tidak terjadinya peningkatan pada profitabilitas dan efisiensi operasi.

Dalam penelitian ini membandingkan kinerja perusahaan BUMN sebelum dan sesudah privatisasi. Dan sebagai hasil privatisasi dengan menggunakan IPO terhadap kinerja keuangan dan operasional pada BUMN Tbk di Indonesia.

RERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS

Keberadaan BUMN di Indonesia seiring dengan dinamika politik tanah air yaitu dimulai dari pembentukan pemerintahan presidensial pada November

1957. Presiden Soekarno mengumumkan penyatuan Irian Barat dan nasionalisasi perusahaan-perusahaan Belanda yang beroperasi di Indonesia yang diperkuat oleh penerbitan UU No. 19 PRP/1960 tentang perusahaan negara (Moeljono, 2004).

Bentuk Badan Usaha Milik Negara menurut fungsi sosial ekonomi :
Perusahaan Umum (perum) :Menurut PP No. 13 Tahun 1998 dan UU No. 10 Tahun 2003 adalah BUMN yang dibentuk berdasarkan UU No. 9 Tahun 1969 yang mana seluruh modalnya dimiliki negara berupa kekayaan negara yang dipisahkan dan tidak terbagi atas saham.
Perusahaan Perseroan Terbuka (Persero) :Menurut UU No. 19 Tahun 2003 dan PP No. 12 Tahun 1998 adalah BUMN yang dibentuk berdasarkan UU No. 9 Tahun 1969 yang berbentuk perseroan terbatas (PT) sebagaimana dimaksud dalam UU No. 1 Tahun 1995 yaitu minimal 51% sahamnya dimiliki oleh negara dan tujuan utamanya mengejar keuntungan guna meningkatkan nilai perusahaan dan menyediakan barang dan jasa bermutu tinggi dan berdaya saing kuat.

Konsep Dasar Privatisasi

Kamus Besar Bahasa Indonesia menyebutkan privatisasi sebagai, proses, cara, perbuatan dari milik negara menjadi milik perseorangan. Pengertian privatisasi adalah pemindahan permanen aktivitas produksi barang atau jasa yang dilakukan oleh perusahaan negara ke perusahaan swasta atau dalam bentuk organisasi non-publik secara keseluruhan (Munggaran, 2007). Kebijakan privatisasi BUMN adalah metode memperbaiki BUMN dan manajemen ekonomi dengan menggunakan pendekatan pasar dan kompetisinya sebagai media untuk memotivasi efisiensi ekonomi (Mardjana dalam Lubis, 2004). Jadi definisi privatisasi adalah proses pengalihan sebagian kepemilikan perusahaan

pemerintah kepada swasta dengan tujuan mengurangi intervensi berlebih dari pemerintah sehingga meningkatkan kinerja, efisiensi dan nilai perusahaan melalui pasar dan kompetisinya sebagai sarana untuk memotivasi efisiensi ekonomi.

Tujuan Privatisasi

Privatisasi dilakukan dengan maksud untuk memperluas kepemilikan masyarakat atas Persero, meningkatkan efisiensi dan produktivitas perusahaan, menciptakan struktur keuangan dan manajemen keuangan yang baik/kuat, menciptakan struktur industri yang sehat dan kompetitif, menciptakan Persero yang berdaya saing dan berorientasi global, menumbuhkan iklim usaha, ekonomi makro dan kapasitas pasar (UU Nomor 19 Tahun 2003 tentang BUMN).

Menurut Megginson, (1994), hampir semua pemerintah yang melakukan privatisasi BUMN setidaknya mengharapkan bahwa setidaknya privatisasi akan dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan, *operating efficiency* dan output perusahaan serta memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan belanja modal.

Tujuan privatisasi yang dikemukakan oleh Megginson & Netter (2001), Yarrow (1999), Vickers & Yarrow (1991), Martin & Parker (1997) dalam Forrer *et. al.*, (2004), antara lain :

- a. Meningkatkan pendapatan pemerintah (melalui penjualan aset perusahaan) dan mengurangi anggaran pemerintah (melalui pengurangan subsidi pemerintah)
- b. Meningkatkan produktivitas perusahaan yang diprivatisasi pada sektor industri
- c. Memperluas sektor melalui pengembangan produk baru dan perusahaan
- d. Menambah modal (domestik dan asing) untuk mengembangkan perusahaan dan sektornya

- e. Meningkatkan layanan, kualitas dan keinginan konsumen.

Bentuk-bentuk Privatisasi

Privatisasi BUMN dapat dilaksanakan dengan memilih strategi yang paling cocok sesuai dengan tujuan privatisasi, jenis BUMN, kondisi BUMN, serta situasi sosial politik dari suatu negara. Beberapa strategi yang dapat dipilih antara lain : *public offering, private sale, new private investment, sale of asset, fragmentation, managemnt/employee buy out*, kontrak manajemen, kontrak/sewa aset, atau likuidasi (Nankani, 1989).

- a. *Public Offering* : Pada strategi *public offering*, pemerintah menjual kepada publik semua atau sebagian saham yang dimiliki atas BUMN tertentu kepada publik melalui pasar modal.
- b. *Private Sale* : Pada strategi ini, pemerintah menjual atau sebagian saham yang dimiliki atas BUMN tertentu kepada satu atau sekelompok investor tertentu.
- c. *New Private Investment* : dapat ditempuh pemerintah apabila pemerintah atau BUMN menghadapi keterbatasan untuk mengembangkan usaha BUMN tersebut.
- d. *Sale of Assets* : Pada strategi ini pemerintah tidak menjual saham yang dimiliki atas saham BUMN tertentu, tetapi menjual aset BUMN secara langsung kepada pihak swasta.
- e. *Fragmentation* : Dalam strategi *fragmentation*, BUMN direorganisasi atau dipecah-pecah menjadi beberapa perusahaan, atau dibuat suatu *holding company* dengan beberapa anak perusahaan.
- f. *Management/Employee Buy Out* : Pada strategi ini, Pemerintah mengalokasikan sejumlah saham untuk dibeli oleh para manajer dan karyawan BUMN, atau koperasi karyawan BUMN.

- g. Kontrak Manajemen : Dalam strategi kontrak manajemen, pemerintah mengundang perusahaan swasta untuk mengelola BUMN untuk periode tertentu, dengan memberikan imbalan tertentu.

- h. Kontrak/sewa aset : Adalah strategi di mana pemerintah mengundang perusahaan swasta untuk menyewa aset atau fasilitas yang dimiliki BUMN selama periode tertentu.

- i. Likuidasi
Merupakan alternatif terakhir yang dapat dilakukan pemerintah terhadap BUMN. Alternatif ini dapat dipilih apabila BUMN tersebut adalah BUMN komersial, bukan BUMN public utilities atau memberikan public service, tetapi dalam kenyataannya tidak pernah mendapatkan keuntungan dan selalu menjadi beban negara.

Variabel yang Digunakan untuk Mengukur Kinerja Keuangan

1. Profitabilitas Perusahaan

Profitabilitas merupakan hasil dari kebijakan dan keputusan yang dibuat manajemen. Rasio ini memberi jawaban akhir tentang seberapa efektif operasi perusahaan dikelola sehingga menghasilkan keuntungan perusahaan. Semakin besar profitabilitas maka semakin baik kinerja keuangan perusahaan. (D' Souza and Megginson, 1999). Rasio yang biasa digunakan adalah *Return on Equity* (ROE) dan *Return on Asset* (ROA).

- a. *Return on Equity* (ROE) mengukur efektivitas modal sendiri (*equity*) perusahaan untuk menciptakan laba bersih. Secara spesifik rasio ini mengukur *equity* untuk menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham. Semakin besar

rasio ini, maka semakin besar kontribusi *equity* terhadap laba perusahaan. Rumus ROE yaitu : laba bersih dibagi total ekuitas.

- b. *Return on Asset* (ROA) mengukur seberapa efektif perusahaan memanfaatkan sumber ekonomi yang ada (aset yang dimiliki) untuk menciptakan laba bersih atau mengukur kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bersih. Semakin besar rasio ini, maka semakin efektif penggunaan aktiva dalam kontribusinya terhadap laba perusahaan. Rumus ROA yaitu : laba bersih dibagi total aset.

2. Likuiditas

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. (Agus Sartono, 2001:116-118). Dua rasio yang sering digunakan, adalah sebagai berikut :

- a. *Current Ratio*
Mengukur kemampuan perusahaan memenuhi hutang jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancar (aktiva yang akan berubah menjadi kas dalam satu tahun). Rumus *Current Ratio* : aktiva lancar dibagi hutang lancar.
- b. *Acid test ratio* (*Quick Ratio*)
Untuk mengukur seberapa baik perusahaan dapat memenuhi kewajiban finansial jangka pendek, dengan aktiva yang lebih likuid, tanpa harus bergantung pada persediaan. Rumus *Quick Ratio* : kas ditambah surat berharga ditambah piutang dibagi hutang lancar.

3. *Leverage*

Leverage merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya (Agus Kuncoro 2001:125-130). Rasio *Leverage* dapat diukur dari *Debt to Equity Ratio* (Rasio Hutang terhadap Ekuitas) dan *Debt Ratio* (Rasio Hutang terhadap Total Aktiva).

- a. *Total Debt to Equity Ratio*
(Rasio Hutang terhadap Ekuitas) merupakan perbandingan antara hutang-hutang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya. Rumus : total hutang dibagi ekuitas.
- b. *Total Debt to Total Asset Ratio*
(Rasio Hutang terhadap Total Aktiva)
Merupakan perbandingan antara hutang lancar dan hutang jangka panjang dan jumlah seluruh aktiva diketahui. Rasio ini menunjukkan beberapa bagian dari keseluruhan aktiva yang dibelanjai oleh hutang. Rumus : hutang lancar ditambah hutang jangka panjang dibagi total aktiva.

Kinerja Keuangan

Kinerja dalam istilah kamus akuntansi adalah kuantifikasi dari keefektifan dalam pengoperasian bisnis dalam periode tertentu (Joel G, 1994). Mulyadi mendefinisikan penilaian kinerja sebagai penentuan secara periodik efektifitas operasional suatu organisasi, bagian organisasi dan karyawannya berdasarkan sasaran, standar dan kriteria yang ditetapkan sebelumnya. Karena organisasi pada dasarnya dijalankan oleh manusia maka penilaian kinerja sesungguhnya merupakan penilaian atas perilaku dalam melaksanakan peran yang

mereka mainkan dalam organisasi (Mulyadi, 1997:419).

Menurut Bastian (2002), alat untuk mengevaluasi keberhasilan program privatisasi adalah dengan menggunakan rasio privatisasi. Rasio ini memang belum populer di Indonesia, namun telah diimplementasikan di Inggris dan Negara-negara Eropa Barat. Rasio privatisasi ini digunakan untuk membandingkan dan menilai efisiensi biaya maupun pendapatan dengan memfokuskan pada komposisi dan trendnya, serta pengukuran biaya dalam hubungannya dengan produk atau *final output*. Selain itu, rasio ini juga digunakan untuk mengukur distribusi *financial benefit* yang akan diterima oleh *stakeholder*. Secara rinci, rasio privatisasi disajikan pada tabel dibawah ini :

Tabel 1
Rasio Privatisasi

No.	Rasio Privatisasi
1	<i>Purchase/Sales</i>
2	<i>Labor/Value Added</i>
3	<i>Capital Maintenance/Value Added</i>
4	<i>Profit/Value Added</i>
5	<i>Cost of Customer</i>

Sumber : Bastian (2002)

Tujuan Pengukuran Kinerja Keuangan

Tujuan pengukuran kinerja perusahaan menurut S. Munawir (2002:31-33), adalah:

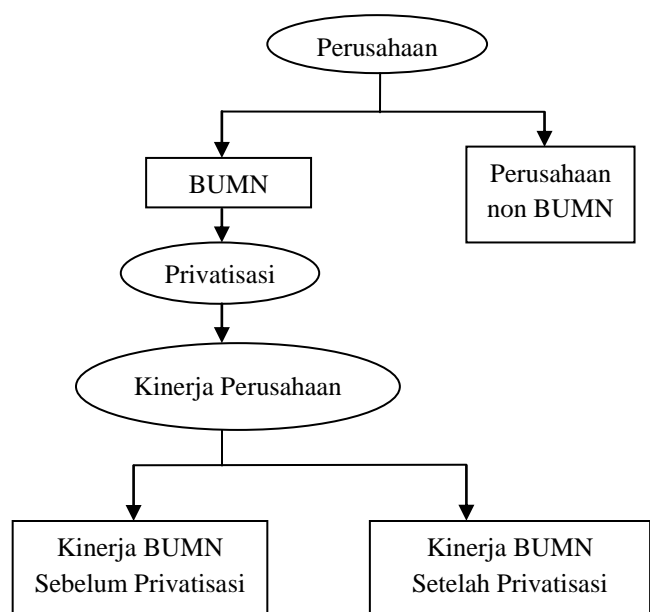
1. Untuk mengetahui likuiditas, kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya pada saat ditagih.
2. Untuk mengetahui tingkat solvabilitas, menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya apabila perusahaan tersebut dilikuidasi, baik kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang.
3. Untuk mengetahui tingkat rentabilitas (profitabilitas), yaitu menunjukkan

kemampuan laba perusahaan selama periode tertentu.

4. Untuk mengetahui tingkat stabilitas usaha, yaitu kemampuan perusahaan untuk melakukan usahanya dengan stabil, yang diukur dengan mempertimbangkan kemampuan perusahaan untuk membayar deviden secara teratur kepada para pemegang saham tanpa hambatan atau krisis keuangan.
5. Untuk mengetahui nilai tambah ekonomi, yaitu kemampuan perusahaan untuk mengatur keuangan nyata atau hambatan operasional perusahaan.

Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



BUMN melakukan privatisasi dengan tujuan meningkatkan profitabilitas perusahaan dan likuiditas, serta memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan belanja modal dan menurunkan *leverage*, sehingga mampu

memperbaiki kinerja keuangan perusahaan BUMN.

Dari penelitian terdahulu, kajian teori dan kerangka pemikiran diatas maka hipotesis pada penelitian ini yaitu : Kinerja keuangan perusahaan BUMN sesudah privatisasi lebih baik dibandingkan sebelumnya. Secara lebih detail pengujian akan dilakukan dengan menguji kinerja keuangan perusahaan BUMN :

1. Profitabilitas dan likuiditas sesudah privatisasi lebih besar dari sebelum privatisasi.
2. *Leverage* sesudah privatisasi lebih kecil dari sebelum privatisasi.

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan adalah Deskriptif, yaitu penelitian yang bertujuan untuk menyusun gambaran atau fenomena suatu permasalahan secara detail dan sistematis (Poerwanti, 2000: 24).

1. Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter yaitu jenis data yang dikumpulkan, diolah dan disajikan oleh pihak lain, yang biasanya dalam bentuk publikasi atau jurnal.

2. Sumber Data

Dalam melakukan penelitian ini peneliti memperoleh data dari sumber data sekunder yang telah tersedia. Yaitu, data hasil penelitian yang sumbernya didapat dengan cara melakukan pengumpulan data seluruh BUMN *go public* selain bank dan lembaga keuangan bukan bank yang diperoleh melalui *Capital Market Directory* terbitan BEI atau melalui situs BEI (www.idx.co.id) dan juga laporan keuangan perusahaan sebelum dan sesudah *go public*.

Identifikasi Variabel

Berdasarkan landasan teori dan hipotesis penelitian, variabel dalam penelitian ini adalah Kinerja Keuangan yang terdiri atas :

- Profitabilitas (ROA dan ROE),
- Likuiditas (*Current Ratio* dan *Acid Test Ratio (Quick Ratio)*),
- *Leverage* (*Total Debt to Equity* dan *Total Debt to Total Asset*).

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Definisi operasional dari variabel tersebut adalah sebagai berikut :

1. Profitabilitas merupakan hasil dari kebijakan dan keputusan yang dibuat manajemen. Rasio ini memberi jawaban akhir tentang seberapa efektif operasi perusahaan dikelola sehingga menghasilkan keuntungan perusahaan. Semakin besar profitabilitas maka semakin baik kinerja keuangan perusahaan. (D' Souza and Megginson, 1999). Rasio yang biasa digunakan adalah *Return on Equity* (ROE) dan *Return on Asset* (ROA).
2. Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Likuiditas perusahaan ditunjukkan dengan besar kecilnya aktiva lancar yaitu aktiva yang mudah untuk diubah menjadi kas.
3. *Leverage* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa besar perusahaan dibelanjai dari utang. Rasio *Leverage* dapat diukur dari *Total Debt to Equity Ratio* (Rasio Hutang terhadap Ekuitas) dan *Total Debt to Total Asset Ratio* (Rasio Hutang terhadap Total Aktiva).

Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan BUMN yang *go*

public. Sampel yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan privatisasi di Indonesia selama periode 1991-2010. Penentuan sampel menggunakan teknik *non random sampling* dengan jenis *pupose sampling* yaitu teknik yang menggunakan semua populasi dalam pengambilan sampelnya, disamping mempunyai kriteria sebagai perusahaan-perusahaan yang melakukan privatisasi dan memiliki laporan keuangan lengkap.

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Metode yang digunakan untuk menganalisis data yang tersedia adalah metode deskriptif dan statistik. Oleh karena data perusahaan yang melakukan privatisasi pada periode penelitian kurang dari 30 maka digunakan analisis non parametrik dengan menggunakan uji *Wilcoxon Signed Rank Test*. Analisis deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran mengenai variabel-variabel yang diteliti meliputi variabel ROA, ROE, *Current Ratio*, *Quick Ratio*, *Total Debt to Equity Ratio*, *Total Debt to Total Assets* pada perusahaan BUMN yang diprivatisasi.

a. ROA (*Return on Assets*)

Digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan, semakin tinggi rasio ini maka semakin besar laba perusahaan yang artinya efisiensi perusahaan semakin baik.

Tabel 2
Return On Assets (%)
Periode 1991-2010

Nama Perusahaan	Mean dua tahun sebelum privatisasi	Mean dua tahun sesudah privatisasi
PT. Semen Gresik, Tbk	25,5	6,9
PT. Indosat, Tbk	33,1	20,6
PT. Tambang Timah, Tbk	16,9	17
PT. TELKOM, Tbk	6,1	7,1
PT. Aneka Tambang, Tbk	5,4	13,3
PT. Indofarma, Tbk	22,3	13,9

Nama Perusahaan	Mean dua tahun sebelum privatisasi	Mean dua tahun sesudah privatisasi
PT. Kimia Farma, Tbk	15,8	3,3
PT. TB Bukit Asam, Tbk	11,9	14,4
PT. Perusahaan Gas Negara, Tbk	13,3	5,6
PT. Adhi Karya, Tbk	3,8	3,5
PT. Holcim Indonesia, Tbk	5,8	2,9
PT. Wijaya Karya, Tbk	3,3	3
PT. PP (Persero) Tbk	4,2	3,8
PT. Sucofindo (Persero)	25,3	26,1
PT. Indocement Tunggal Prakarsa, Tbk	12,6	20,4
PT. Krakatau Steel, Tbk	3,4	14
Jumlah Rata - Rata	13,1	11

Sumber : ICMD diolah

Perhitungan secara keseluruhan rata-rata rasio *return on asset* (ROA) pada keenambelas perusahaan BUMN yang melakukan privatisasi, periode dua tahun sebelum privatisasi sebesar 13,1 persen, sedangkan pada periode dua tahun sesudah privatisasi mengalami penurunan menjadi 11 persen. Hal ini menunjukkan bahwa privatisasi perusahaan BUMN tidak memberikan dampak positif bagi peningkatan profitabilitas yang diukur dengan menggunakan *return on asset* (ROA).

b. Return On Equity (ROE)

Digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan, semakin tinggi rasio ini maka semakin besar keuntungan perusahaan.

Tabel 3
Return On Equity (%)
Periode 1991-2010

Nama Perusahaan	Mean dua tahun sebelum privatisasi	Mean dua tahun sesudah privatisasi
PT. Semen Gresik, Tbk	31,7	9,7
PT. Indosat, Tbk	42,9	23

Nama Perusahaan	Mean dua tahun sebelum privatisasi	Mean dua tahun sesudah privatisasi
PT. Tambang Timah, Tbk	26,6	22,5
PT. TELKOM, Tbk	15,4	14,5
PT. Aneka Tambang, Tbk	13,9	18,9
PT. Indofarma, Tbk	42,5	32,5
PT. Kimia Farma, Tbk	35,4	55
PT. TB Bukit Asam, Tbk	17,5	21
PT. Perusahaan Gas Negara, Tbk	35,9	17,7
PT. Adhi Karya, Tbk	21,9	21,2
PT. Holcim Indonesia, Tbk	21,4	88
PT. Wijaya Karya, Tbk	22	11,8
PT. PP (Persero) Tbk	27,6	22,9
PT. Sucofindo (Persero)	43	41,4
PT. Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk	17,4	23,8
PT . Krakatau Steel, Tbk	85	31,9
Jumlah Rata - Rata	26,5	20,4

Sumber : ICMD diolah

Perhitungan secara keseluruhan rata-rata *return on equity* (ROE) pada keenambelas perusahaan BUMN yang melakukan privatisasi, pada periode dua tahun sebelum privatisasi sebesar 26,5 persen, sedangkan pada periode dua tahun sesudah privatisasi mengalami penurunan menjadi 20,4 persen. Hasil tersebut menunjukkan bahwa hasil privatisasi perusahaan BUMN memberikan dampak positif bagi peningkatan profitabilitas yang diukur dengan menggunakan *return on equity* (ROE).

c. *Current Ratio*

Mengukur kemampuan perusahaan memenuhi hutang jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancar (aktiva yang akan berubah menjadi kas dalam satu tahun).

Tabel 4
***CURRENT RATIO* (%)**
Periode 1991-2010

Nama Perusahaan	Mean dua tahun sebelum privatisasi	Mean dua tahun sesudah privatisasi
PT. Semen Gresik, Tbk	293,5	810,4
PT. Indosat, Tbk	257,9	599,5
PT. Tambang Timah, Tbk	229,8	251,9
PT. TELKOM, Tbk	167,9	101,8
PT. Aneka Tambang, Tbk	100	272,3
PT. Indofarma, Tbk	176,1	151,3
PT. Kimia Farma, Tbk	142,6	174,3
PT. TB Bukit Asam, Tbk	219,9	374,8
PT. Perusahaan Gas Negara, Tbk	199,9	104,5
PT. Adhi Karya, Tbk	132,8	148,8
PT. Holcim Indonesia, Tbk	222,3	149,1
PT. Wijaya Karya, Tbk	124,6	132,9
PT. PP (Persero) Tbk	123,8	135,4
PT. Sucofindo (Persero)	186,3	152,7
PT. Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk	233,6	626,9
PT . Krakatau Steel, Tbk	137,6	131
Jumlah Rata - Rata	190,5	328,7

Sumber : ICMD diolah

Perhitungan secara keseluruhan *current ratio* pada keenambelas perusahaan BUMN yang melakukan privatisasi, periode dua tahun sebelum privatisasi sebesar 190,5 persen, sedangkan pada periode dua tahun sesudah privatisasi mengalami peningkatan sebesar 328,7 persen. Hasil tersebut menunjukkan bahwa privatisasi perusahaan BUMN tidak memberikan dampak positif bagi peningkatan likuiditas yang diukur dengan menggunakan *current ratio*.

d. *Acid test ratio (Quick Ratio)*

Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa baik perusahaan dapat memenuhi kewajiban finansial jangka pendeknya dengan aktiva yang lebih likuid tanpa harus bergantung pada persediaan. Semakin tinggi angka rasio ini berarti menunjukkan indikasi kelebihan kas atau piutang, sedangkan angka

rasio yang terlalu kecil menunjukkan risiko likuiditas yang lebih tinggi. Semakin tinggi angka rasio ini maka akan semakin baik.

Tabel 5
Acid test ratio (%)
Periode 1991-2010

Nama Perusahaan	Mean dua tahun sebelum privatisasi	Mean dua tahun sesudah privatisasi
PT. Semen Gresik, Tbk	286,2	692,3
PT. Indosat, Tbk	162,7	280,1
PT. Tambang Timah, Tbk	64,5	115,1
PT. TELKOM, Tbk	21,6	46,2
PT. Aneka Tambang, Tbk	14,6	189,6
PT. Indofarma, Tbk	131,9	63,1
PT. Kimia Farma, Tbk	73,3	93,3
PT. TB Bukit Asam, Tbk	191,8	320,9
PT. Perusahaan Gas Negara, Tbk	144,5	891,4
PT. Adhi Karya, Tbk	15,8	42,3
PT. Holcim Indonesia, Tbk	133,5	112,4
PT. Wijaya Karya, Tbk	44	54,6
PT. PP (Persero) Tbk	39,9	37,8
PT. Sucofindo (Persero)	143,9	163,5
PT. Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk	115,4	517,4
PT. Krakatau Steel, Tbk	45,7	48,2
Jumlah Rata - Rata	101,9	229,3

Sumber : ICMD diolah

Perhitungan secara keseluruhan *acid test ratio* pada keenambelas perusahaan BUMN yang melakukan privatisasi, periode dua tahun sebelum privatisasi sebesar 101,9 persen, sedangkan pada periode dua tahun sesudah privatisasi mengalami peningkatan menjadi 229,3 persen. Hasil tersebut menunjukkan bahwa privatisasi perusahaan BUMN memberikan dampak positif bagi peningkatan likuiditas yang diukur dengan menggunakan *acid test ratio*.

e. *Total Debt to Equity Ratio*

Rasio ini digunakan untuk menghitung persentase modal sendiri yang disediakan untuk membayar hutang. Rasio terbaik jika modal sendiri lebih

besar dari jumlah hutang atau minimal sama, semakin tinggi rasio ini berarti semakin tidak baik.

Tabel 6
Total Debt to Total Equity (%)
Periode 1991-2010

Nama Perusahaan	Mean dua tahun sebelum privatisasi	Mean dua tahun sesudah privatisasi
PT. Semen Gresik, Tbk	18,5	36,6
PT. Indosat, Tbk	25,4	93
PT. Tambang Timah, Tbk	81,7	32,8
PT. TELKOM, Tbk	40,1	24,3
PT. Aneka Tambang, Tbk	144,4	42,8
PT. Indofarma, Tbk	90,2	125,6
PT. Kimia Farma, Tbk	130,2	67,2
PT. TB Bukit Asam, Tbk	46,6	43,4
PT. Perusahaan Gas Negara, Tbk	180,8	206,4
PT. Adhi Karya, Tbk	472,5	500,3
PT. Holcim Indonesia, Tbk	273,4	205,9
PT. Wijaya Karya, Tbk	534	288
PT. PP (Persero) Tbk	614,4	492,1
PT. Sucofindo (Persero)	61,4	63,5
PT. Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk	38,9	16,3
PT. Krakatau Steel, Tbk	150,9	120,3
Jumlah Rata - Rata	181,5	142,2

Sumber : ICMD diolah

Perhitungan secara keseluruhan *total debt to equity ratio* pada keenambelas perusahaan BUMN yang melakukan privatisasi, periode dua tahun sebelum privatisasi sebesar 181,5 persen, sedangkan pada periode dua tahun sesudah privatisasi mengalami penurunan menjadi 142,2 persen. Hasil tersebut menunjukkan bahwa privatisasi perusahaan BUMN memberikan dampak positif bagi penurunan *leverage* yang diukur dengan menggunakan *total debt to equity ratio*.

f. *Total Debt to Total Asset*

Rasio ini digunakan untuk mengukur presentase total dana yang disediakan oleh para kreditur untuk membiayai total aktiva perusahaan. Semakin tinggi

rasio *total debt to total asset* maka semakin tinggi perusahaan membiayai aktiva dengan menggunakan hutang.

Tabel 7
Total Debt to Total Asset (%)
Periode 1991-2010

Nama Perusahaan	Mean dua tahun sebelum privatisasi	Mean dua tahun sesudah privatisasi
PT. Semen Gresik, Tbk	15,1	26,1
PT. Indosat, Tbk	19,6	8,3
PT. Tambang Timah, Tbk	46,2	24,3
PT. TELKOM, Tbk	15,9	11,9
PT. Aneka Tambang, Tbk	57,4	29,9
PT. Indofarma, Tbk	47,4	55,4
PT. Kimia Farma, Tbk	54,3	39,8
PT. TB Bukit Asam, Tbk	31,8	31,3
PT. Perusahaan Gas Negara, Tbk	64,1	63,6
PT. Adhi Karya, Tbk	82,5	83,1
PT. Holcim Indonesia, Tbk	73,1	67,3
PT. Wijaya Karya, Tbk	82,3	72,9
PT. PP (Persero) Tbk	92,1	81,8
PT. Sucofindo (Persero)	36	48,2
PT. Indocement Tungal Prakarsa, Tbk	27,8	13,9
PT. Krakatau Steel, Tbk	59,4	54,3
Jumlah Rata - Rata	50,3	44,5

Sumber : ICMD diolah

Perhitungan secara keseluruhan *total debt to total asset ratio* pada keenambelas perusahaan BUMN yang melakukan privatisasi, periode dua tahun sebelum privatisasi sebesar 50,3 persen, sedangkan pada periode dua tahun sesudah privatisasi mengalami penurunan menjadi 44,5 persen. Hasil tersebut menunjukkan bahwa privatisasi perusahaan BUMN memberikan dampak positif bagi penurunan *leverage* yang diukur dengan menggunakan *total debt to total asset ratio*.

Pengujian Hipotesis

Pengujian statistik dalam penelitian ini menggunakan *wilcoxon signed rank test*

untuk mengetahui perbedaan peningkatan kinerja keuangan sebelum dan sesudah melakukan privatisasi.

Hasil *wilcoxon signed rank test* dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 8
Hasil Uji Wilcoxon Signed Rank Test

Kinerja Keuangan BUMN	Asymptotic significant (2-tailed)	Asymptotic significant (1-tailed)	Kesimpulan
Return On Asset (ROA)	0.438	0.22	Ho diterima
Return On Equity (ROE)	0.079	0.039	Ho ditolak
Current Ratio	0.079	0.039	Ho ditolak
Acid Test Ratio	0.008	0.004	Ho ditolak
Total Debt to Equity Ratio	0.063	0.032	Ho ditolak
Total Debt to Total Asset Ratio	0.056	0.028	Ho ditolak

Berdasarkan pada tabel 8 di atas, maka diperoleh hasil :

a. *Return on Asset (ROA)*

Nilai *asymptotic significant* sebesar 0,22 lebih besar daripada 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa Ho diterima artinya *return on asset* sesudah privatisasi tidak lebih besar daripada sebelum privatisasi. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan memperoleh laba terhadap total asset tidak lebih besar setelah privatisasi.

b. *Return on Equity (ROE)*

Nilai *asymptotic significant* sebesar 0,039 lebih kecil daripada 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa Ho ditolak artinya *return on equity* sesudah privatisasi lebih besar daripada sebelum privatisasi. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan memperoleh laba terhadap total ekuitas lebih besar setelah melakukan privatisasi.

c. *Current Ratio*

Nilai *asymptotic significant* sebesar 0,039 lebih kecil daripada 0,5 sehingga dapat disimpulkan bahwa Ho ditolak artinya *current ratio* sesudah privatisasi lebih besar daripada sebelum privatisasi.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendeknya lebih besar setelah privatisasi.

d. *Acid Test Ratio*

Nilai *asymptotic significant* sebesar 0,004 lebih kecil daripada 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak artinya *acid test ratio* sesudah privatisasi lebih besar daripada sebelum privatisasi. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendeknya lebih besar setelah privatisasi.

e. *Total Debt to Equity Ratio*

Nilai *asymptotic significant* sebesar 0,032 lebih kecil daripada 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak artinya *total debt to equity ratio* sesudah privatisasi lebih kecil daripada sebelum privatisasi. Hasil tersebut menunjukkan bahwa rata-rata pembiayaan perusahaan lebih sedikit menggunakan pembiayaan dengan hutang daripada ekuitas setelah privatisasi.

f. *Total Debt to Total Asset Ratio*

Nilai *asymptotic significant* sebesar 0,028 lebih kecil daripada 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak artinya *total debt to total asset ratio* sesudah privatisasi lebih kecil daripada sebelum privatisasi. Hasil tersebut menunjukkan bahwa rata-rata pembiayaan perusahaan lebih sedikit menggunakan hutang dalam kegiatan operasionalnya setelah privatisasi.

Pembahasan

Hasil pengujian pada *return on asset* (ROA) dapat disimpulkan bahwa ternyata sesudah melakukan privatisasi tidak lebih besar, karena secara rata-rata laba perusahaan tidak mengalami peningkatan. Hal ini dapat dilihat dan merujuk pada tabel 2. Yang

ditunjukkan dengan tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan dari tingkat kinerja keuangan perusahaan BUMN sebelum dan sesudah privatisasi. Dengan demikian hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Boubakri & Cosset (1998), yang menyimpulkan bahwa privatisasi melalui IPO menunjukkan peningkatan profitabilitas. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Munggaran (2007), yang mengatakan bahwa tujuan utama pemerintah dalam melakukan privatisasi saat ini adalah hanya untuk mengisi atau menutup defisit APBN, sehingga tujuan yang seharusnya dicapai yaitu perbaikan kinerja keuangan perusahaan BUMN belum dapat tercapai.

Setelah dilakukan pengujian terhadap *return on equity* (ROE) maka dapat disimpulkan bahwa sesudah melakukan privatisasi rasio tersebut lebih besar, karena secara rata-rata laba perusahaan tidak mengalami peningkatan. Hal ini dapat dilihat dan merujuk pada tabel 3. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Kesi Widjayanti (2006) berpendapat bahwa dilihat dari sisi profitabilitas, rata-rata perusahaan mengalami penurunan pada ROA, ROE, sedangkan ROS (*Return On Sales*) meningkat. Selain itu penelitian ini juga tidak sesuai dengan penelitian Riri Setyowati (2004), yang memberikan hasil empiris bahwa tidak terdapat perbedaan efisiensi dan profitabilitas yang signifikan. Tetapi hasil penelitian ini sesuai dengan Boubakri & Cosset (1998), yang menyimpulkan bahwa privatisasi melalui IPO menunjukkan adanya peningkatan profitabilitas.

Hasil pengujian pada *current ratio* dapat disimpulkan bahwa sesudah privatisasi *current ratio* lebih besar dibandingkan sebelum privatisasi. Hal ini dapat dilihat dan merujuk pada tabel 4. Yang menunjukkan aktiva lancar oleh masing-masing perusahaan BUMN sesudah privatisasi

mengalami peningkatan dan disatu sisi hutang lancar juga mengalami peningkatan. Dengan demikian hasil penelitian ini sesuai dengan yang dilakukan Riri Setyowati (2004), yang memberikan hasil empiris bahwa terdapat perbedaan signifikan pada rasio likuiditas pada perusahaan BUMN sesudah privatisasi.

Hasil pengujian pada *acid test ratio* dapat disimpulkan bahwa sesudah melakukan privatisasi *acid test ratio* lebih besar dibandingkan sebelum privatisasi. Likuiditas perusahaan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengelola aktiva likuidnya untuk membayar hutang. Hal ini dapat dilihat dan merujuk pada tabel 5. Yang menunjukkan sesudah privatisasi rata-rata perusahaan mengalami peningkatan pada *acid test ratio*. Penyebab yang lain karena investasi pada aktiva lancar pada rata-rata perusahaan BUMN mengalami peningkatan dan hutang lancarnya mengalami penurunan. Kondisi itulah yang menyebabkan likuiditas perusahaan lebih besar sesudah privatisasi. Dengan demikian hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Riri Setyowati (2004), bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada rasio likuiditas sesudah privatisasi.

Hasil pengujian pada *total debt to total asset ratio* dapat disimpulkan bahwa sesudah melakukan privatisasi *total debt to total asset* lebih kecil dibandingkan sebelum privatisasi, sehingga risiko hutang bagi perusahaan semakin kecil. Hal ini karena rata-rata perusahaan memiliki modal sendiri yang relatif cukup besar dalam membiayai aktivitya. Hal ini dapat dilihat dan merujuk pada tabel 6. Yang menunjukkan penurunan pada total kewajiban (hutang). Dengan demikian hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Boubakri & Cosset (1998), yang menyimpulkan bahwa privatisasi melalui IPO menunjukkan penurunan pada *leverage*.

Hasil pengujian pada *total debt to equity ratio* dapat disimpulkan bahwa

sesudah melakukan privatisasi *total debt to equity ratio* lebih kecil dibandingkan sebelum privatisasi, karena perusahaan menggunakan modal sendiri yang relatif cukup besar untuk membiayai kegiatan operasionalnya, sehingga risiko *leverage* lebih kecil. Hal ini dapat dilihat dan merujuk pada tabel 7. Dengan demikian hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Riri Setyowati (2004), yang menyimpulkan bahwa penelitiannya memberikan hasil empiris *leverage* terdapat perbedaan yang signifikan pada perusahaan BUMN setelah privatisasi. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan Boubakri & Cosset (1998), yang menyimpulkan bahwa privatisasi melalui IPO menunjukkan penurunan pada *leverage*.

KESIMPULAN, SARAN DAN KETERBATASAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data yang telah diuraikan di bab sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

1. Pengujian hipotesis pada penelitian ini bahwa rasio likuiditas (*current ratio* dan *acid test ratio*) pada periode dua tahun sesudah privatisasi lebih besar daripada periode dua tahun sebelum privatisasi.
2. Pengujian hipotesis pada penelitian ini bahwa rasio profitabilitas (*return on asset* dan *return on equity*), dan rasio *leverage* (*total debt to equity* dan *total debt to total asset*) pada periode dua tahun sesudah privatisasi tidak lebih besar daripada periode dua tahun sebelum privatisasi.

Keterbatasan Penelitian

Beberapa hal yang menjadi keterbatasan dalam penelitian ini dan yang perlu diperhatikan oleh peneliti selanjutnya adalah sebagai berikut :

1. Sampel penelitian yang digunakan terlalu sedikit, karena perusahaan

BUMN yang melakukan privatisasi melalui *initial public offering* (IPO) pada periode penelitian yaitu tahun 1991-2010 relatif tidak banyak.

2. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini hanya terbatas pada kinerja keuangan perusahaan BUMN yang melakukan privatisasi yang diukur dengan rasio keuangan (profitabilitas, likuiditas dan leverage).

Saran

Setelah melakukan analisis pada penelitian ini, ada beberapa saran yang bisa dijadikan masukan adalah sebagai berikut :

1. Bagi investor
Bagi investor yang ingin membuat keputusan dalam menanamkan modalnya untuk menghindari risiko diharapkan tidak hanya memperhatikan kinerja keuangan saja, melainkan juga harus memperhatikan variabel-variabel makro (seperti misalnya kenaikan suku bunga, inflasi dan nilai tukar).
2. Bagi Badan Usaha Milik Negara
Kebijakan privatisasi diprioritaskan melalui IPO, sehingga Badan Usaha Milik Negara dapat meningkatkan kinerjanya, karena sifat transparansi memberikan kesempatan yang sama bagi semua pihak untuk ikut membeli saham-saham BUMN, termasuk bagi investor asing.
3. Bagi peneliti selanjutnya
 - Hendaknya memperpanjang periode penelitian agar memperoleh sampel yang lebih banyak lagi sehingga hasil pengujiannya menjadi lebih baik.
 - Dapat menggunakan atau menambah rasio keuangan lain (seperti : rasio aktivitas) yang diduga mempunyai pengaruh dan hubungan terhadap perusahaan BUMN yang melakukan privatisasi.

DAFTAR RUJUKAN

- Agus Sartono. 2001. *Manajemen Keuangan Teori Dan Aplikasi*. Edisi Keempat. Yogyakarta. BPEF.
- Bastian. I. 2002. *Privatisasi di Indonesia: Teoro dan Implementasi*. Edisi Pertama. Salemba Empat. Jakarta
- Boubakri, N., & Cosset, J.C. 1998. The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries. *Journal of Financial, American Finance Association*, 53: 1081-1110.
- D'Souza, J., Megginson, W., & Nash, R. 2006. The Effects of Change in Corporate Governance and Restructurings on Operating Performance: Evidence from Privatizations. *Global Finance Journal*.
- Farinos, J.E., Garcia, C.J., & Ibanez, A.M. 2007. Operating and Stock Market Performance of State-owned Enterprise Privatizations: The Spanish Experience. *International Review of Financial Analysis*.
- Garcia, L.C. & Anson, S.G. 2007. The Spanish Privatization Process: Implications on the Performance of Divested Firms. *International Alternatif dengan Partial Least Square*. Edisi 2. BP-Undip.
- Mardjana, I Ketut, "Corporate Governance dan Privatisasi" dalam *Jurnal Reformasi Ekonomi*, Vol 1, No. 2, Oktober-Desember 2000.
- Martono, 2001. *Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, Cetakan Pertama, Penerbit Ekonisia, Yogyakarta.
- Mathur. I., & Banchuenvijit, W. 2007. The Effect of Privatization on the Performance of Newly Firms in Emerging Markets. *Emerging Markets review*, 8: 134-146.

- Moeljono, Djokosantoso. 2004. Reinvensi BUMN Jakarta. Elek Media Komputindo. Gramedia.
- Mulyadi. 1997. *Akuntansi Manajemen, Konsep, Manfaat dan Rekayasa*, Edisi Kedua, STIE YKPN, Yogyakarta.
- Munawir. 2002. *Akuntansi Laporan Keuangan*. Edisi Keempat. Yogyakarta : Liberty
- Ady Kurnia Munggaran. 2007. "Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi." Skripsi Universitas Widyatama.
- Naceur, S.B., Ghazouani, S., & Omran, M. 2006. The Performance of Newly Privatized in Selected MENA Countries: the Role of Ownerships Structure, Governance and Liberalized Policies. *International Review of Financial Analysis*.
- Nankani, Helen. 1989. *Techniques of Privatization of Stated-owned Enterprises. The International Bank for Reconstructive and Development/The World Bank*.
- Rudjito. 2005. *Restrukturasi BUMN Pasca UU BUMN*. PT Alex Media Komputindo. Jakarta.
- Riri Settyowati. 2010. "Analisis Perbedaan Efisiensi, Profitabilitas, Leverage, dan Likuiditas sebelum dan setelah privatisasi (Studi Empiris pada BUMN Sektor non Infrastruktur dan Non Jasa Keuangan yang Go Public tahun 1995-2007)". Skripsi Universitas Diponegoro Semarang
- Sun, Q., & Tong, W. 2003. China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success. *Journal of Financial Economic*, 70: 183-222.
- Wang. 2005. Ownership and Operating Performance of Chinese IPOs. *Journal of Bank Finance*, 29: 1835-1856.
- Kesi Widjayanti. Perubahan Kinerja Keuangan Privatisasi BUMN, Tesis, MPKP Universitas Semarang, 2005.
- Villalonga, B. 2000. Privatization and Efficiency: Differentiating Ownership Effects from Political, Organizational, and Dynamic Effects. *Journal of Economics Behavior and Organization*, 42: 43-74