

**PENGARUH STRUKTUR MODAL, KESEMPATAN INVESTASI
SERTA KEBIJAKAN KEUANGAN TERHADAP RISIKO
DAN KINERJA KEUANGAN PADA BUMN YANG DIPRIVATISASI
MELALUI PASAR MODAL INDONESIA**

***CAPITAL STRUCTURE INFLUENCE, INVESTMENT OPPORTUNITY
SET AND ALSO MONETARY POLICY MONETARY PERFORMANCE
AND RISK AT STATE OWN COMPANIES THAT BEEN PRIVATE
THROUGH INDONESIAN CAPITAL MARKET***

Oleh:

Edwin Agus Buniarto

Alumni Mhs. Doktor Ilmu Ekonomi Program Pascasarjana Untag 1945
Surabaya

Abstract

The aims of this study is to examine the change of Financial Performance of state own companies after going public in Indonesian capital market.

This studi used data from financial statement of the state own companies, This study also used thirteen companies as sample. Field research was applied, data collection uses documentation technique.

There is one statistical analysis used in this study, that is Partial Least Square (PLS). Parcial Least Square is used to analyse five variables, those are Investment Opportunity Set (IOS), Financial Policy, Capital Structure, Risk and Financial Performance.

The result of this study found that, Investment Opportunity Set influence Risk during 1998-2005. The result also show that Capital Structure do not influence Financial Performance. But, Financial Policy is significance influencing Financial Performance. Finally, the result of the study indicate that financial policy influence Financial Performance of company.

Key words : Capital Structure, Investment Opportunity Set, Financial Policy, Risk and Financial Performance.

Pendahuluan

Makin keras dan tajamnya tingkat persaingan berbagai bidang usaha baik di dalam maupun di luar dalam masa krisis ekonomi berkepanjangan ini, mendorong pemerintah maupun kalangan swasta untuk memperbaiki kinerja instansi ataupun perusahaannya agar punya daya saing di mata internasional maupun regional. Dibidang swasta, intensifikasi bisnis dan efisien dilakukan agar perusahaan menunjukkan kinerja keuangan yang meningkat dan mampu bertahan di era globalisasi saat ini.

Begitu juga di beberapa Badan Usaha Milik Negara (BUMN), privatisasi BUMN merupakan salah satu jalan keluar dan upaya untuk memenangkan persaingan bisnis dengan sektor swasta serta usaha lebih membesarkan perusahaan tersebut (Husnan; 1999). BUMN dalam sistem perekonomian nasional berperan menghasilkan barang / jasa yang diperlukan dalam rangka mewujudkan kemakmuran rakyat. Dengan reformasi BUMN yang dituangkan dalam RUU BUMN diharapkan tercipta peluang baru investor swasta dalam dan luar negeri, memulihkan perekonomian dari resesi sekaligus juga menciptakan akses pada modal, teknologi dan pasar dalam / luar negeri.

Berdasarkan data yang bersumber dari kementerian BUMN menyebutkan, dari 161 BUMN, yaitu 124 BUMN (78 %) mempunyai karakteristik industri yang kompetitif, 11 BUMN (6 %) bersifat monopoli, 26 BUMN (16 %) merupakan kombinasi-kombinasi antara monopoli dan kompetitif.

Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang penelitian ini, maka rumusan masalah dalam penelitian adalah :

1. Apakah struktur modal berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN yang telah diprivatisasi ?
2. Apakah struktur modal berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat risiko BUMN yang telah diprivatisasi ?
3. Apakah kebijakan keuangan BUMN privatisasi berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modalnya ?
4. Apakah kesempatan investasi berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat risiko BUMN yang telah diprivatisasi ?

5. Apakah kesempatan investasi berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN yang telah diprivatisasi ?
6. Apakah kesempatan investasi berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan keuangan BUMN yang diprivatisasi ?
7. Apakah kebijakan keuangan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat risiko BUMN yang telah diprivatisasi ?
8. Apakah kebijakan keuangan berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN yang telah diprivatisasi ?
9. Apakah tingkat risiko berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN yang telah diprivatisasi ?

Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk :

1. Membuktikan dan menganalisis pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan BUMN yang telah diprivatisasi.
2. Membuktikan dan menganalisis pengaruh struktur modal, terhadap tingkat risiko BUMN yang telah diprivatisasi.
3. Membuktikan dan menganalisis pengaruh kebijakan keuangan BUMN diprivatisasi terhadap struktur modalnya.
4. Membuktikan dan menganalisis pengaruh kesempatan investasi, terhadap tingkat risiko BUMN yang telah diprivatisasi.
5. Membuktikan dan menganalisis pengaruh kesempatan investasi, terhadap kinerja keuangan BUMN yang telah diprivatisasi.
6. Membuktikan dan menganalisis pengaruh kesempatan investasi, terhadap kebijakan keuangan BUMN yang diprivatisasi.
7. Membuktikan dan menganalisis pengaruh kebijakan keuangan, terhadap tingkat risiko BUMN yang telah diprivatisasi.
8. Membuktikan dan menganalisis pengaruh kebijakan keuangan, terhadap kinerja keuangan BUMN yang telah diprivatisasi.
9. Membuktikan dan menganalisis pengaruh tingkat risiko, terhadap kinerja keuangan BUMN yang telah diprivatisasi.

Manfaat Penelitian

Adapun manfaat yang akan diperoleh dalam penelitian ini meliputi 2 dimensi yaitu manfaat teoritis dan manfaat praktis :

Manfaat Teoritis

- a. Sebagai sumbangan pemikiran bagi pengembangan ilmu pengetahuan bidang keuangan, khususnya tentang struktur modal perusahaan.
- b. Mengembangkan integrasi beberapa kerangka konsep antara struktur modal, teori kesempatan investasi dan kebijakan keuangan yang sangat mempengaruhi kinerja keuangan suatu perusahaan.
- c. Memberikan sumbangan teoritis terhadap pengembangan terhadap konsep risiko dalam perusahaan.
- d. Memberikan sumbangan bagi peneliti selanjutnya, untuk pengembangan ilmu manajemen terutama manajemen keuangan.

Manfaat Praktis

- a. Penelitian ini menjadi pertimbangan pemerintah dalam melakukan privatisasi BUMN melalui pasar modal, baik dari segi keuntungan maupun kerugian yang ditimbulkannya.
- b. Penelitian ini menjadi masukan bagi pemerintah dalam upaya mengetahui kinerja keuangan BUMN di masa mendatang, berdasarkan struktur modal, kesempatan investasi serta kebijakan keuangan (BUMN).
- c. Diharapkan memberikan kontribusi terhadap pengembangan ilmu pengetahuan tentang pengaruh struktur modal, kesempatan investasi serta kebijakan keuangan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Tinjauan Pustaka

Struktur Modal Perusahaan

Struktur modal merupakan perpaduan nilai hutang, saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan yang tercermin dalam laporan keuangan perusahaan pada akhir tahun, (Jensen and Meckling). Penelitiannya selama beberapa tahun, Jansen dan Mackling berpendapat, struktur modal adalah perimbangan antara hutang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa. Dari kutipan-kutipan tersebut diatas dapat dinyatakan bahwa struktur modal merupakan sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan, yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham prefren dan saham biasa.

Pecking Order Theory

Brealey and Myers (1991, 432) menjelaskan mengenai pecking order theory, yaitu teori yang menyatakan bahwa perusahaan mempunyai urutan-urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaannya. Sesuai dengan teori ini maka perusahaan akan memilih dana yang berasal dari hasil operasi (*internal funds*), kemudian baru diikuti oleh penerbitan saham baru. Hal ini didukung oleh Gilson, (1990) yang menyatakan bahwa *pecking order theory* merupakan mekanisme kerja pemilihan sumber pendanaan yang berkaitan dengan masalah *transaction cost* dari sumber dana eksternal baru. Teori ini memegang peranan penting dalam struktur modal perusahaan. Pinjaman baru adalah sumber dana yang perlu dihindari dibandingkan dengan penggunaan dana internal.

Dalam penelitian ini digunakan 3 indikator untuk mengobservasi variabel struktur modal yaitu :

A. Debt to Equity Ratio (DE)

Dalam penelitian ini DE merupakan perbandingan antara nilai buku total hutang dengan modal sendiri perusahaan pada periode waktu tertentu. variabel ini untuk mengukur imbalan antara seluruh hutang yang dimiliki perusahaan dengan modal sendiri. Semakin tinggi rasio ini berarti modal sendiri semakin sedikit dibanding dengan jumlah seluruh hutangnya. Pemilihan variabel ini mengacu pada penelitian Maloney, M.T., Mc Cormick, & Mitchell (1993).

$$DE = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Ekuitas}}$$

B. Long Term Debt to Equity Ratio (LDE)

Dalam penelitian ini LDE merupakan perbandingan antara nilai buku hutang jangka panjang dengan modal sendiri perusahaan pada periode tertentu. variabel ini untuk mengukur imbalan antara hutang jangka panjang yang dimiliki perusahaan dengan modal sendiri pada tahun tersebut. Pemilihan variabel ini mengacu pada penelitian Tandelilin (1997; 101).

$$LDE = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Ekuitas}}$$

C. Debt Size Ratio (DSR)

Debt Size Ratio (DSR) adalah nilai buku hutang jangka panjang dengan total aktiva perusahaan, dari data neraca perusahaan pada akhir tahun tertentu. variabel ini untuk mengukur prosentase besarnya dana dari hutang jangka panjang (Sutrisno, 2001 : 247). Kreditor lebih menyukai debt ratio yang rendah sebab tingkat keamanan dananya menjadi lebih terjamin. Pemilihan variabel diatas mengacu pada penelitian Chen N.F., R. Roll & S. Ross (1986), He dan Ng (1998 ; 737), Meyers & Smith (1982 ; 287), Nance, Smith dan Smithson (1993 : 275)

$$\text{Debt Size Ratio} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Aktiva Tetap}}$$

Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*)

Proksi Berbasis Harga (*Price-Based Proxies*) / Harga Saham

Proksi ini didasarkan atas perbedaan antara asset dan nilai perusahaan, oleh karena itu proksi ini memiliki ketergantungan terhadap harga saham (Hartono dan Jogiyanto, 1999). Proksi berbasis harga yang digunakan dalam penelitian ini adalah : rasio *market to book value of asset ratio*, *rasio market to book value of equity* dan *rasio firm value of book value*.

Proksi Berbasis Investasi (*Investment-Based Proxies*) / Investasi

Proksi berbasis investasi menunjukkan tingkat aktivitas yang tinggi secara positif yang berhubungan dengan kesempatan investasi perusahaan (Kallapur dan Trombley, 2001). Perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi juga akan mempunyai tingkat investasi yang tinggi dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau yang diinvestasikan untuk waktu yang lama dalam suatu perusahaan (Kallapur dan Trombley, 2001). Proksi ini berbentuk suatu rasio yang membandingkan suatu pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi dari aktiva yang telah diinvestasikan.

Proksi Berbasis Varian Return

Proksi berbasis varian menyatakan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas dari return dengan

mendasarkan pada peningkatan asset (Kallapur dan Trombley, 2001 dalam Ratnawati).

Berdasarkan beberapa proksi di atas, sebagai alat ukur kesempatan investasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

A. Rasio Market To Book Value of asset (MBVA)

Rasio MBVA menunjukkan prospek pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam harga pasar. Variabel ini diukur dengan rumus sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{MBVA} &= \frac{\text{Tot Aset} - \text{Tot. Ekuitas} + (\text{Jml. Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham})}{\text{Total Aset}} \\ &= \frac{\text{Market value of Asset}}{\text{Book Value of Asset}} \end{aligned}$$

Ovok Faint: Pfunry

B. Rasio Market to Book Value of Equity (MVEBVE).

Rasio MVEBVE mencerminkan penilaian pasar terhadap return dari investasi perusahaan di masa depan akan lebih besar dari return yang diharapkan (Smith dan Watts, 1992, Saputro, 2003). Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan peluang investasi perusahaan.

$$\begin{aligned} \text{MVEBVE} &= \frac{\text{Jml Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham}}{\text{Total ekuitas}} \\ &= \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Book Value of Equity}} \end{aligned}$$

C. Rasio Film Value to Book Value of Property, Plant and Equipment (VPPE)

Rasio VPPE menunjukkan tingkat produktivitas investasi yang digunakan oleh perusahaan yang tercennin dalam bentuk aset tetapnya (Subekti dan Kusuma, 2000). Rasio ini menunjukkan investasi masa lalu yang ditunjukkan pada *asset in place* (Skinner; 1993).

$$\begin{aligned} \text{VPPE} &= \frac{\text{Tot. Aset} - \text{Tot. Ekuitas} + (\text{Jml Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham})}{\text{Total Ekuitas}} \\ &= \frac{\text{Market Value of Asset}}{\text{Net Book Value FA}} \end{aligned}$$

Variabel kebijakan keuangan ini diukur menggunakan enam variabel terobservasi yang terdiri dari :

A. Current Liability to Total Asset Ratio (CLTA)

Rasio ini menunjukkan proporsi hutang lancar perusahaan terhadap total aktiva yang dimilikinya. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban financial jangka pendeknya.

$$\text{CLTA} = \frac{\text{Current Liability}}{\text{Total Asset}}$$

B. Current Asset to Total Asset Ratio (CATA)

Rasio ini menunjukkan proporsi aktiva lancar dari keseluruhan total aktiva yang dimilikinya. Semakin besar rasio ini berarti aktiva perusahaan lebih besar pada allitva lancar dibandingkan aktiva tidak lancar lainnya.

$$\text{CATA} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Total Asset}}$$

C. Current Ratio (CR)

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang jangka pendeknya dengan aktiva lancar yang dimilikinya. Semakin tinggi *current ratio* semakin besar kemampuan perusahaan untuk melunasi hutang lancarnya.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liability}}$$

D. Quick Ratio (QR)

Rasio ini merupakan gambaran kemampuan perusahaan dalam membayar hutang jangka pedeknya tanpa menjual persediaannya. Rasio ini

menunjukkan besarnya alat likuid paling cepat yang bisa digunakan untuk melunasi hutang lancarnya.

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Current Asset} - \text{Inventori}}{\text{Current Liability}}$$

E. Dividen Payout Ratio (DIV)

Rasio ini digunakan untuk mengukur besarnya pembayaran dividen dari laba per lembar saham dan dapat juga digunakan untuk mengukur proporsi besarnya laba yang ditahan untuk menambah modal sendiri.

$$\text{Dividen Payout Ratio (DIV)} = \frac{\text{Dividen yang Terbayar}}{\text{Laba Bersih}} \times 100 \%$$

F. Dividen Yield (DY)

Rasio ini mengukur besarnya dividen yang dibayarkan dibandingkan dengan harga saham penutupan. Dalam penelitian ini *dividen yield* adalah dividen per lembar saham dibagi dengan *closing price* saham pada akhir periode tertentu.

$$\text{Dividen Yield} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Harga Penutupan Saham}}$$

Dari dasar tersebut dalam penelitian ini variabel risiko diukur dengan 2 variabel terobservasi yaitu :

A. Beta (Risiko Sistematis)

Risiko sistematis atau juga disebut risiko pasar., atau risiko yang tidak bisa didiversifikasikan hubungan langsung dengan pergerakan dalam pasar secara menyeluruh atau ekonomi. Risiko ini terjadi karena kejadian di luar kegiatan perusahaan. seperti inflasi, resesi, dan lain-lain. Risiko ini menggambarkan penyimpangan antara harapan investor terhadap pengembalian investasinya dengan mempertimbangkan tingkat fluktuasi perekonomian yang terjadi.

$$\begin{aligned} \text{Beta} &= K_i = R_f + \beta_1 [E(R_m) - R_f] \\ K_i &= \text{Tingkat return yang diisyaratkan investor pada sekuritas} \\ R_f &= \text{Tingkat return bebas risiko} \end{aligned}$$

- β_1 = Koefisien beta sekuritas i
 $E(R_m)$ = Return portofolio pasar yang diharapkan

B. Standart Deviasi (SD)

Sedangkan risiko tidak sistematis menunjukkan bahwa semakin banyak jumlah sekuritas dalam portofolio, maka risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) akan semakin kecil. Dengan kata lain risiko tidak sistematis ini bisa diartikan sebagai tingkat sensitifitas nilai saham perusahaan terhadap perubahan yang terjadi. Oleh karena itu maka, risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) dapat dihilangkan dengan cara diversifikasi.

$$SD = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n [R_i - E(R_i)]^2}$$

- SD = Standart deviasi
 R_i = Nilai ke i
 $E(R_i)$ = Nilai ekspektasi
 n = Jumlah dari observasi

Begitu pesatnya perkembangan manajemen keuangan serta banyaknya penelitian di dalamnya, hingga saat ini alat ukur kinerja keuangan khususnya rasio keuangan mencapai lebih dari 80 rasio. Menurut Brigham & Daves (2004), kinerja keuangan bisa diukur dengan menggunakan 3 alat ukur (rasio) yang dinilai sudah mampu menunjukkan kinerja keuangan perusahaan. Alat ukur berupa rasio keuangan tersebut yaitu :

Price To Cash Flow

Alat ukur kinerja keuangan perusahaan menggunakan *price to cash flow* ini digunakan untuk mengetahui dan mengukur perbandingan antara harga saham dengan penghasilan bersih tiap lembar sahamnya.

$$\text{Price to Cash Flow} = \frac{\text{Harga Saham} \times \text{Jml. Saham yang Beredar}}{\text{NI} + \text{Depresiasi}}$$

Profit Margin on Sales

Alat ukur *profit margin on sales* ini merupakan salah satu bagian alat ukur untuk mengetahui profitabilitas BUMN yang akan diteliti dalam disertasi ini . Dengan alat ukur *profit margin on sales* ini, akan diketabui perbandingan antara

pendapatan bersih yang siap dibagikan pada pemegang saham, dengan total penjualan perusahaan (BUMN) tersebut.

$$\text{Profit Margin on Sales} = \frac{\text{Net Income Available to Common Stockholder}}{\text{Sales}}$$

Basic Earning Power Ratio (BEP)

Alat ukur *basic earning power* (BEP) ini bisa digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan mengingat alat ukur BEP ini mampu menggambarkan perbandingan antara keuntungan perusahaan dengan total aset yang dimiliki perusahaan untuk operasionalnya.

$$\text{BEP} = \frac{\text{Ebit}}{\text{Total Aset}}$$

Restrukturisasi

Untuk memperbaiki kinerja BUMN, pemerintah secara terencana mencoba untuk melakukan reformasi terhadap BUMN yang juga telah diformalkan sebagai program Negara dengan dimasukkannya masalah pengelolaan dan privatisasi BUMN pada butir 12 dan 28 GBHN tahun 1999 - 2004. Upaya pemerintah untuk melakukan reformasi BUMN sebenarnya telah dimulai pada tahun 1980-an melalui penerbitan Inpres No. 5 / 1988 yang dijabarkan lebih lanjut dengan SK Menteri Keuangan Nomor : 740 dan 741 Tahun 1989. Regulasi ini memberikan wewenang kepada BUMN untuk menggunakan berbagai perangkat reformasi seperti restrukturisasi, penggabungan usaha (merger), kerjasama operasi dan bentuk-bentuk partisipasi swasta lain termasuk penawaran saham kepada masyarakat dan penjualan strategis. Sektor-sektor yang dibuka bagi partisipasi pihak swasta tidak saja dalam sektor yang kompetitif, tetapi juga dimungkinkan dalam bentuk kerjasama usaha di sektor infrastruktur, transportasi dan energi. Sebagai akibat dari kebijakan reformasi BUMN di atas, dalam kurun waktu 1990-1998 pihak investor swasta, asing dan domestik diundang untuk berpartisipasi dalam memiliki saham BUMN.

Privatisasi BUMN

Parotti (1995) menguraikan bahwa privatisasi sebagai penyerahan kontrol efektif dari sebuah perseroan kepada manajer dan pemilik swasta dan biasanya terjadi apabila mayoritas saham perusahaan dialihkan

kepemilikannya kepada swasta. Privatisasi mengandung makna sebagai berikut :

- a. Perubahan peranan Pemerintah dari peran sebagai pemilik dan pelaksana menjadi regulator dan Promotor dari kebijakan, serta penetapan sasaran baik nasional maupun sektoral.
- b. Para manajer selanjutnya akan bertanggung jawab kepada pemilik baru. Diharapkan pemilik baru akan mengejar pencapaian sasaran perusahaan dalam kerangka regulasi perdagangan, persaingan, keselamatan kerja dan peraturan lainnya yang ditetapkan oleh Pemerintah termasuk kewajiban pelayanan masyarakat.
- c. Pemilihan metode dan waktu privatisasi yang terbaik bagi Badan Usaha dan negara mengacu kepada kondisi pasar dan kebijakan regulasi sektoral.

Secara umum privatisasi merupakan penyerahan kontrol efektif dari sebuah BUMN kepada manajer dan pemilik swasta dan biasanya terjadi apabila mayoritas saham BUMN dialihkan kepemilikannya kepada swasta. Dengan demikian, maka secara bertahap akan terjadi perubahan peranan Pemerintah, dari peran sebagai pemilik (*shareholder*), pelaksana (*operator*) sekaligus pembuat kebijakan (*regulator*) menjadi hanya sebagai regulator dan promotor suatu kebijakan. Guna menjamin bangsa ini mendapatkan manfaat maksimal dan resiko yang minimal dari program privatisasi, pemerintah mengambil langkah-langkah yang terbagi dalam dua kategori yaitu kerangka regulasi dan prosedur yang transparan. Kerangka regulasi terdiri dari pedoman dan kebijakan yang mengatur perilaku perusahaan, misalnya (Kementerian BUMN, 2002).

Penelitian Terdahulu

D'Souza, Megginson, dan Nash (1992), Para pakar ini meneliti kinerja 118 BUMN di dunia (dari 29 negara dengan 28 jenis industri) yang diprivatisasi melalui pasar modal antara 1961 hingga 1995. Variabel yang diukur adalah provitabilitas, efisiensi, output, capital expenditure, dan leverage. Penelitian ini menggunakan uji beda yang membandingkan tiga tahun sebelum diprivatisasi dan tiga tahun setelah diprivatisasi. Hasilnya, BUMN yang diprivatisasi menunjukkan kinerja yang lebih baik dibanding yang tidak diprivatisasi.

Gaver, Jennifer, dan Gaver (1993) mengemukakan bahwa peluang pertumbuhan yang diukur dengan Kesempatan Investasi mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan. Penelitian ini didukung oleh Sharma dan Jones (2001), yang menemukan bahwa

perusahaan yang tumbuh, memiliki rasio hutang dengan ekuitas yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh.

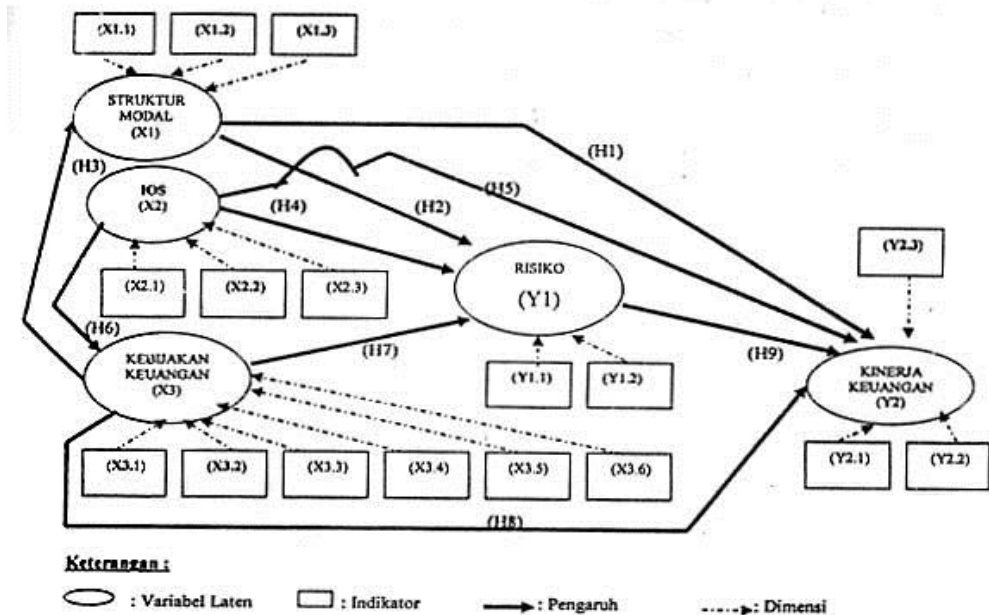
Boardman, Laurin dan Vining di Kanada (1992 dan 1994), Penelitian tentang pengaruh privatisasi BUMN terhadap kinerja perusahaan dan harga sahamnya pernah dilakukan oleh Boardman, Laurin dan Vining di Kanada (1992 dan 1994). Penelitian tentang kinerja BUMN yang di privatisasi juga dilakukan di China oleh Sun, Tong & Tong (2002), dan di India oleh Nandini Gupta (2001). Aiet, Magginson & Robert Nash (2001) meneliti kinerja 118 BUMN dari 29 negara dan 28 industri yang pernah diprivatisasi. Penelitian tentang pengaruh kinerja perusahaan terhadap harga saham juga pernah dilakukan Maryun di Indonesia (2000).

Setyaningsih (1996), Penelitian mengenai kinerja keuangan perusahaan terhadap tingkat hasil saham untuk perusahaan sebelum dan sesudah go public telah dilakukan oleh Setyaningsih (1996:292). Setyaningsih melanjutkan penelitian Laurent yang menggunakan 60 rasio keuangan. Dari 60 rasio keuangan tersebut, diklasifikasikan menjadi 8 kelompok.

Ratnawati (2004) membahas lebih mendalam masalah *Investment Opportunity Cost* (IOS). Ia meneliti pengaruh langsung dan tidak langsung faktor eksternal, IOS dan pertumbuhan aset terhadap keputusan pendanaan perusahaan yang terdaftar pada bursa efek Jakarta. Latar belakang penelitian Tri Ratnawati adalah pertumbuhan aset yang positif pada perusahaan makanan dan minuman pada 1999 dan 2000. Namun 66,67% dari perusahaan tersebut mengalami penurunan keuntungan. Hal tersebut menunjukkan bila pendanaan perusahaan untuk pertumbuhan asetnya lebih banyak bukan berasal dari dana internal, melainkan dari dana eksternal baik berupa hutang maupun peningkatan jumlah saham.

Kerangka Konseptual Dan Hipotesis

Kerangka Konseptual



- X1 : Struktur Modal
 X1.1 : (DE) Debt to Equity
 X1.2 : (LDE) Long Term Debt to Equity
 X1.3 : (DRS) Debt Size Ratio
 X2 : Kesempatan Investasi
 X2.1 : (MBVA) Harga Saham
 X2.2 : (MBEBVE) Investasi
 X3.3 : (VPPE) Varian Return
 X3 : Kebijakan Keuangan
 X3.1 : CLTA X3.3 : CR X3.5 : DIV
 X3.2 : CATA X3.4 : QR X3.6 : DY
 Y1 : Risiko
 Y1.1 : Beta
 Y1.2 : (SD) Standar Devisi
 Y2 : Kinerja Keuangan
 Y2.1 : Price to Cash Flor
 Y2.2 : Profit Margin on Sale
 Y2.3 : Basic Earning Power

Gambar 3.1
Kerangka Konsep Tual Penelitian

Metode Penelitian

Rancangan Penelitian

Jenis penelitian ini adalah *explanatory research*, yaitu penelitian ini nantinya diteliti pengaruh antar variabel melalui pengujian hipotesis yang ditetapkan sebelumnya. Hair dkk (1995) menjelaskan, *Explanatory Research* didasari suatu fenomena yang diketahui dan dijelaskan, akan tetapi perlu dilakukan kajian lebih mendalam. Mengapa fenomena itu terjadi dan bagaimana fenomena tersebut terjadi. Tujuan *Explanatory Research* adalah mencari penyebab serta alasan suatu kejadian dengan melakukan serangkaian hipotesis.

Sebagai gambaran utuh pokok bahasan penelitian ini, didasari data sekunder yang berhubungan dengan pokok bahasan yaitu pengaruh struktur modal, kesempatan investasi dan kebijakan keuangan terhadap risiko serta kinerja keuangan,. Data sekunder tersebut kemudian dianalisis dengan menggunakan program PLS (*Partial Least Square*).

1. Variabelnya berjenjang dan kompleks
2. Model struktur bersifat rekursif (hubungan 1 arah)
3. Semua variabelnya bersifat laten (dijelaskan oleh indikator)
4. Model pengukuran bersifat formatif (arah hubungan kausalitas dari indikator ke konstruk).

Populasi dan Sampel

Populasi Penelitian

Populasi diartikan sebagai wilayah generalisasi terdiri dari obyek atau subyek yang punya karakteristik tertentu dan punya kesempatan sama untuk dipilih menjadi anggota sampel, Solimun (2006). Populasi dalam penelitian ini adalah BUMN yang sudah diprivatisasi di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sejak 1998 hingga 2005 di Indonesia terdaftar sebanyak 161 BUMN.

Sedangkan jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan tahunan yang berupa neraca, laporan laba-rugi, dan harga saham (closing price) dan tingkat bunga sertifikat Bank Indonesia (SBI) yang bebas risiko.

Sampel Penelitian

Teknik pemilihan sample dalam penelitian ini adalah Purposive sampling, yaitu pengambilan sample secara sengaja dan dipilih atas dasar kriteria yang disesuaikan kebutuhan. Karena itu, sampel penelitian ini adalah laporan keuangan tahunan dari BUMN yang diprivatisasi di pasar modal Indonesia dan aktif di BEJ maupun BES sejak tahun 1998 hingga 2005 (periode penelitian 1998-2005).

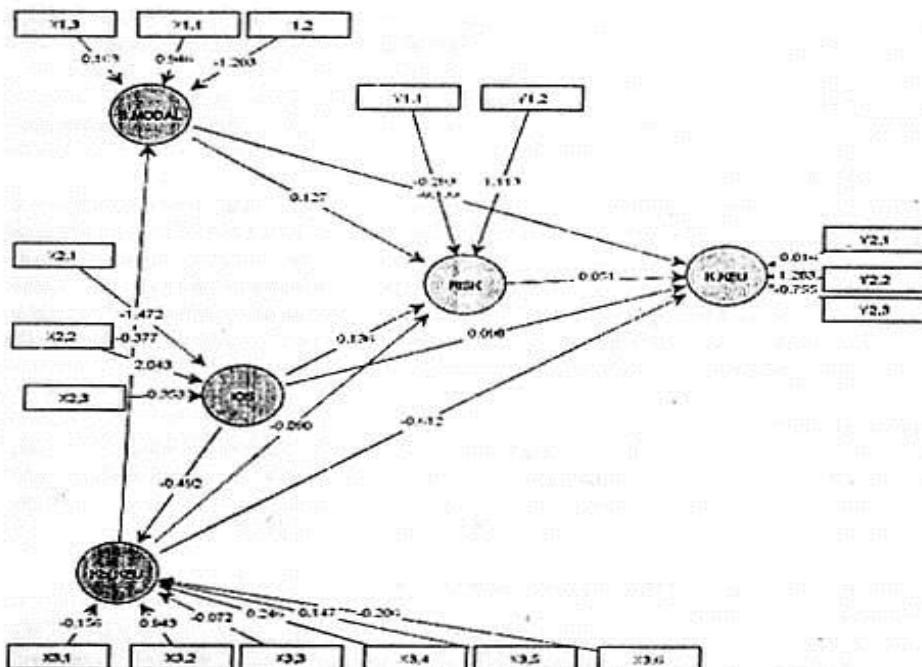
Sampel yang akan diambil dalam penelitian ini adalah laporan keuangan tahunan dari 13 perusahaan BUMN yang diprivatisasi oleh pasar modal Indonesia,

Analisis Hasil Penelitian

Analisis dan Hasil Penelitian

Dengan analisis menggunakan program PLS, maka data perhitungan semua indikator dalam penelitian ini (data terlampir) dan di-entry menggunakan *software* MS excel dengan format CSV (*comma separated value*).

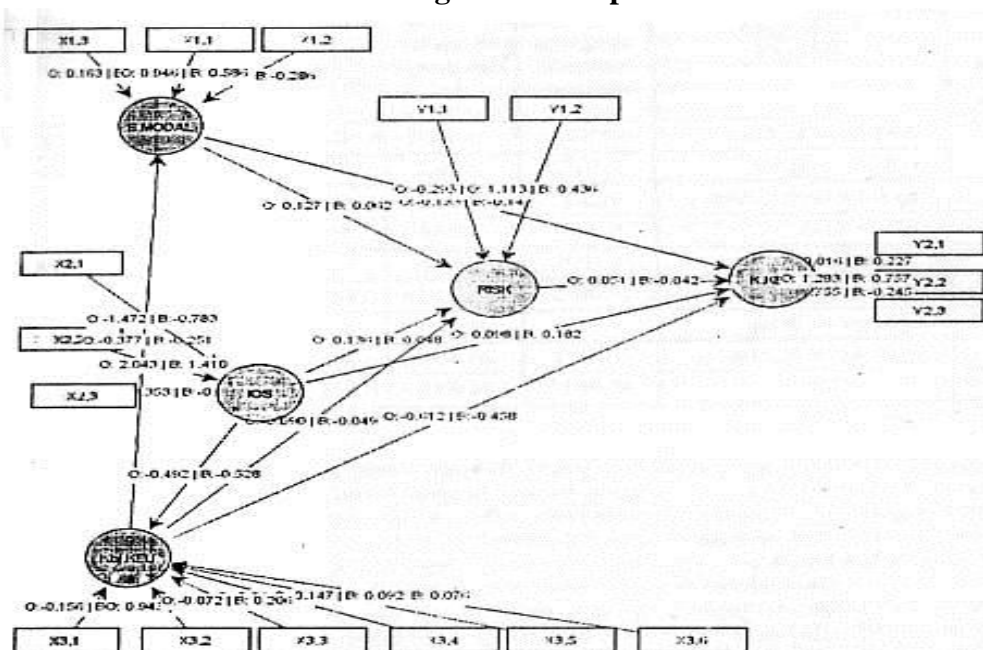
Gambar 5.1
Model Hasil Perhitungan Program PLS



Hasil (*print out*) perhitungan PLS terlihat dalam lampiran data 1

Setelah dilakukan perhitungan model, kemudian dilakukan *bootstrapping*, sehingga muncul hasil perhitungan *bootstrapping*. Selama proses *bootstrapping* ini, komputer secara otomatis akan melakukan serangkaian perhitungan (dalam penelitian ini dilakukan sebanyak 500 kali perhitungan, sesuai dengan anjuran dalam pedoman aplikasi PLS). Adapun hasil perhitungan *bootstrapping* ini terlihat dalam gambar 5.2.

Gambar 5.2
Hasil Perhitungan Bootstrapin PLS



Semua model penelitian ini bersifat formatif, maka antar indikator dalam satu variabel tidak saling berhubungan (karena seakan akan merupakan variabel bebas), untuk itu pula dalam hasil penelitian tidak perlu dilakukan pengujian *outer model* untuk mencari *convergent validity*, *discriminant validity* *Average variance extracted (AVE)*, *correlations of the latent variables*, maupun *composite reliability* seperti dalam penelitian yang menggunakan model reflektif.

Meskipun demikian, sebagai kelengkapan informasi dalam penelitian ini, hasil perhitungan PLS berupa pengujian *outer model* untuk mencari *convergent validity*, *discriminant validity* *Average variance extracted (AVE)*,

corelations of the latent variables, maupun *composite realibility* dapat dilihat dalam lampiran penelitian ini.

Pembahasan dalam penelitian ini selanjutnya adalah hanya hubungan antar variabel yang diteliti dengan rnelihat hasil *inner weights* untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini. Hasil perhitungan *inner weights* dapat dilihat dalam tabel di bawah ini.

Tabel 5.1
Result For Inner Weights

Hipotesa	Hubungan Antar	Original Sample Estimate	Meanof Subsamples	Standard Deviation	T-Stat	Probabilitas (p)
H1	Str.Mdl-> K.keu	-0.133	-0,147	0,152	0,877	0,38090781
H2	Str.Mdl -> Risk	0.127	0.062	0.210	2,607	0,00940671
H3	Kbj.Keu -> Str.Mdl	-0.377	-0.251	0.292	2,290	0,02243693
H4	IOS -> Risk	0.136	0.048	0.196	3,694	0,00024509
H5	IOS -> K.Keu	0.098	0.182	0.143	0,684	0,49429205
H6	IOS -> Kbj.Keu	-0.492	-0.528	0.106	4,636	4,5394E-06
H7	Kbj.Keu -> Risk	-0.090	-0.049	0.204	2,441	0,01499255
H8	Kbj.Keu -> K.Keu	-0.612	-0.458	0.275	2,226	0,02645916
H9	Risk -> K.Keu	0.051	-0.042	0.135	3,379	0,00078432

Sumber : Lampiran PLS 1

Pengujian hipotesis (alternatif) dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas dan *degrees of freedom* (DF) = 95% yang berarti tingkat kesalahan 0,05 (5%). Hipotesis ini dikatakan signifikan apabila probabilitas lebih kecil dari tingkat kesalahan 0,05 (Solimun, 2006). Dengan menggunakan perhitungan program Exel dan PLS (pada df = 95%), diketahui hanya tujuh (7) jalur yang signifikan pada $p < 0.05$. Dari hasil perhitungan program PLS di atas, maka dapat disimpulkan bahwa hanya 7 jalur yang signifikan yaitu jalur pengaruh kebijakan keuangan dengan struktur modal, jalur kesempatan investasi dengan kebijakan keuangan, jalur antara kebijakan kecuangan dengan kinerja keuangan, jalur struktur modal dengan risiko, jalur kesempatan investasi dengan risiko, jalur kebijakan keuangan dengan risiko, dan jalur risiko dengan kinerja keuangan. Dua jalur lain yaitu, kesempatan investasi dengan kinerja keuangan, serta struktur modal dengan kinerja keuangan dianggap memiliki hubungan tidak signifikan.

Pembahasan

Ditolaknya hipotesa ini karena kondisi setelah krisis yang relatif sulit mengembalikan kondisi BUMN yang terlanjur merosot kondisi finansialnya. Karena itu meskipun pemerintah berusaha sebisa mungkin memperbaiki struktur modal BUMN yang ada saat ini dengan melakukan privatisasi, tidak akan berpengaruh pada kinerja keuangan BUMN yang sudah terlanjur kurang baik.

Ditinjau dari segi manajemen keuangan, tidak signifikannya hubungan antara struktur modal dengan kinerja keuangan dimungkinkan karena struktur modal yang membandingkan penggunaan modal sendiri dan hutang dalam membiayai operasional BUMN, harus memperhatikan faktor risiko untuk melihat kinerja keuangannya. Terutama di masa krisis ekonomi beberapa tahun terakhir yang membuat tingkat risiko modal sendiri maupun modal pinjaman tidak stabil, sehingga mempengaruhi kinerja keuangan BUMN. Karena itu bila tingkat risiko ini tidak diperhatikan, maka terlihat tidak ada pengaruh antara struktur modal dan kinerja keuangan.

Diterimanya H2 ini karena fakta empiris yang membuktikan bahwa beberapa BUMN yang sudah diprivatisasi langsung bisa bangkit dari keterpurukan akibat krisis moneter sejak pertengahan 1997 lalu. Dengan diprivatisasinya BUMN, maka secara langsung BUMN akan mendapat "suntikan" modal baru (modal sendiri) melalui penjualan sahamnya, yang diperoleh dari masyarakat melalui pasar modal. Sejak tahun 1998 kondisi perekonomian terlihat lambat laun mulai stabil, nilai mata uang terhadap dolar serta tingkat inflasi yang juga mulai dapat distabilkan oleh pemerintah, sehingga risiko investasi pun juga bisa ditekan. Risiko sistematis akibat inflasi dan lain-lain sejak 1998 juga mulai bisa diprediksikan. Dalam penelitian ini terlihat bila perubahan struktur modal BUMN sangat berpengaruh terhadap tingkat risiko dengan koefisien jalur sebesar 0.127.

Pengaruh negatif antara kebijakan keuangan dan struktur modal ini bila dinilai dari manajemen keuangan karena kebijakan keuangan menitikberatkan pada analisis mengenai penggunaan aset, baik itu aktiva lancar maupun aktiva tetap. Semakin besar penggunaan aset (kebijakan perusahaan bertambah), maka otomatis akan berpengaruh pada struktur modal (perbandingan antara hutang & modal sendiri). Dalam penelitian ini, didapat kenyataan, bila semakin besar kebijakan keuangan, semakin kecil penggunaan struktur modal dari hutang. Temuan ini juga memperkuat temuan sebelumnya agar BUMN lebih banyak menggunakan modal sendiri

dalam struktur modalnya, dan digunakan untuk lebih memperkuat aset dalam operasional BUMN.

Diterimanya hipotesa ini karena fakta empiris menunjukkan bahwa risiko sistematis merupakan risiko pasar yang perubahannya di tentukan oleh perubahan sosial, ekonomi dan keadaan politik yang mempengaruhi pendapatan seluruh aset yang tidak dapat didiversifikasi. Ternyata peluang berinvestasi di BUMN salah satunya menyebabkan peningkatan risiko sistematis yaitu eksposur nilai tukar dan harga saham BUMN, serta pada indikator risiko sistematis yang lain seperti inflasi, tingkat bunga, keadaan politik, kebijakan pemerintah dan lain-lain. Misalnya, pada tahun 1999 terjadi pemilu di Indonesia dan kejadian pemboman WTC New York, hal ini berdampak negatif terhadap keadaan makro Indonesia yang akhirnya juga berdampak bagi risiko sistematis perusahaan. Hal ini sangat realistis mengingat sernua peluang bisnis (investasi) pasti memiliki risiko yang membutuhkan manajemen yang tepat untuk meminimalkannya.

Dengan adanya pengaruh yang tidak signifikan antara kesempatan investasi dan kinerja keuangan ini juga membuktikan bahwa variabel kesempatan investasi tidak mampu mempengaruhi kinerja keuangan BUMN. Adanya pengaruh tidak signifikan antara kesempatan investasi dengan kinerja keuangan ini bisa dijelaskan sebagai berikut : Dengan adanya kesempatan investasi yang setiap tahun makin meningkat, maka peluang untuk melebarkm sayap bagi BUMN makin terbuka. BUMN lebih bisa menjual sahamnya pada masyarakat yang dibuktikan dengan semakin banyak saham BUMN yang beredar di masyarakat.

Di sisi lain, selama periode 8 tahun terakhir ada beberapa BUMN yang merugi, sehingga hal ini mengindikasikan bahwa kinerja keuangan BUMN tersebut makin melemah. Melemahnya kinerja keuangan tersebut juga berdampak pada penurunan return yang diberikan BUMN pada para pemegang saham sebagai pembagian dari hasil operasional BUMN yang berupa deviden. Dengan demikian, meningkatnya kualitas kepercayaan masyarakat akibat peningkatan peluang investasi, tidak sebanding dengan meningkatnya kinerja keuangan BUMN. Karena itu pula dapat ditarik kesimpulan bahwa antara kesempatan investasi dan kinerja keuangan BUMN berpengaruh tidak signifikan. Secara sederhana dapat dikatakan bila kesempatan investasi adalah merupakan peluang yang bisa diambil BUMN untuk berinvestasi, tetapi dalam hal ini BUMN belum melakukan investasi terhadap peluang tersebut, sehingga peluang ini tidak akan berdampak apapun terhadap kinerja keuangan selama BUMN belum melakukan investasi.

Diterimanya hipotesa ini sekaligus menjawab permasalahan dalam penelitian ini. Diterimanya hipotesa ini karena kesempatan investasi merupakai kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang. Dengan demikian bila perusahaan merencanakan melakukan investasi diharapkan didukung oleh kebijakan keuangan yang tepat.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh langsung analisis jalur antara kesempatan investasi dengan kebijakan keuangan sebesar -0.492 relatif erat negatif. Hal ini berarti berubahnya kesempatan investasi juga akan mempengaruhi kebijakan keuangan tetapi dalam posisi berlawanan, atau semakin besar kesempatan investasi akan menyebabkan penurunan kebijakan keuangan yang dalam penelitian ini diukur dengan proksi berbasis harga saham, proksi berbasis investasi serta proksi berbasis varian return. Penurunan kebijakan keuangan ini berarti perusahaan akan lebih berhati-hati dalam menentukan penggunaan dana mengingat tingkat risiko yang relatif besar, sehingga penambahan penggunaan dana dapat memperkecil kesempatan investasi. Bila kebijakan keuangan kesempatan investasi bertambah 1 point, akan berpengaruh pada penurunan kebijakan keuangan sebesar 0.429 point.

Kebijakan keuangan ini biasanya lebih banyak mempertimbangkan penggunaan dana yang diperoleh dari hutang dan modal sendiri (*equity*) yang akan berdampak pada munculnya biaya modal karena itti, meskipun ada peluang investasi yang besar, maka BUMN harus berhati-hati dalam melakukan kebijakan keuangannya agar nantinya tidak menurunkan kinerja BUMN. Selain itu, temuan ini juga membuktikan bahwa kesempatan investasi merupakan variabel yang paling kuat pengaruhnya terhadap perubahan kebijakan keuangan perusahaan BUMN sejak 1998 hingga 2005. Sedangkan variabel lain dalam penelitian ini pengaruhnya relatif lebih kecil terhadap kebijakan keuangan BUMN.

Hasil penelitian ini menemukan pengaruh langsung antara faktor kebijakan keuangan perusahaan dengan risiko. Hasil penelitian ini juga menemukan ada pengaruh antara variabel kebijakan keuangan dengan variabel risiko. Hasil temuan ini berarti bahwa setiap terjadi perubahan variabel laten kebijakan keuangan sebesar satu point maka risiko juga akan menurun sebesar 0.0149 point. Artinya bila kebijakan keuangan perusahaan yang konservatif dengan memiliki aktiva likuid dalam jumlah besar akan menyebabkan sensitifas perusahaan (risiko) dalam menghadapi perubahan pasar juga berubah (menurun). Begitu juga sebaliknya, kebijakan keuangan

agresif yaitu yang memiliki aktiva likuid dalam jumlah kecil, akan menyebabkan sensitifitas perusahaan dalam menghadapi perubahan pasar meningkat. Dalam kata lain, kebijakan keuangan yang ketat dalam arti semakin berhati-hatinya BUMN dalam menggunakan dananya, maka akan semakin memperkecil risiko BUMN baik itu risiko *sistematis* maupun risiko *unsistematis*.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan sekecil apapun kebijakan keuangan perusahaan pasti akan mempengaruhi kinerja keuangan BUMN. Jadi, baik itu kebijakan agresif maupun konservatif sangat berarti pada aktifitas perusahaan. Dalam temuan penelitian ini berarti semakin banyak penggunaan aktiva lancar (likuiditas akan berpengaruh pada menurunnya kinerja keuangan BUMN. Hal ini karena adanya faktor risiko yang selalu ada dalam setiap kebijakan keuangan perusahaan BUMN terutama di masa pascakrisis ekonomi saat ini. Seperti halnya pengaruh kebijakan keuangan terhadap risiko, semakin berhati-hati BUMN dalam penggunaan dananya, maka juga akan menurunkan keuntungan BUMN yang akhirnya berdampak pada menurunnya kinerja keuangannya.

Hasil temuan ini berarti bahwa setiap terjadi perubahan variabel laten risiko sebesar satu point, maka akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan sebesar 0.051 point. Pengaruh signifikan positif ini secara manajemen keuangan dimungkinkan karena semakin besar risiko investasi ataupun kebijakan keuangan perusahaan, akan meningkatkan pula laba bersih perusahaan yang berarti pula meningkatkan kinerja keuangannya. Tentu saja peningkatan laba perusahaan ini harus disertai kebijakan struktur modal serta melihat kesempatan investasi yang tepat bagi BUMN. Temuan penelitian ini juga berarti naik atau turunnya risiko yaitu sensitivitas perusahaan dalam menghadapi perubahan baik itu yang bersifat *sistematis* ataupun *unsistematis*, akan menyebabkan perubahan kinerja keuangan perusahaan.

Kesimpulan

Berdasarkan analisis hasil penelitian dan pembahasan, dapat disimpulkan bahwa dari sembilan rumusan masalah yang dihipotesiskan, 7 (tujuh) hipotesis yang diterima yaitu pengaruh struktur modal dengan tingkat risiko, kebijakan keuangan dan struktur modal, kesempatan investasi dengan risiko, kesempatan investasi dengan kebijakan keuangan, kebijakan keuangan perusahaan dengan kinerja keuangan, serta risiko dengan kinerja keuangan perusahaan. Dua hipotesis lainnya ditolak karena berpengaruh tidak

signifikan. Kedua hipotesis ini adalah struktur modal terhadap kinerja keuangan, kesempatan investasi dengan kinerja keuangan perusahaan.

Hasil semua analisis penelitian ini dapat ditarik kesimpulan, bila struktur modal, kesempatan investasi dan kebijakan keuangan berpengaruh erat, maka akan mampu memperkecil risiko perusahaan dalam memperbaiki kinerja keuangan BUMN yang diprivatisasi di pasar modal Indonesia. Pengaruh masing-masing variabel dalam penelitian ini dapat diuraikan sebagai berikut :

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan

Hasil analisis data dan pembahasan di bab sebelumnya didapat kesimpulan bahwa struktur modal berpengaruh tidak signifikan dengan kinerja keuangan perusahaan BUMN. Ditolaknya hipotesa ini karena kondisi setelah krisis yang relatif sulit mengembalikan kondisi BUMN yang mengalami kemerosotan kondisi finansialnya pasca krisis ekonomi. Apalagi faktor risiko yang juga sangat mempengaruhi struktur modal BUMN.

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Tingkat Risiko

Hasil analisis data dan pembahasan di bab sebelumnya didapat kesimpulan bahwa antara variabel laten struktur modal dengan risiko terdapat pengaruh yang signifikan. Fakta empiris yang membuktikan bahwa beberapa BUMN yang sudah diprivatisasi langsung bisa bangkit dari keterpurukan akibat krisis moneter sejak pertengahan 1997 lalu, karena risiko yang sudah bisa dimanajemen dengan baik oleh BUMN.

Pengaruh Kebijakan Keuangan Terhadap Struktur Modal

Hasil analisis data dan pembahasan di bab sebelumnya didapat kesimpulan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara kebijakan keuangan BUMN terhadap struktur modalnya. Hasil penelitian ini juga dapat disimpulkan bahwa dari 4 variabel yang ada dalam penelitian ini (kesempatan investasi, kebijakan keuangan, risiko & kinerja keuangan), variabel kebijakan keuangan merupakan variabel paling kuat yang mempengaruhi struktur modal BUMN yang diprivatisasi selama 8 tahun terakhir.

Pengaruh Kesempatan Investasi Terhadap Tingkat Risiko

Hasil analisis data dan pembahasan di bab sebelumnya didapat kesimpulan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara kesempatan investasi, terhadap tingkat risiko BUMN selama periode 1998 sampai 2005. Hasil penelitian ini karena fakta empiris menunjukkan bahwa risiko sistematis mempengaruhi pendapatan seluruh asset yang tidak dapat didiversifikasi.

Pengaruh Kesempatan Investasi Terhadap Kinerja Keuangan

Hasil analisis data dan pembahasan di bab sebelumnya didapat kesimpulan bahwa kesempatan investasi berpengaruh tidak signifikan, terhadap kinerja keuangan BUMN. Temuan yang tidak signifikan antara kesempatan investasi dan kinerja keuangan ini juga membuktikan bahwa variabel kesempatan investasi merupakan variabel yang tidak berhubungan sama sekali dengan kinerja keuangan BUMN, tanpa mempertimbangkan variabel risiko.

Pengaruh Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Keuangan

Hasil analisis data dan pembahasan di bab sebelumnya didapat kesimpulan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara kesempatan investasi, terhadap kebijakan keuangan perusahaan BUMN. Hasil ini karena kesempatan investasi merupakan kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang. Dengan demikian bila perusahaan merencanakan melakukan investasi diharapkan didukung oleh kebijakan keuangan yang tepat.

Pengaruh Kebijakan Keuangan Terhadap Risiko

Hasil analisis data dan pembahasan di bab sebelumnya didapat kesimpulan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara kebijakan keuangan, terhadap tingkat risiko BUMN. Hasil temuan ini berarti bahwa kebijakan keuangan perusahaan yang konservatif dengan memiliki aktiva likuid dalam jumlah besar langsung akan akan menyebabkan sensitifitas perusahaan dalam menghadapi perubahan pasar. Begitu juga sebaliknya.

Pengaruh Kebijakan Keuangan Terhadap Kinerja Keuangan

Hasil analisis data dan pembahasan di bab sebelumnya didapat kesimpulan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara kebijakan keuangan,

terhadap kinerja keuangan BUMN. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa besar kecilnya kebijakan keuangan merupakan variabel paling besar yang mempengaruhi kinerja keuangan BUMN saat ini, baik itu kebijakan agresif maupun konservatif.

Pengaruh Risiko Terhadap Kinerja Keuangan

Hasil analisis data dan pembahasan di bab sebelumnya didapat kesimpulan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara tingkat risiko, terhadap kinerja keuangan perusahaan (BUMN). Temuan penelitian ini menunjukkan naik turunnya risiko yaitu sensitivitas perusahaan dalam menghadapi perubahan pasar, sangat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Daftar Pustaka

- Abken, P.A., 1991. *Beyond Plain Vanilla: A Taxonomy of Swaps*, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, March/April, pp. 12-29.
- Altman, Edward 1, 1968, *Distressed Securities Analysis And Evaluating Market Potential And Investment Risk*, Chicago, Probus Publishing Company, USA.
- AI Najjar, F.K. dan A.R. Belkaoui, 2001, *Empirical Validation of A General Model of Growth Opportunities, Managerial Finance*, pp. 72-90.
- Amling, Frederick, *Investment In Introduction to Analisis and Management*, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice-Hill Inc, 1989.
- Arak, M., Estrella, A., Goodman, L., Silver, A., 1988. *Interest Rate Swaps : An Alternative Explanation* Financial Management 17, 12-18.
- Augusty Ferdinand, 2000, *Structural Equation Modeling* dalam Penelitian Manajemen, Aplikasi Model-model Rumit dalam Penelitian untuk Tesis S-2 & Disertasi S-3, Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.

- Bambang Riyanto, 1992, *Efektivitas Pasar Modal Sebagai Salah Satu Sumber Pembelanjaan Perusahaan*, Jakarta : Bapepam.
- Basri, Faisal H, Konsep *Privatisasi : Privatisasi Ditinjau dari Aspek Ekonomi Makro, Dalam Seminar Terbatas Kantor Meneg BUMN, Graha Sawala Departemen Keuangan*. Jakarta 21 Mei 2002.
- Bastian, Indra. *Privatisasi di Indonesia: Teori dan Implementasi*. Edisi Pertama, Cetakan Pertama, Penerbit Salemba Empat, 2002.
- Barclay, M.J., Smith Jr., C.W., 1995a. *The Maturity Structure of Corporate Debt*. Journal of Finance 50, 609} 63 1.
- Barclay, M.J., Smith Jr., C.W., 1995b. *The Priority Structure of Corporate Liabilities*. Journal of Finance 50, 899}917.
- Bernstein, Leopold A., *Financial Statement Analysis, Theory, Application and Interpretation, First Edition*, Homewood, Illinois:Richard D. Irwin Inc., 1974.
- Beaver, William, Paul Ketter, Myron Scholes, 1990, *Assosiation Between Market Determinant and Accounting Determinant Risk Measures*, The Accounting Review Volume 45.
- Belkaoui, Ahmed, 1986, *Accounting Theory*, Jogjakarta : BPFE UGM.
- Brealey, R.A., Myers., S.C., 1991. *Principles of Corporate Finance*. Mc Graw-Hill, New Yprk, NY.
- Chen, N.F., R. Roll, & S. Ross, 1986, *Economic Force And The Stock Market*, Journal of Business, Vol. 59, p. 383-403.
- Gilson, S.C., 1990. *Brankruptcy, Boards, Banks and Blockholders : Evidence on Changes In Corporate Ownership When "Rms Default"*. Jpurnal of Financial Economics 27, 355}387.
- He, Hia and Lilian K.Ng, 1998, *The Foreign Exchange Wxposure of Japanese Multinational Corporation*, Journal of Finance. Vol. 53, No. 2, p. 733-753.

- Jonsen, M.C., Meckling, W.H., 1976. *Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Finance Economics 3, 305 - 360 May.
- Kallapur, Sanjay and Mark A. Troumbley, 2001, *The Association Between Investment Opportunity Proxies And Realized Growth*, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 12. No. 3. P. 505-519.
- Keputusan Presiden Nomor 7 Tahun 2002 Tentang Perubahan Atas Keppres Nomor 122 Tahun 2001 Tentang Tim Kebijakan Privatisasi BUMN.**
- Maloney, M.T., Mc Cormick, R.E., Mitchell, M.L., 1993. *Managerial Decision Making and Capital Structure*. Journal of Business 66, 189 - 217 April.
- Mayers D., and C.w. Smith, 1982, *On The Corporate Demand For Insurance*, *Journal of Business* 55, p. 281-296.
- Nance, Deana R, Clifford W, Smith, Jr., and Charles W. Smithson, 1993, *On The Determinants of Corporate Hedging*, *The Journal of Finance*, Vol. XLVIII, Keuangan, BPFE Yogyakarta, p. 537-559.
- Ratnawati, Tri, 2004, *Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung FaktirEkstern, Kesempatan Investasi dan Pertumbuhan Aset Terhadap Keputusan Pendanaan Perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta*, Surabaya, Disertai.
- Saputro, Agung Yulianto, 2003, *Analisis Hubungan Antara Gabungan Proksi IOS dan Real Growth dengan Menggunakan Pendekatan Confirmatory Factor Analisis*, *Journal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 6. No. 1 p. 14-30.
- Setyaningsih, 1996, *Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Go Public Serta Pengaruhnya Terhadap Tingkat Hasil Saham Di Pasar Modal Indonesia, Thailand dan Jepang*, Surabaya : Disertai.
- Skinner, Douglas J., 1993, *The Investment Opportunity Set and Accounting Prozedure Choise : Preliminary Evidence*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20 No. 11, p. 407-445.

- Smith Jr., Clifford W dan Ross L. Watts., 1992, *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Divident, and Compensation Policies*, Journal of Finance Economics, Vo. 9, No. 11, p. 192-263.
- Subekti, Imam dan Indra Wijaya Kusuma, 2001, *Assosiasi Antara Set Kesempatan Investasi degan Kebijakan Pendanaan dan Deviden Perusahaan, Serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham*, Jurnal Rioset Akuntansi Indonesia, Vol. 4 No. 1, Hal. 44-63.
- Sutrisno, 2001, *Manajemen Keuangan, Teori, Konsep dan Aplikasi*, Penerbit Ekonisia, Yogyakarta.
- Tandelilin, Eduardus, 1997, *Determinants of Systematic Risk : The Experience of Some Indonesia Commond Stock*, Kelola No. 16 / VI, p. 101-115.
- Ujiyanto, 2001, *Imetodologi Penelitian Sosial Ekonomi*, Penataran Penelitian dan Statistik Bagi Dosen Keprtis Wilayah VII Tahun 2001, Malang.