

BAB 5 ANALISIS HASIL DAN PEMBAHASAN

5.1. Garis Besar Hasil Penelitian

Analisis hasil dalam penelitian ini akan dibagi ke dalam dua garis besar, yakni analisis deskriptif dan analisis regresi. Analisis deskriptif dilakukan setelah melakukan perhitungan *mean* dan *median* indikator-indikator kinerja BUMN selama 3 (tiga) tahun sebelum waktu privatisasi dan 3 (tiga) tahun setelah waktu privatisasi. Pada analisis deskriptif, penulis akan menggunakan metode Wilcoxon Sign-Rank Test untuk menentukan tingkat signifikansi perubahan *median*. Setelah melakukan pengolahan data untuk mendapatkan hasil analisis deskriptif, penulis akan melakukan regresi data panel 12 BUMN selama periode 1998-2007. Regresi ini dilakukan melalui tiga model kinerja, yakni profitabilitas, rasio hutang, dan intensitas tenaga kerja. Hubungan utama yang ingin dianalisis oleh penulis dalam ketiga model tersebut adalah pengaruh waktu privatisasi terhadap kinerja BUMN berdasarkan teori *Stackelberg First-Mover Advantage*, sehingga variabel bebas utama dalam penelitian ini adalah DPRIV atau dummy privatisasi yang membedakan antara BUMN yang melakukan privatisasi lebih awal dengan BUMN yang melakukan privatisasi belakangan. Untuk melihat kekuatan model (*robustness*) penulis akan membandingkan hasil antara model awal yang dikembangkan oleh Dewenter dan Malatesta (2001) dengan model penyesuaian yang telah dikembangkan oleh penulis dengan memasukkan variabel-variabel bebas baik dari segi internal BUMN maupun variabel makroekonomi. Seluruh regresi data panel di atas akan dilakukan dengan metode *Pooled Least Square Regression*, dengan tujuan untuk melihat pengaruh perubahan beberapa variabel bebas, yaitu dummy privatisasi, kepemilikan saham pemerintah, *real sales*, efisiensi operasional BUMN, jumlah tenaga kerja, jumlah modal saham, pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB), pertumbuhan Produk Domestik Regional Bruto per Kapita (PDRB per Kapita), serta varians nilai tukar rupiah terhadap perubahan kinerja BUMN dari segi profitabilitas, rasio hutang, serta intensitas tenaga kerja BUMN

5.2. Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif dalam penelitian ini dilakukan dengan membandingkan 5 (lima) indikator kinerja utama dalam BUMN, yaitu profitabilitas, efisiensi, output, jumlah tenaga kerja, dan rasio hutang (*leverage*). Kelima nilai rerata (*mean*) dan *median* dari indikator tersebut dibandingkan selama periode 3 (tiga) tahun sebelum privatisasi dan 3 (tiga) tahun setelah privatisasi dengan cara dicari nilai selisihnya untuk mengetahui apakah perubahan kinerja tersebut bernilai negatif atau positif. Sementara tingkat signifikansi perubahan tersebut dicari dengan menggunakan metode non-parametrik Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon (*Wilcoxon Sign Rank Test*).

Meskipun sebagian besar penelitian terdahulu menyebutkan bahwa perubahan kinerja sebelum dan setelah privatisasi bernilai signifikan, analisis deskriptif dalam penelitian ini justru menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada sebagian besar indikator. Selain itu, perubahan kinerja pada beberapa indikator pada penelitian ini juga menunjukkan hasil yang bertolak belakang dengan hipotesis penelitian berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu. Secara umum, penulis menyimpulkan bahwa tidak signifikannya perubahan indikator disebabkan karena terlalu sedikitnya sampel yang digunakan, yakni hanya 12 BUMN, dibandingkan penelitian terdahulu yang melibatkan puluhan bahkan ratusan sampel. Sementara perubahan kinerja yang menunjukkan hasil yang bertolak belakang dengan hipotesis penelitian kemungkinan besar disebabkan tidak tepatnya penentuan waktu privatisasi sebagian besar BUMN yang dilakukan pada saat kondisi perekonomian Indonesia belum pulih benar dari krisis ekonomi 1997-1998. Perubahan kinerja BUMN sebelum dan sesudah privatisasi secara umum dapat dilihat melalui Tabel 5.1.

Tabel 5.1. Pengaruh Privatisasi terhadap Kinerja BUMN

Variabel	N	Mean Before	Mean After	Mean Change	Z-Statistics for Difference In Medians
		(Median)	(Median)	(Median)	(After-Before)
PROFITABILITY					
Return on Sales	12	0.1938 (0.1383)	-0.6793 (0.1768)	-0.8731 (0.0385)	-0.549
Return on Assets	12	0.1106 (0.0745)	0.0550 (0.0562)	-0.0556 (-0.0183)	1.334
Return on Equity	12	0.2433 (0.2229)	0.1007 (0.1352)	-0.1426 (-0.0877)	1.961*
EFFICIENCY					
Sales efficiency	12	497.4212 (174.5957)	648.2079 (328.5315)	150.7867 (153.9359)	-1.412
Net income efficiency	12	82.6701 (25.9519)	35.1230 (42.0926)	-47.5470 (16.1407)	-0.706
OUTPUT					
Real Sales	12	18545.7209 (5332.7562)	32625.7357 (6538.0408)	14080.0148 (1205.2846)	-2.197*
EMPLOYMENT					
Total Employment	12	10781.8889 (5715)	11430.1389 (5133)	648.25 (-582)	-0.628
LEVERAGE					
Liabilities to Assets	12	0.5879 (0.6001)	0.5303 (0.4299)	-0.0575 (-0.1702)	1.804**

* signifikan pada 5%

** signifikan pada 10%

5.2.1. Profitabilitas

Profitabilitas BUMN, seperti profitabilitas perusahaan pada umumnya, diukur melalui tiga indikator yaitu *Return on Asset* (ROA), *Return on Equity* (ROE), dan *Return on Sales* (ROS). BUMN di Indonesia seringkali tidak mampu menghasilkan keuntungan maksimum layaknya perusahaan swasta, hal ini disebabkan BUMN dibebani tugas dari pemerintah mulai dari melayani masyarakat tanpa margin keuntungan yang besar sampai dengan digunakan pemerintah untuk kepentingan sosial-politik (Boycko, Shleifer, and Vishny, 1993). Oleh karena itu pemerintah kemudian mencanangkan program privatisasi

agar BUMN tersebut kembali ke tujuan dasar perusahaan, yakni memaksimalkan keuntungan. Tidak seperti penelitian terdahulu yang berhasil membuktikan bahwa profitabilitas perusahaan akan meningkat setelah privatisasi, penelitian ini justru menemukan bahwa profitabilitas perusahaan menurun setelah diberlakukannya privatisasi dengan metode penjualan saham. Hasil analisis deskriptif menyangkut profitabilitas BUMN sebelum dan setelah privatisasi tersebut dapat dilihat di dalam Tabel 5.2 berikut.

Tabel 5.2. Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN

Variabel	N	Mean Before (Median)	Mean After (Median)	Mean Change (Median)	Z-Statistics for Difference In Medians (After-Before)
PROFITABILITY					
Return on Sales	12	0.1938 (0.1383)	-0.6793 (0.1768)	-0.8731 (0.0385)	-0.549
Return on Assets	12	0.1106 (0.0745)	0.0550 (0.0562)	-0.0556 (-0.0183)	1.334
Return on Equity	12	0.2433 (0.2229)	0.1007 (0.1352)	-0.1426 (-0.0877)	1.961*

* signifikan pada 5%

** signifikan pada 10%

Tabel 5.2 di atas menunjukkan bahwa terjadi penurunan pada *mean* ROS sebesar 0.87 poin sementara *median* ROS meningkat sebesar 0.03 poin, selain itu penurunan ROS ini menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Sementara ROA perusahaan juga mengalami penurunan *mean* dan *median* masing-masing sebesar 0.05 dan 0.01, walaupun kembali menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Indikator terakhir yaitu ROE sebenarnya menunjukkan perubahan pada nilai yang signifikan, namun tetap mengalami penurunan *mean* dan *median* masing-masing sebesar 0.14 dan 0.08.

Hasil yang bertolak belakang dengan hipotesis ini kemungkinan besar disebabkan rentang waktu penelitian yang kurang panjang, yaitu hanya 3 (tiga) tahun sebelum dan setelah privatisasi dimana waktu dilakukannya privatisasi

sebagian besar terjadi tidak jauh dari periode krisis 1997-1998 sehingga keadaan perekonomian Indonesia saat itu belum pulih benar. Hal ini menyebabkan BUMN yang telah diprivatisasi belum mampu menyesuaikan diri dengan kondisi lesunya makroekonomi dan kemungkinan besar menyebabkan profitabilitas BUMN menurun. Selain itu, penurunan profitabilitas dalam penelitian ini juga disebabkan ada beberapa BUMN yang mengalami kerugian besar setelah periode privatisasi, yaitu PT. Indofarma, PT. Kimia Farma, PT. Bank Negara Indonesia, dan PT. Tambang Batubara Bukit Asam karena berbagai faktor sehingga mempengaruhi nilai rerata BUMN lainnya dalam hal profitabilitas. Selain itu, hasil penelitian Dewenter dan Malatesta (2001) juga mengungkapkan bahwa terdapat kemungkinan pemerintah memang sengaja meningkatkan profitabilitas BUMN sebelum melakukan penjualan saham agar dapat meningkatkan nilai penjualan saham BUMN, namun tidak memperhatikan dan menjaga profitabilitas tersebut setelah proses privatisasi dengan metode penjualan saham berlangsung. Penurunan profitabilitas BUMN ini juga terkait dengan kinerja output BUMN yang akan dibahas selanjutnya.

5.2.2. Efisiensi

Privatisasi BUMN diharapkan dapat mendorong BUMN menuju kompetisi pasar, dimana BUMN tersebut dapat memberdayakan sumber daya manusia, teknologi, dan keuangan secara lebih efisien. Salah satu cara mengukur efisiensi perusahaan adalah dengan menggunakan indikator *Sales Efficiency* (rasio penjualan terhadap jumlah tenaga kerja) dan *Net Income Efficiency* (rasio pendapatan bersih terhadap jumlah tenaga kerja). Nilai *Sales Efficiency* dan *Net Income Efficiency* yang semakin tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut makin efisien.

Tabel 5.3. Pengaruh Privatisasi terhadap Efisiensi BUMN

Variabel	N	Mean Before (Median)	Mean After (Median)	Mean Change (Median)	Z-Statistics for Difference In Medians (After-Before)
EFFICIENCY					
Sales efficiency	12	497.4212 (174.5957)	648.2079 (328.5315)	150.7867 (153.9359)	-1.412
Net income efficiency	12	82.6701 (25.9519)	35.1230 (42.0926)	-47.5470 (16.1407)	-0.706

Hasil analisis deskriptif dalam penelitian ini kembali tidak menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada perubahan kinerja BUMN setelah mengalami privatisasi, baik itu pada indikator *Sales Efficiency* maupun *Net Income Efficiency*. Seperti telah dijabarkan sebelumnya, tidak signifikannya indikator perubahan ini kemungkinan besar disebabkan kurang banyaknya sampel yang digunakan di dalam penelitian ini. Meskipun demikian, perubahan *mean* dan *median* pada *Sales Efficiency* menunjukkan hasil yang sesuai dengan hipotesis yaitu mengalami peningkatan nilai *mean* dan *median* masing-masing sebesar 150.7867 dan 153.9359. Hal ini berarti kinerja BUMN setelah privatisasi mengalami peningkatan dalam hal rasio penjualan terhadap jumlah tenaga kerja. Sementara indikator efisiensi lainnya yaitu *Net Income Efficiency* mengalami penurunan nilai *mean* sebesar 47.547 walaupun nilai *median* indikator ini tetap meningkat sebesar 16.1407. Secara umum dapat dikatakan bahwa privatisasi memang dapat meningkatkan efisiensi BUMN, walaupun tidak terbukti secara signifikan.

5.2.3. Output

Pada indikator output, privatisasi diharapkan akan membawa dampak baik pada BUMN berupa meningkatnya nilai output seiring dengan meningkatnya kompetisi, kesempatan memperoleh pendanaan yang lebih besar dari pasar saham, dan meningkatnya inovasi BUMN. Indikator output sendiri diwakili oleh *real sales* atau nilai penjualan riil perusahaan. Meskipun demikian, peneliti seperti

Boycko, Shleifer, and Vishny (1993) berargumentasi bahwa privatisasi yang efektif justru akan mengurangi tingkat output karena pemerintah kini tidak akan lagi memberikan subsidi pada BUMN yang telah diprivatisasi untuk terus meningkatkan outputnya.

Tabel 5.4. Pengaruh Privatisasi terhadap Output BUMN

Variabel	N	Mean Before (Median)	Mean After (Median)	Mean Change (Median)	Z-Statistics for Difference In Medians (After-Before)
OUTPUT					
Real Sales	12	18545.7209 (5332.7562)	32625.7357 (6538.0408)	14080.0148 (1205.2846)	-2.197*

* signifikan pada 5%

** signifikan pada 10%

Hasil analisis deskriptif pada penelitian ini menunjukkan pengaruh signifikan antara diberlakukannya privatisasi metode penjualan saham dengan output BUMN setelah dilakukannya privatisasi pada level signifikansi 0.05. Selain itu, output BUMN setelah privatisasi terbukti mengalami peningkatan dibandingkan sebelum privatisasi dengan meningkatnya nilai *mean* dan *median* masing-masing sebesar 14080.01 dan 1205.28. Hasil ini membuktikan bahwa privatisasi mampu dimanfaatkan BUMN untuk bersaing di dalam pasar masing-masing dengan meningkatkan outputnya secara signifikan. Hasil peningkatan output ini memang terasa kontradiktif dibandingkan hasil profitabilitas yang justru menurun. Jika output terbukti secara signifikan mengalami peningkatan, seharusnya keuntungan (*net income*) BUMN pun mengalami peningkatan yang ikut mendongkrak profitabilitas BUMN. Hal ini kemungkinan besar disebabkan peningkatan output tersebut digunakan BUMN yang telah diprivatisasi untuk meningkatkan kesejahteraan para karyawan BUMN dengan meningkatkan upah atau tunjangan pensiunnya serta untuk meningkatkan *Earning Per Share* (EPS) para pemegang saham. Hal ini tentu bisa dilakukan karena BUMN tersebut kini memiliki sebagian manager dan direksi yang berasal dari kalangan pemegang

saham, dan tentunya lebih menguntungkan bagi mereka untuk meningkatkan kesejahteraan karyawan dan pemegang saham dibandingkan berkontribusi meningkatkan profitabilitas yang dikuasai pemerintah. Selain itu peningkatan output juga bisa dimanfaatkan perusahaan untuk meningkatkan harga saham, karena perusahaan akan memiliki catatan penjualan atau output yang lebih baik dan bisa meningkatkan *image* perusahaan di bursa saham sehingga berimplikasi pada peningkatan harga saham BUMN di pasar modal.

5.2.4. Jumlah Tenaga Kerja

Salah satu kekhawatiran terbesar dari diadakannya program privatisasi adalah kekhawatiran bahwa efisiensi dan profitabilitas BUMN hanya akan meningkat setelah dilakukannya penurunan jumlah tenaga kerja yang dianggap kurang efisien selama ini. Dengan kata lain, hipotesis penelitian menunjukkan bahwa jumlah tenaga kerja akan berkurang setelah diadakannya privatisasi pada BUMN.

Tabel 5.5. Pengaruh Privatisasi terhadap Jumlah Tenaga Kerja BUMN

Variabel	N	Mean Before (Median)	Mean After (Median)	Mean Change (Median)	Z-Statistics for Difference In Medians (After-Before)
EMPLOYMENT					
Total Employment	12	10781.8889 (5715)	11430.1389 (5133)	648.25 (-582)	-0.628

Hasil analisis deskriptif penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan jumlah tenaga kerja sebelum dan setelah diberlakukannya privatisasi tidak signifikan, kembali hal ini diperkirakan karena kurangnya sampel penelitian. Namun hasil yang lebih penting adalah jumlah tenaga kerja pada BUMN yang telah diprivatisasi ternyata mengalami peningkatan ditunjukkan dengan nilai *mean* yang meningkat sebesar 648.25. Meskipun tidak sesuai dengan hipotesis, sebenarnya hasil ini sesuai dengan hasil yang diperoleh oleh Megginson, Nash,

dan Van Randenborgh (1994) sebagai model acuan dalam penelitian ini. Walaupun demikian, nilai *median* jumlah tenaga kerja ternyata tetap mengalami penurunan sebesar 582. Secara umum dapat disimpulkan bahwa menurun atau meningkatnya jumlah tenaga kerja di dalam BUMN sebenarnya tidak terlalu dipengaruhi oleh proses privatisasi, melainkan oleh karakteristik perusahaan itu sendiri. Perusahaan yang padat karya tentunya akan lebih efisien jika menggunakan lebih banyak tenaga kerja, demikian sebaliknya perusahaan padat modal akan lebih efisien jika menggunakan lebih sedikit tenaga kerja. Selain itu, BUMN sendiri akan lebih sulit menambah atau mengurangi jumlah tenaga kerja yang dimilikinya karena proses perekrutan pegawai yang diatur oleh pemerintah serta proses pemberhentian pegawai yang membutuhkan dana kompensasi yang sangat besar.

5.2.5. Leverage

Leverage atau rasio hutang perusahaan sebenarnya dapat dilihat melalui beberapa indikator seperti rasio hutang perusahaan terhadap total aset maupun rasio hutang jangka panjang perusahaan terhadap total ekuitas. Berdasarkan ketersediaan data, maka indikator rasio hutang pada penelitian ini hanya akan dilihat dari rasio total kewajiban terhadap total aset BUMN. Rasio hutang yang semakin tinggi menunjukkan bahwa suatu perusahaan lebih banyak memiliki hutang dibandingkan jumlah aset yang dimilikinya. Oleh karena itulah hipotesis penelitian ini mengharapkan privatisasi dengan metode penjualan saham dapat membuat rasio hutang BUMN menurun. Hal ini dikarenakan BUMN pada umumnya memiliki tingkat hutang yang tinggi karena tidak adanya akses ke pasar modal sebelum diberlakukannya privatisasi dengan metode penjualan saham.

Tabel 5.6. Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN

Variabel	N	Mean Before (Median)	Mean After (Median)	Mean Change (Median)	Z-Statistics for Difference In Medians (After-Before)
LEVERAGE					
Liabilities to Assets	12	0.5879 (0.6001)	0.5303 (0.4299)	-0.0575 (-0.1702)	1.804**

* signifikan pada 5%

** signifikan pada 10%

Hasil analisis deskriptif pada penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan rasio hutang sebelum dan setelah diberlakukannya privatisasi dengan metode penjualan terjadi secara signifikan pada tingkat signifikansi 0.1. Hipotesis penelitian juga terpenuhi dengan menurunnya nilai *mean* dan *median* pada rasio hutang masing-masing sebesar 0.0575 dan 0.1702. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa BUMN yang telah mengalami privatisasi dengan metode penjualan saham secara signifikan dapat mengurangi rasio hutangnya, salah satunya disebabkan BUMN tersebut kini memiliki akses ke dalam pasar modal untuk mengembangkan usahanya sehingga tidak harus meminjam ke pihak lain dalam bentuk suntikan hutang seperti yang selama ini BUMN tersebut lakukan.

5.3. Analisis Regresi

Pada analisis regresi ini, penulis akan mencoba mengolah data menggunakan software Stata versi 8 dengan cara membandingkan hasil antara model yang dikembangkan oleh Dewenter dan Malatesta (2001) dengan model yang dimodifikasi oleh penulis dengan menambahkan beberapa variabel bebas tambahan.

5.3.1. Analisis Regresi Model Awal

Dewenter dan Malatesta (2001) mencoba menganalisis perbedaan relatif antara perusahaan BUMN dengan perusahaan swasta dari tiga indikator utama, yakni profitabilitas, rasio hutang terhadap aset, dan intensitas tenaga kerja.

Pada indikator pertama, yaitu profitabilitas, hasil analisis dengan menggunakan Stata versi 8 dan sampel 12 BUMN di Indonesia menunjukkan hasil sebagai berikut.

Tabel 5.7. Ringkasan Output Model Awal Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN
(Variabel Terikat : ROA)

Variabel	Koefisien	t-statistic	
C	0.0149474	2.44**	R ² : 0.1044
DPRIV	0.0835755	2.96***	Adjusted R ² : 0.0804
LOG_SALES	-0.0261927	-2.23**	F-Statistic: 4.35
GPDB	0.2799431	2.44**	Prob(F-statistic): 0.0061

Keterangan signifikansi:

- *** : Signifikan dalam $\alpha = 1\%$
- ** : Signifikan dalam $\alpha = 5\%$
- * : Signifikan dalam $\alpha = 10\%$

Hasil uji Stata tersebut menunjukkan bahwa model ini memiliki keakuratan sebesar 8.04 persen (nilai *adjusted* R² = 0.0804), artinya model ini hanya mampu menggambarkan variasi dari variabel terikatnya oleh variasi variabel bebasnya sebesar 8.04 persen. Sementara dilihat dari F-stat dimana probabilitas F-stat sebesar 0.0061 (prob F stat < α (1%)), yang berarti variabel bebas dalam persamaan Model Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN (DPRIV, LOG_SALES, GPDB) secara bersama-sama mempengaruhi variabel terikatnya (ROA), sehingga model ini dapat dinyatakan baik. Penjelasan

dan analisis lebih lanjut tentang pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dalam model tersebut dapat dilihat dalam Tabel 5.8 berikut ini.

Tabel 5.8. Arah dan Signifikansi Model Awal Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN

Variabel	Estimasi Arah	Arah pada Hasil Regresi	Keterangan
DPRIV	Positif	Positif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah sama
LOG_SALES	Positif	Negatif	Signifikan (pada $\alpha = 0.05$), arah berbeda
GPDB	Positif	Positif	Signifikan (pada $\alpha = 0.05$), arah sama

Tabel 5.8 menunjukkan bahwa semua variabel bebas di dalam model awal pengaruh privatisasi terhadap profitabilitas BUMN terbukti secara signifikan mempengaruhi variabel terikatnya, yaitu sebagai berikut:

- DPRIV (dummy privatisasi): dummy privatisasi terbukti secara signifikan mempengaruhi profitabilitas BUMN pada arah yang sesuai dengan hipotesis. Hal ini membuktikan kebenaran teori *Stackelberg First-Mover Advantage* bahwa BUMN yang melakukan privatisasi lebih awal akan memperoleh profitabilitas lebih tinggi dibandingkan BUMN yang melakukan privatisasi belakangan. Koefisien DPRIV sebesar 0.0835755 menunjukkan bahwa BUMN yang melakukan privatisasi lebih awal akan memiliki profitabilitas lebih tinggi 0.083 persen dibandingkan BUMN yang melakukan privatisasi belakangan (hubungan positif).
- LOG_SALES (logaritma *real sales* BUMN): *real sales* BUMN terbukti secara signifikan mempengaruhi profitabilitas BUMN, namun pada arah yang tidak sesuai dengan hipotesis. Ini berarti semakin tinggi *real sales* BUMN justru menurunkan profitabilitas BUMN tersebut, yang kemungkinan disebabkan ketidakefisienan BUMN dalam melakukan kegiatan produksi. Koefisien LOG_SALES sebesar -0.0261927 menunjukkan bahwa peningkatan *real sales* sebesar 1 persen akan

menurunkan profitabilitas BUMN sebesar 0.026 persen (hubungan negatif).

- GPDB (pertumbuhan Produk Domestik Bruto): pertumbuhan PDB terbukti secara signifikan mempengaruhi profitabilitas BUMN pada arah yang sesuai dengan hipotesis. Artinya semakin baik pertumbuhan PDB Indonesia membawa dampak baik pada BUMN berupa peningkatan profitabilitas. Koefisien GPDB sebesar 0.2799431 menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan PDB sebesar 1 persen akan meningkatkan profitabilitas BUMN sebesar 0.279 persen (hubungan positif).

Sementara pada indikator kedua, yaitu *leverage* (rasio hutang terhadap aset), hasil analisis dengan menggunakan Stata versi 8 dan sampel 12 BUMN di Indonesia menunjukkan hasil sebagai berikut:

Tabel 5.9. Ringkasan Output Model Awal Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN
(Variabel Terikat : LTA)

Variabel	Koefisien	t-statistic	
C	-0.3163724	-1.70*	R ² : 0.2701
DPRIV	-0.1951087	-4.26***	Adjusted R ² : 0.2506
LOG_SALES	0.1016265	5.34***	F-Statistic: 13.82
GPDB	-1.305745	-2.76***	Prob(F-statistic): 0.0000

Keterangan signifikansi:

- *** : Signifikan dalam $\alpha = 1\%$
- ** : Signifikan dalam $\alpha = 5\%$
- * : Signifikan dalam $\alpha = 10\%$

Hasil uji Stata tersebut menunjukkan bahwa model ini memiliki keakuratan sebesar 25.06 persen (nilai *adjusted* R² = 0.2506), artinya model ini mampu menggambarkan variasi dari variabel terikatnya oleh variasi variabel bebasnya sebesar 25.06 persen. Keakuratan model ini dapat dikatakan lebih tinggi

dibandingkan model sebelumnya. Sementara dilihat dari F-stat dimana probabilitas F-stat sebesar 0.0000 ($\text{prob } F \text{ stat} < \alpha (1\%)$), yang berarti variabel bebas dalam persamaan Model Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN (DPRIV, LOG_SALES, GPDB) secara bersama-sama mempengaruhi variabel terikatnya (LTA), sehingga model ini dapat dinyatakan baik. Penjelasan dan analisis lebih lanjut tentang pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dalam model tersebut dapat dilihat dalam Tabel 5.10 berikut ini.

Tabel 5.10. Arah dan Signifikansi Model Awal Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN

Variabel	Estimasi Arah	Arah pada Hasil Regresi	Keterangan
DPRIV	Negatif	Negatif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah sama
LOG_SALES	Negatif	Positif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah berbeda
GPDB	Negatif	Negatif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah sama

Tabel 5.10 menunjukkan bahwa semua variabel bebas di dalam model awal pengaruh privatisasi terhadap rasio hutang BUMN terbukti secara signifikan mempengaruhi variabel terikatnya, yaitu sebagai berikut:

- DPRIV (dummy privatisasi): dummy privatisasi terbukti secara signifikan mempengaruhi rasio hutang BUMN pada arah yang sesuai dengan hipotesis. Hal ini membuktikan kebenaran teori *Stackelberg First-Mover Advantage* bahwa BUMN yang melakukan privatisasi lebih awal akan memiliki rasio hutang yang lebih rendah dibandingkan BUMN yang melakukan privatisasi belakangan. Koefisien DPRIV sebesar -0.1951087 menunjukkan bahwa BUMN yang melakukan privatisasi lebih awal akan memiliki rasio hutang lebih rendah 0.195 persen dibandingkan BUMN yang melakukan privatisasi belakangan (hubungan negatif).
- LOG_SALES (logaritma *real sales* BUMN): *real sales* BUMN terbukti secara signifikan mempengaruhi rasio hutang BUMN, namun pada arah yang tidak sesuai dengan hipotesis. Ini berarti semakin tinggi *real sales*

BUMN justru meningkatkan rasio hutang BUMN tersebut, yang kemungkinan disebabkan ketidakefisienan BUMN dalam melakukan kegiatan produksi. Koefisien LOG_SALES sebesar 0.1016265 menunjukkan bahwa peningkatan *real sales* sebesar 1 persen akan meningkatkan rasio hutang BUMN sebesar 0.10 persen (hubungan positif).

- GPDB (pertumbuhan Produk Domestik Bruto): pertumbuhan PDB terbukti secara signifikan mempengaruhi rasio hutang BUMN pada arah yang sesuai dengan hipotesis. Artinya semakin baik pertumbuhan PDB Indonesia membawa dampak baik pada BUMN berupa penurunan rasio hutang. Koefisien GPDB sebesar -1.305745 menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan PDB sebesar 1 persen akan menurunkan rasio hutang BUMN sebesar 1.30 persen (hubungan negatif).

Selanjutnya pada indikator terakhir, yaitu intensitas tenaga kerja, hasil analisis dengan menggunakan Stata versi 8 dan sampel 12 BUMN di Indonesia menunjukkan hasil sebagai berikut:

Tabel 5.11. Ringkasan Output Model Awal Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN
(Variabel Terikat : ERA)

Variabel	Koefisien	t-statistic	
C	1.689001	8.60***	R ² : 0.3592
DPRIV	-0.0758562	-1.57	Adjusted R ² : 0.3420
LOG_SALES	-0.1376473	-6.84***	F-Statistic: 20.93
GPDB	-0.3095695	-0.62	Prob(F-statistic): 0.0000

Keterangan signifikansi:

- *** : Signifikan dalam $\alpha = 1\%$
- ** : Signifikan dalam $\alpha = 5\%$
- * : Signifikan dalam $\alpha = 10\%$

Hasil uji Stata tersebut menunjukkan bahwa model ini memiliki keakuratan sebesar 34.20 persen (nilai *adjusted R*² = 0.3420), artinya model ini mampu menggambarkan variasi dari variabel terikatnya oleh variasi variabel bebasnya sebesar 34.20 persen. Keakuratan model ini juga kembali lebih tinggi dibandingkan dua model sebelumnya. Sementara dilihat dari F-stat dimana probabilitas F-stat sebesar 0.0000 (prob F stat < α (1%)), yang berarti variabel bebas dalam persamaan Model Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN (DPRIV, LOG_SALES, GPDB) secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependennya (ERA), sehingga model ini dapat dinyatakan baik. Penjelasan dan analisis lebih lanjut tentang pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dalam model tersebut dapat dilihat dalam Tabel 5.12 berikut ini.

Tabel 5.12. Arah dan Signifikansi Model Awal Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN

Variabel	Estimasi Arah	Arah pada Hasil Regresi	Keterangan
DPRIV	Negatif	Negatif	Tidak Signifikan, arah sama
LOG_SALES	Negatif	Negatif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah sama
GPDB	Negatif	Negatif	Tidak Signifikan, arah sama

Tabel 5.12 menunjukkan bahwa hanya satu variabel bebas di dalam model awal pengaruh privatisasi terhadap intensitas tenaga kerja BUMN yang terbukti secara signifikan mempengaruhi variabel terikatnya, yaitu sebagai berikut:

- DPRIV (dummy privatisasi): dummy privatisasi tidak terbukti secara signifikan mempengaruhi intensitas tenaga kerja BUMN, walaupun arahnya sudah sesuai dengan hipotesis. Berarti model ini tidak mampu membuktikan kebenaran teori *Stackelberg First-Mover Advantage* bahwa BUMN yang melakukan privatisasi lebih awal akan memiliki intensitas tenaga kerja yang lebih rendah dibandingkan BUMN yang melakukan privatisasi belakangan. Koefisien DPRIV sebesar -0.0758562 menunjukkan bahwa BUMN yang melakukan privatisasi lebih awal akan

memiliki intensitas tenaga kerja lebih rendah 0.075 persen dibandingkan BUMN yang melakukan privatisasi belakangan (hubungan negatif).

- LOG_SALES (logaritma *real sales* BUMN): *real sales* BUMN terbukti secara signifikan mempengaruhi rasio hutang BUMN pada arah yang sesuai dengan hipotesis. Ini berarti semakin tinggi *real sales* BUMN mampu menurunkan intensitas tenaga kerja BUMN tersebut. Koefisien LOG_SALES sebesar -0.1376473 menunjukkan bahwa peningkatan *real sales* sebesar 1 persen akan menurunkan intensitas tenaga kerja BUMN sebesar 0.137 persen (hubungan negatif).
- GPDB (pertumbuhan Produk Domestik Bruto): pertumbuhan PDB tidak terbukti secara signifikan mempengaruhi rasio hutang BUMN, namun arahnya sudah sesuai dengan hipotesis. Artinya semakin baik pertumbuhan PDB Indonesia membawa dampak baik pada BUMN berupa penurunan intensitas tenaga kerja. Koefisien GPDB sebesar -0.3095695 menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan PDB sebesar 1 persen akan menurunkan intensitas tenaga kerja BUMN sebesar 0.30 persen (hubungan negatif).

Secara umum dapat dilihat bahwa hasil Uji Stata tersebut menunjukkan bahwa pada indikator profitabilitas dan rasio hutang, waktu diberlakukannya privatisasi menunjukkan hubungan yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Sementara pada indikator intensitas tenaga kerja, waktu diberlakukannya privatisasi tidak menunjukkan hubungan yang signifikan terhadap intensitas tenaga kerja BUMN, walaupun tetap bergerak sesuai arah hipotesis. Sesuai dengan teori *Stackelberg First-Mover Advantage* yang menunjukkan bahwa perusahaan yang bergerak lebih dahulu akan memberikan keuntungan yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang bergerak kemudian, hasil Uji Stata pada ketiga model di atas juga menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan privatisasi lebih dahulu menunjukkan kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan yang melakukan privatisasi belakangan. Kinerja yang lebih baik tersebut adalah tingkat profitabilitas yang lebih tinggi, rasio hutang yang lebih rendah, serta intensitas tenaga kerja yang lebih rendah pada BUMN yang

melakukan privatisasi terlebih dulu dibandingkan BUMN yang melakukan privatisasi belakangan.

5.3.2. Analisis Regresi Model Penyesuaian

Setelah memperoleh hasil bahwa waktu privatisasi yang lebih awal mampu memberikan hasil yang lebih baik pada kinerja BUMN dengan menggunakan model awal yang dikembangkan oleh Dewenter dan Malatesta serta didasari oleh Teori *Stackelberg First-Mover Advantage*, penulis mencoba melakukan analisis terhadap model yang telah disesuaikan. Seperti telah dijelaskan sebelumnya, penulis menambahkan beberapa variabel baru yakni GOVSHARE (persentase saham yang dimiliki pemerintah), LOG_NIEFF (logaritma efisiensi pendapatan operasional BUMN), LOG_EMPL (logaritma jumlah tenaga kerja BUMN), LOG_EQUITY (logaritma modal saham BUMN), GPDRBCAP (pertumbuhan PDRB per kapita tempat BUMN berlokasi), serta LOG_ER (logaritma variansi nilai tukar) untuk mengetahui apakah baik variabel mikro maupun makro tersebut memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan, selain tetap menggunakan variabel asli seperti DPRIV (dummy privatisasi dimana 1 menggambarkan perusahaan yang lebih dulu melakukan privatisasi dan 0 menggambarkan perusahaan yang belakangan melakukan privatisasi), LOG_SALES (logaritma *real sales* BUMN), dan GPDB (pertumbuhan PDB).

Pada pengolahan model pengaruh privatisasi terhadap kinerja perusahaan, penulis akan menggunakan metode *Pooled Least Square*. Hal ini disebabkan setelah melakukan uji data panel dengan metode *Fixed Effect*, variabel DPRIV di-*drop* karena kekonsistenan nilainya setiap tahun. Variabel DPRIV merupakan variabel utama dalam penelitian ini, sehingga penulis memutuskan tidak melanjutkan tes *Random Effect*, dimana *Random Effect* juga harus dibandingkan dengan *Fixed Effect*. Pada akhirnya penulis memutuskan untuk menggunakan metode *Pooled Least Square* demi menjaga agar variabel DPRIV tetap ada di dalam model penelitian.

5.3.2.1. Model Kinerja dengan Indikator Profitabilitas

Pada model Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN, Uji Stata menunjukkan hasil yang dapat dirangkum pada Tabel 5.13 berikut.

Tabel 5.13. Ringkasan Output Awal Model Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN
(Variabel Terikat : ROA)

Variabel	Koefisien	t-statistic	
C	0.9453846	4.06***	R ² : 0.6910
DPRIV	0.050914	4.17***	Adjusted R ² : 0.6637
GOVSHARE	-0.0409234	-1.41	F-Statistic: 25.34
LOG_SALES	0.009217	1.10	Prob(F-statistic): 0.0000
LOG_NIEFF	0.0718966	11.43***	Number of observation: 112
LOG_EMPL	0.0466894	4.64***	Root MSE: 0.04933
LOG_EQUITY	-0.0917851	-8.08***	
GDPRBCAP	0.1614907	2.59**	
GPDB	-0.1451595	-1.17	
LOG_ER	-0.0176523	-1.26	

Keterangan signifikansi:

- *** : Signifikan dalam $\alpha = 1\%$
- ** : Signifikan dalam $\alpha = 5\%$
- * : Signifikan dalam $\alpha = 10\%$

a) Pengujian Multikolinearity

Pengujian adanya *multikolinearity* dapat dilihat dari nilai VIF (*Variance Inflation Factors*) seperti pada hasil analisis Stata di bawah ini. Jika VIF bernilai lebih dari 20 dan nilai toleransi (1/VIF) bernilai 0.05 atau kurang maka model tersebut memiliki masalah *multikolinearity*. Berdasarkan analisis Stata maka

model Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN tidak memiliki masalah *multikolinearity*.

Variable	VIF	1/VIF
LOG_EQUITY	10.70	0.093435
LOG_EMPL	5.13	0.194777
LOG_SALES	4.87	0.205191
LOG_NIEFF	3.48	0.287272
GOVSHARE	1.87	0.533627
DPRIV	1.71	0.584706
GPDB	1.63	0.612607
GPDRBCAP	1.24	0.806074
LOG_ER	1.16	0.860666
Mean VIF	3.53	

b) Pengujian Heteroscedasticity

Salah satu metode pengujian yang dapat dilakukan untuk menganalisis masalah *heteroscedasticity* adalah dengan menggunakan Breusch-Pagan/Cook-Weisberg analisis. Suatu model dikatakan memiliki masalah *heteroscedasticity* jika nilai $\text{Prob} > \chi^2$ kurang dari 0.05. Berdasarkan hasil analisis Stata, model Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN memiliki nilai $\text{Prob} > \chi^2$ sebesar 0.0011, sehingga model tersebut memiliki masalah *heteroscedasticity*.

Chi2(1) = 10.63
Prob > chi2 = 0.0011

c) Pengujian Autokorelasi

Pengujian autokorelasi umumnya dilakukan dengan menggunakan Durbin-Watson Statistik. Namun pengujian tersebut tidak dapat dilakukan pada data panel, sehingga pengujian yang dapat dilakukan adalah dengan menggunakan Wooldridge Test yang memang dikhususkan untuk data panel. Autokorelasi terdapat di dalam suatu model jika nilai $\text{Prob} > F$ kurang 0.05. Berdasarkan hasil analisis Stata, model Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN memiliki nilai $\text{Prob} > F$ sebesar 0.0643, maka dapat dikatakan bahwa model tersebut tidak memiliki masalah autokorelasi.

F(1,11) = 4.229
Prob > F = 0.0643

Untuk mengatasi masalah *heteroscedasticity* yang terdapat di dalam model Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN, maka model tersebut harus diregresikan dengan menggunakan metode *robust*. Hasil ringkasan output Stata pada Tabel 5.14 berikut menyatakan bahwa model tersebut sudah terbebas dari masalah *heteroscedasticity*.

Tabel 5.14. Ringkasan Output Model Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN
(Variabel Terikat : ROA)

Variabel	Koefisien	t-statistic	
C	0.9453846	4.58***	R ² : 0.6910
DPRIV	0.050914	3.58***	Adjusted R ² : 0.6637
GOVSHARE	-0.0409234	-1.35	F-Statistic: 15.15
LOG_SALES	0.009217	1.03	Prob(F-statistic): 0.0000
LOG_NIEFF	0.0718966	8.98***	Number of observation: 112
LOG_EMPL	0.0466894	4.52***	Root MSE: 0.04933
LOG_EQUITY	-0.0917851	-7.08***	
GDPRBCAP	0.1614907	2.55**	
GPDB	-0.1451595	-1.02	
LOG_ER	-0.0176523	-1.49	

Keterangan signifikansi:

- *** : Signifikan dalam $\alpha = 1\%$
- ** : Signifikan dalam $\alpha = 5\%$
- * : Signifikan dalam $\alpha = 10\%$

Hasil Uji Stata yang telah terbebas dari semua masalah asumsi dasar tersebut menunjukkan bahwa model ini memiliki keakuratan sebesar 66.37 persen

(nilai *adjusted* $R^2 = 0.6637$), artinya model ini mampu menggambarkan variasi dari variabel terikatnya oleh variasi variabel bebasnya sebesar 66.37 persen. Hasil ini menunjukkan bahwa model penyesuaian ini memiliki keakuratan yang lebih tinggi dibandingkan model awalnya. Sementara dilihat dari F-stat dimana probabilitas F-stat sebesar 0.0000 (prob F stat $< \alpha$ (1%)), yang berarti variabel bebas dalam persamaan Model Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN (DPRIV, GOVSHARE, LOG_SALES, LOG_NIEFF, LOG_EMPL, LOG_EQUITY, GPDRBCAP, GPDB, LOG_ER) secara bersama-sama mempengaruhi variabel terikatnya (ROA), sehingga model ini dapat dinyatakan baik. Penjelasan dan analisis lebih lanjut tentang pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dalam model tersebut dapat dilihat dalam Tabel 5.15 berikut ini.

Tabel 5.15. Arah dan Signifikansi Model Penyesuaian Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN

Variabel	Estimasi Arah	Arah pada Hasil Regresi	Keterangan
DPRIV	Positif	Positif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah sama
GOVSHARE	Negatif	Negatif	Tidak signifikan, arah sama
LOG_SALES	Positif	Positif	Tidak signifikan, arah sama
LOG_NIEFF	Positif	Positif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah sama
LOG_EMPL	Positif	Positif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah sama
LOG_EQUITY	Positif	Negatif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah berbeda
GDPRBCAP	Positif	Positif	Signifikan (pada $\alpha = 0.05$), arah sama
GPDB	Positif	Negatif	Tidak signifikan, arah berbeda
LOG_ER	Negatif	Negatif	Tidak signifikan, arah sama

Dari hasil regresi model Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN, terlihat bahwa terdapat lima variabel yang signifikan dalam

mempengaruhi profitabilitas BUMN. Perlu diingat bahwa nilai ROA yang semakin tinggi menandakan bahwa profitabilitas BUMN semakin tinggi, yang berarti kinerja BUMN tersebut semakin baik. Secara lengkap, besar dan arah pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat (ROA) adalah sebagai berikut:

- DPRIV (dummy privatisasi): dummy privatisasi merepresentasikan angka 1 untuk BUMN yang lebih awal melakukan privatisasi (sebelum tahun 1998) dan angka 0 untuk BUMN yang belakangan melakukan privatisasi (pada dan setelah tahun 1998). Pada model ini, DPRIV terbukti secara signifikan mempengaruhi profitabilitas perusahaan pada arah yang sesuai dengan hipotesis, yaitu positif. Signifikannya variabel DPRIV membuktikan teori *Stackelberg First-Mover Advantage* bahwa perusahaan yang bergerak terlebih dahulu akan memperoleh keuntungan lebih banyak dibandingkan perusahaan yang bergerak belakangan. Koefisien variabel DPRIV sebesar 0.050914 menggambarkan bahwa BUMN yang melakukan privatisasi lebih awal akan memperoleh profitabilitas yang lebih tinggi dibandingkan BUMN yang melakukan privatisasi belakangan sebesar 0.05 persen (hubungan positif).
- GOVSHARE (jumlah kepemilikan saham pemerintah): meskipun tidak signifikan, arah hubungan antara kepemilikan saham pemerintah dengan profitabilitas perusahaan sudah benar sesuai dengan hipotesis, yaitu semakin tinggi kepemilikan saham pemerintah pada suatu BUMN akan menurunkan tingkat profitabilitas BUMN tersebut. Koefisien variabel GOVSHARE sebesar -0.0409234 menggambarkan bahwa tiap kenaikan kepemilikan saham pemerintah sebesar 1 persen akan menurunkan profitabilitas BUMN sebesar 0.04 persen (hubungan negatif).
- LOG_SALES (logaritma *real sales* BUMN): meskipun tidak signifikan, arah hubungan antara *real sales* dengan profitabilitas perusahaan sudah benar. Koefisien variabel LOG_SALES sebesar 0.009217 menggambarkan bahwa kenaikan 1 persen pada tingkat output BUMN akan berpengaruh menaikkan profitabilitas BUMN 0.009 persen (hubungan positif).
- LOG_NIEFF (logaritma efisiensi operasional pendapatan BUMN): secara signifikan, variabel LOG_NIEFF berpengaruh positif terhadap

profitabilitas BUMN, sesuai dengan arah hipotesis. Koefisien variabel LOG_NIEFF sebesar 0.0718966 menggambarkan bahwa kenaikan 1 persen pada efisiensi operasional BUMN akan berpengaruh meningkatkan profitabilitas BUMN sebesar 0.07 persen (hubungan positif).

- LOG_EMPL (logaritma jumlah tenaga kerja): logaritma jumlah tenaga kerja digunakan sebagai pendekatan ukuran (*size*) perusahaan. Secara signifikan, pengaruh antara variabel LOG_EMPL dengan profitabilitas BUMN adalah positif. Hasil ini membuktikan bahwa BUMN dengan ukuran yang lebih besar akan memiliki kelebihan dalam hal peningkatan profitabilitas. Koefisien variabel LOG_EMPL sebesar 0.0466894 menggambarkan bahwa semakin besar ukuran BUMN akan berpotensi meningkatkan profitabilitas BUMN sebesar 0.046 persen (hubungan positif).
- LOG_EQUITY (logaritma modal saham perusahaan): secara signifikan, modal saham perusahaan terbukti mempengaruhi profitabilitas BUMN. Akan tetapi, arah variabel LOG_EQUITY ternyata tidak sesuai hipotesis, yaitu semakin besar modal saham perusahaan ternyata menurunkan profitabilitas BUMN. Hal ini kemungkinan disebabkan BUMN yang melakukan proses privatisasi belum dapat mengelola modal saham tersebut untuk menghasilkan keuntungan, melainkan digunakan untuk meningkatkan aset BUMN, sehingga justru menurunkan profitabilitas BUMN. Koefisien variabel LOG_EQUITY sebesar -0.0917851 menunjukkan bahwa semakin besar modal saham BUMN akan menurunkan profitabilitas BUMN sebesar 0.09 persen (hubungan negatif).
- GPDRBCAP (pertumbuhan Produk Domestik Regional Bruto per Kapita): secara signifikan, arah hubungan antara pertumbuhan PDRB per kapita dengan profitabilitas perusahaan juga sesuai dengan hipotesis, yaitu semakin tinggi PDRB per kapita pada lokasi BUMN beroperasi akan meningkatkan profitabilitas BUMN tersebut. Koefisien variabel GPDRBCAP sebesar 0.1614907 menggambarkan bahwa tiap kenaikan pertumbuhan PDRB per kapita sebesar 1 persen akan meningkatkan profitabilitas BUMN sebesar 0.16 persen (hubungan positif).

- GPDB (pertumbuhan Produk Domestik Bruto): pertumbuhan PDB nasional secara tidak signifikan mempengaruhi profitabilitas BUMN pada arah yang juga tidak sesuai dengan hipotesis. Koefisien variabel GPDB sebesar -0.1451595 menggambarkan bahwa kenaikan PDB sebesar 1 persen akan menurunkan profitabilitas BUMN sebesar 0.145 persen (hubungan negatif).
- LOG_ER (logaritma varians nilai tukar rupiah): meskipun tidak signifikan, arah hubungan antara varians nilai tukar rupiah dengan profitabilitas BUMN sudah benar, yakni negatif. Hal ini sesuai dengan hipotesis, yaitu pergolakan nilai tukar rupiah yang lebih besar merugikan bagi produsen dan berpotensi menurunkan keuntungan. Koefisien variabel LOG_ER sebesar -0.0176523 menggambarkan bahwa kenaikan varians nilai tukar rupiah sebesar 1 persen akan menurunkan profitabilitas BUMN sebesar 0.0176 persen (hubungan negatif).

Secara umum, hasil analisis pada model Pengaruh Privatisasi terhadap Kinerja BUMN tersebut membuktikan bahwa sebagai variabel utama yang menjadi fokus penelitian, dummy privatisasi memang berhubungan secara signifikan dengan kinerja BUMN melalui indikator profitabilitas. Hasil ini sekaligus membuktikan kembali teori *Stackelberg First-Mover Advantage* bahwa perusahaan yang bergerak terlebih dahulu akan memperoleh keuntungan relatif lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang bergerak setelahnya. Selain itu, variabel bebas mikro lainnya seperti efisiensi operasional perusahaan, jumlah tenaga kerja, dan jumlah modal saham BUMN berpengaruh signifikan dalam mempengaruhi profitabilitas BUMN, berkebalikan dengan dua buah variabel makro, yakni pertumbuhan PDB dan varians nilai tukar, yang ternyata tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap profitabilitas BUMN. Hasil ini menunjukkan bahwa profitabilitas BUMN lebih dipengaruhi faktor internal BUMN dibandingkan faktor eksternal yang terjadi di dalam perekonomian.

5.3.2.2. Model Kinerja dengan Indikator Rasio Hutang

Pada model Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN ini, Uji Stata menunjukkan hasil yang dapat dirangkum pada Tabel 5.16 berikut.

Tabel 5.16. Ringkasan Output Awal Model Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN
(Variabel Terikat : LTA)

Variabel	Koefisien	t-statistic	
C	-1.822289	-2.15**	R ² : 0.5126
DPRIV	-0.1189153	-2.68***	Adjusted R ² : 0.4696
GOVSHARE	0.5541385	5.26***	F-Statistic: 11.92
LOG_SALES	0.0175171	0.57	Prob(F-statistic): 0.0000
LOG_NIEFF	-0.0399751	-1.74*	Number of observation: 112
LOG_EMPL	-0.0018912	-0.05	Root MSE: 0.1797
LOG_EQUITY	0.1395317	3.37***	
GDPRBCAP	-0.0927698	-0.41	
GPDB	-0.6657343	-1.48	
LOG_ER	-0.0010233	-0.02	

Keterangan signifikansi:

- *** : Signifikan dalam $\alpha = 1\%$
- ** : Signifikan dalam $\alpha = 5\%$
- * : Signifikan dalam $\alpha = 10\%$

a) Pengujian Multikolinearity

Pengujian adanya *multikolinearity* dapat dilihat dari nilai VIF (Variance Inflation Factors) seperti pada hasil analisis Stata di bawah ini. Jika VIF bernilai lebih dari 20 dan nilai toleransi (1/VIF) bernilai 0.05 atau kurang maka model tersebut memiliki masalah *multikolinearity*. Berdasarkan analisis Stata maka

model Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN tidak memiliki masalah *multikolinearity*.

Variable	VIF	1/VIF
LOG_EQUITY	10.70	0.093435
LOG_EMPL	5.13	0.194777
LOG_SALES	4.87	0.205191
LOG_NIEFF	3.48	0.287272
GOVSHARE	1.87	0.533627
DPRIV	1.71	0.584706
GPDB	1.63	0.612607
GPDRBCAP	1.24	0.806074
LOG_ER	1.16	0.860666
Mean VIF	3.53	

b) Pengujian Heteroscedasticity

Salah satu metode pengujian yang dapat dilakukan untuk menganalisis masalah *heteroscedasticity* adalah dengan menggunakan Breusch-Pagan/Cook-Weisberg analisis. Suatu model dikatakan memiliki masalah *heteroscedasticity* jika nilai Prob > chi2 kurang dari 0.05. Berdasarkan hasil analisis Stata, model Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN memiliki nilai Prob > chi2 sebesar 0.2853, sehingga model tersebut tidak memiliki masalah *heteroscedasticity*.

Chi2(1) = 1.14
Prob > chi2 = 0.2853

c) Pengujian Autokorelasi

Pengujian autokorelasi pada data panel dapat dilakukan menggunakan Wooldridge Test yang memang dikhususkan untuk data panel. Autokorelasi terdapat di dalam suatu model jika nilai Prob > F kurang 0.05. Berdasarkan hasil analisis Stata, model Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN memiliki nilai Prob > F sebesar 0.0000, maka dapat dikatakan bahwa model tersebut memiliki masalah autokorelasi.

F(1,11) = 109.161
Prob > F = 0.0000

Untuk mengatasi masalah autokorelasi yang terdapat di dalam model Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN, maka model tersebut harus diregresikan dengan menggunakan metode *robust*. Hasil ringkasan output Stata pada Tabel 5.17 berikut menyatakan bahwa model tersebut sudah terbebas dari masalah autokorelasi.

Tabel 5.17. Ringkasan Output Model Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN
(Variabel Terikat : LTA)

Variabel	Koefisien	t-statistic	
C	-1.822289	-2.11**	R ² : 0.5126
DPRIV	-0.1189153	-3.03***	Adjusted R ² : 0.4696
GOVSHARE	0.5541385	5.24***	F-Statistic: 25.05
LOG_SALES	0.0175171	0.58	Prob(F-statistic): 0.0000
LOG_NIEFF	-0.0399751	-1.87*	Number of observation: 112
LOG_EMPL	-0.0018912	-0.05	Root MSE: 0.1797
LOG_EQUITY	0.1395317	3.76***	
GDPRBCAP	-0.0927698	-0.46	
GPDB	-0.6657343	-1.22	
LOG_ER	-0.0010233	-0.02	

Keterangan signifikansi:

- *** : Signifikan dalam $\alpha = 1\%$
- ** : Signifikan dalam $\alpha = 5\%$
- * : Signifikan dalam $\alpha = 10\%$

Hasil uji Stata yang telah terbebas dari semua masalah asumsi dasar tersebut menunjukkan bahwa model ini memiliki keakuratan sebesar 46.96 persen (nilai *adjusted* R² = 0.4696), artinya model ini mampu menggambarkan variasi

dari variabel terikatnya oleh variasi variabel bebasnya sebesar 46.96 persen. Hasil ini kembali menunjukkan bahwa model penyesuaian ini memiliki keakuratan yang lebih tinggi dibandingkan model awalnya. Sementara dilihat dari F-stat dimana probabilitas F-stat sebesar 0.0000 ($\text{prob } F \text{ stat} < \alpha$ (1%)), yang berarti variabel bebas dalam persamaan Model Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN (DPRIV, GOVSHARE, LOG_SALES, LOG_NIEFF, LOG_EMPL, LOG_EQUITY, GPDRBCAP, GPDB, LOG_ER) secara bersama-sama mempengaruhi variabel terikatnya (LTA), sehingga model ini dapat dinyatakan baik. Penjelasan dan analisis lebih lanjut tentang pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dalam model tersebut dapat dilihat dalam Tabel 5.18 berikut ini.

Tabel 5.18. Arah dan Signifikansi Model Penyesuaian Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN

Variabel	Estimasi Arah	Arah pada Hasil Regresi	Keterangan
DPRIV	Negatif	Negatif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah sama
GOVSHARE	Positif	Positif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah sama
LOG_SALES	Negatif	Positif	Tidak signifikan, arah berbeda
LOG_NIEFF	Negatif	Negatif	Signifikan (pada $\alpha = 0.1$), arah sama
LOG_EMPL	Negatif	Negatif	Tidak signifikan, arah sama
LOG_EQUITY	Negatif	Positif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah berbeda
GPDRBCAP	Negatif	Negatif	Tidak signifikan, arah sama
GPDB	Negatif	Negatif	Tidak signifikan, arah sama
LOG_ER	Positif	Negatif	Tidak signifikan, arah berbeda

Dari hasil regresi model Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN, terlihat bahwa sebagian variabel secara signifikan mempengaruhi kinerja BUMN dalam hal rasio hutang. Perlu diingat bahwa nilai LTA yang semakin besar

menunjukkan bahwa kinerja BUMN semakin tidak baik, karena memiliki hutang yang lebih besar dibandingkan asetnya. Secara lengkap, besar dan arah pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat (LTA) adalah sebagai berikut:

- DPRIV (dummy privatisasi): dummy privatisasi merepresentasikan angka 1 untuk BUMN yang lebih awal melakukan privatisasi (sebelum tahun 1998) dan angka 0 untuk BUMN yang belakangan melakukan privatisasi (setelah tahun 1998). Pada model ini, DPRIV terbukti secara signifikan mempengaruhi rasio hutang perusahaan pada arah yang sesuai dengan hipotesis, yaitu negatif. Hal ini kembali lagi membuktikan teori *Stackelberg First-Mover Advantage* dimana kinerja BUMN yang lebih awal melakukan privatisasi lebih baik daripada kinerja BUMN yang belakangan melakukan privatisasi, dimana keunggulan kinerja tersebut kali ini ditunjukkan oleh rasio hutang yang lebih rendah. Koefisien variabel DPRIV sebesar -0.1189153 menggambarkan bahwa BUMN yang melakukan privatisasi lebih awal memiliki rasio hutang yang lebih rendah dibandingkan BUMN yang melakukan privatisasi belakangan sebesar 0.118 persen (hubungan negatif).
- GOVSHARE (jumlah kepemilikan saham pemerintah): secara signifikan, arah hubungan antara kepemilikan saham pemerintah dengan rasio hutang BUMN sudah benar sesuai dengan hipotesis, yaitu semakin tinggi kepemilikan saham pemerintah pada suatu BUMN akan meningkatkan rasio hutang BUMN tersebut. Koefisien variabel GOVSHARE sebesar 0.5541385 menggambarkan bahwa tiap kenaikan kepemilikan saham pemerintah sebesar 1 persen akan meningkatkan rasio hutang BUMN sebesar 0.55 persen (hubungan positif).
- LOG_SALES (logaritma *real sales* BUMN): seiring dengan peningkatan penjualan, BUMN diharapkan dapat mengurangi ketergantungan terhadap hutang sehingga hipotesis menyatakan bahwa *real sales* seharusnya berhubungan negatif dengan rasio hutang. Namun hasil regresi menunjukkan bahwa arah hubungan antara *real sales* dengan rasio hutang BUMN tidak sesuai dengan hipotesis, meskipun hubungan keduanya tidak signifikan. Ini berarti walaupun penjualan BUMN tersebut sudah

meningkat, BUMN tetap terus meningkatkan hutangnya. Koefisien variabel LOG_SALES sebesar 0.0175171 menggambarkan bahwa kenaikan 1 persen pada *real sales* BUMN akan berpengaruh menaikkan rasio hutang BUMN sebesar 0.017 persen (hubungan positif).

- LOG_NIEFF (logaritma efisiensi operasional pendapatan BUMN): secara signifikan, variabel LOG_NIEFF berpengaruh negatif terhadap rasio hutang BUMN, sesuai dengan arah hipotesis. Hal ini menunjukkan semakin besar efisiensi operasional BUMN maka rasio hutangnya akan semakin rendah. Koefisien variabel LOG_NIEFF sebesar -0.0399751 menggambarkan bahwa kenaikan 1 persen pada efisiensi operasional BUMN akan berpengaruh mengurangi rasio hutang BUMN sebesar 0.039 persen (hubungan negatif).
- LOG_EMPL (logaritma jumlah tenaga kerja): logaritma jumlah tenaga kerja digunakan sebagai pendekatan ukuran (*size*) perusahaan. Walaupun tidak signifikan, pengaruh antara variabel LOG_EMPL dengan rasio hutang BUMN sesuai dengan estimasi yaitu negatif. Hasil ini membuktikan bahwa BUMN dengan ukuran yang lebih besar akan memiliki kelebihan dalam hal mengelola hutang. Koefisien variabel LOG_EMPL sebesar -0.0018912 menggambarkan bahwa semakin besar ukuran BUMN akan berpotensi mengurangi rasio hutang BUMN sebesar 0.0018 persen (hubungan negatif).
- LOG_EQUITY (logaritma modal saham perusahaan): secara signifikan, modal saham perusahaan terbukti mempengaruhi rasio hutang BUMN. Akan tetapi, arah variabel LOG_EQUITY ternyata tidak sesuai hipotesis, yaitu semakin besar modal saham perusahaan ternyata tetap meningkatkan rasio hutang BUMN. Hal ini kembali mungkin disebabkan BUMN yang melakukan proses privatisasi belum dapat mengelola modal saham secara baik dan tetap membutuhkan hutang yang besar untuk menjalankan kegiatan operasional sehingga tetap meningkatkan rasio hutang BUMN. Koefisien variabel LOG_EQUITY sebesar 0.1395317 menunjukkan bahwa semakin besar modal saham BUMN akan meningkatkan rasio hutang BUMN sebesar 0.139 persen (hubungan positif).

- GPDRBCAP (pertumbuhan Produk Domestik Regional Bruto per Kapita): meskipun tidak signifikan, arah hubungan antara pertumbuhan PDRB per kapita dengan profitabilitas perusahaan sudah benar sesuai dengan hipotesis, yaitu semakin tinggi PDRB per kapita pada lokasi BUMN beroperasi akan mengurangi rasio hutang BUMN tersebut. Koefisien variabel GPDRBCAP sebesar -0.0927698 menggambarkan bahwa tiap kenaikan pertumbuhan PDRB per kapita sebesar 1 persen akan mengurangi rasio hutang BUMN sebesar 0.092 persen (hubungan negatif).
- GPDB (pertumbuhan Produk Domestik Bruto): pertumbuhan PDB nasional secara tidak signifikan mempengaruhi profitabilitas BUMN pada arah yang sesuai dengan hipotesis. Koefisien variabel GPDB sebesar -0.6657343 menggambarkan bahwa kenaikan PDB sebesar 1 persen akan menurunkan rasio hutang BUMN sebesar 0.66 persen (hubungan negatif).
- LOG_ER (logaritma varians nilai tukar rupiah): secara tidak signifikan, hubungan antara varians nilai tukar rupiah dengan rasio hutang BUMN ternyata juga tidak sesuai dengan hipotesis. Koefisien variabel LOG_ER sebesar -0.0010233 menggambarkan bahwa kenaikan varians nilai tukar rupiah sebesar 1 persen akan menurunkan rasio hutang BUMN sebesar 0.001 persen (hubungan negatif).

Secara umum, model Pengaruh Privatisasi terhadap Rasio Hutang BUMN menunjukkan hasil yang kurang lebih sama dengan model Pengaruh Privatisasi terhadap Profitabilitas BUMN dimana dummy privatisasi sebagai variabel utama yang menjadi fokus penelitian memang berhubungan secara signifikan dengan kinerja BUMN melalui indikator rasio hutang. Hal ini kembali lagi menunjukkan kekonsistenan dengan model awal serta membuktikan kebenaran teori *Stackelberg First-Mover Advantage*, bahwa kinerja BUMN yang melakukan privatisasi lebih awal akan lebih baik ditunjukkan dengan rasio hutang yang lebih rendah dibandingkan kinerja BUMN yang melakukan privatisasi setelahnya. Selain itu, variabel bebas mikro lainnya seperti kepemilikan saham pemerintah, efisiensi operasional perusahaan, dan jumlah modal saham BUMN berpengaruh signifikan dalam mempengaruhi rasio hutang BUMN, berkebalikan dengan ketiga variabel

makro yang ternyata tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap rasio hutang BUMN. Hasil ini kembali menegaskan bahwa kinerja BUMN melalui indikator rasio hutang lebih dipengaruhi faktor internal BUMN dibandingkan faktor eksternal yang terjadi di dalam perekonomian.

5.3.2.3. Model Kinerja dengan Indikator Intensitas Tenaga Kerja

Pada model Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN ini, Uji Stata menunjukkan hasil yang dapat dirangkum pada Tabel 5.19 berikut.

Tabel 5.19. Ringkasan Output Awal Model Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN
(Variabel Terikat : ERA)

Variabel	Koefisien	t-statistic	
C	3.737605	3.35***	R ² : 0.4547
DPRIV	0.0264826	0.45	Adjusted R ² : 0.4191
GOVSHARE	0.0475646	0.36	F-Statistic: 12.75
LOG_SALES	0.0071711	0.18	Prob(F-statistic): 0.0000
LOG_EQUITY	-0.15629	-4.23***	Number of observation: 115
GDPRBCAP	0.3806505	1.29	Root MSE: 0.24173
GPDB	-0.5410299	-0.97	
LOG_ER	-0.0757988	-1.16	

Keterangan signifikansi:

- *** : Signifikan dalam $\alpha = 1\%$
- ** : Signifikan dalam $\alpha = 5\%$
- * : Signifikan dalam $\alpha = 10\%$

a) Pengujian Multikolinearity

Pengujian adanya *multikolinearity* dapat dilihat dari nilai VIF (Variance Inflation Factors) seperti pada hasil analisis Stata di bawah ini. Jika VIF bernilai lebih dari 20 dan nilai toleransi ($1/VIF$) bernilai 0.05 atau kurang maka model tersebut memiliki masalah *multikolinearity*. Berdasarkan analisis Stata maka model tersebut terbebas dari masalah *multikolinearity*.

Variable	VIF	1/VIF
LOG_EQUITY	4.99	0.200432
LOG_SALES	4.80	0.208262
DPRIV	1.71	0.584159
GOVSHARE	1.66	0.603073
GPDB	1.38	0.725738
LOG_ER	1.16	0.864851
GPDRBCAP	1.10	0.909644
Mean VIF	2.40	

b) Pengujian Heteroscedasticity

Salah satu metode pengujian yang dapat dilakukan untuk menganalisis masalah *heteroscedasticity* adalah dengan menggunakan Breusch-Pagan/Cook-Weisberg analisis. Suatu model dikatakan memiliki masalah *heteroscedasticity* jika nilai Prob > chi2 kurang dari 0.05. Berdasarkan hasil analisis Stata, model Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN memiliki nilai Prob > chi2 sebesar 0.0000, sehingga model tersebut memiliki masalah *heteroscedasticity*.

Chi2(1) = 69.06
Prob > chi2 = 0.0000

c) Pengujian Autokorelasi

Pengujian autokorelasi dilakukan dengan menggunakan Wooldridge Test yang memang dikhususkan untuk data panel. Autokorelasi terdapat di dalam suatu model jika nilai Prob > F kurang 0.05. Berdasarkan hasil analisis Stata, model Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN memiliki nilai Prob

> F sebesar 0.0000, maka dapat dikatakan bahwa model tersebut memiliki masalah autokorelasi.

F(1,11) = 54.491
Prob > F = 0.0000

Untuk mengatasi masalah *heteroscedasticity* dan autokorelasi yang terdapat di dalam model Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN, maka model tersebut harus diregresikan dengan menggunakan metode *robust*. Hasil ringkasan output Stata di bawah ini menyatakan bahwa model tersebut sudah terbebas dari masalah *heteroscedasticity* dan autokorelasi.

Tabel 5.20. Ringkasan Output Model Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN
(Variabel Terikat : ERA)

Variabel	Koefisien	t-statistic	
C	3.737605	2.60**	R ² : 0.4547
DPRIV	0.0264826	0.72	Adjusted R ² : 0.4191
GOVSHARE	0.0475646	0.67	F-Statistic: 12.75
LOG_SALES	0.0071711	0.18	Prob(F-statistic): 0.0000
LOG_EQUITY	-0.15629	-3.71***	Number of observation: 115
GDPRBCAP	0.3806505	1.06	Root MSE: 0.24173
GPDB	-0.5410299	-0.85	
LOG_ER	-0.0757988	-0.93	

Keterangan signifikansi:

- *** : Signifikan dalam $\alpha = 1\%$
- ** : Signifikan dalam $\alpha = 5\%$
- * : Signifikan dalam $\alpha = 10\%$

Hasil uji Stata yang telah terbebas dari semua masalah asumsi dasar tersebut menunjukkan bahwa model ini memiliki keakuratan sebesar 41.91 persen

(nilai *adjusted R*² = 0.4191), artinya model ini mampu menggambarkan variasi dari variabel terikatnya oleh variasi variabel bebasnya sebesar 41.91 persen. Hasil ini kembali menunjukkan bahwa model penyesuaian ini memiliki keakuratan yang lebih tinggi dibandingkan model awalnya. Sementara dilihat dari F-stat dimana probabilitas F-stat sebesar 0.0000 (prob F stat < α (1%)), yang berarti variabel bebas dalam persamaan Model Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN (DPRIV, GOVSHARE, LOG_SALES, LOG_EQUITY, GPRBCAP, GPDB, LOG_ER) secara bersama-sama mempengaruhi variabel terikatnya (ERA), sehingga model ini dapat dinyatakan baik. Penjelasan dan analisis lebih lanjut tentang pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dalam model tersebut dapat dilihat dalam Tabel 5.21 berikut ini.

Tabel 5.21. Arah dan Signifikansi Model Penyesuaian Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN

Variabel	Estimasi Arah	Arah pada Hasil Regresi	Keterangan
DPRIV	Negatif	Positif	Tidak signifikan, arah berbeda
GOVSHARE	Positif	Positif	Tidak signifikan, arah sama
LOG_SALES	Negatif	Positif	Tidak signifikan, arah berbeda
LOG_EQUITY	Negatif	Negatif	Signifikan (pada $\alpha = 0.01$), arah sama
GPRBCAP	Negatif	Positif	Tidak signifikan, arah berbeda
GPDB	Negatif	Negatif	Tidak signifikan, arah sama
LOG_ER	Positif	Negatif	Tidak signifikan, arah berbeda

Dari hasil regresi model Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN, terlihat bahwa hanya terdapat satu variabel yang secara signifikan mempengaruhi kinerja BUMN dalam hal intensitas tenaga kerja. Perlu diingat, bahwa angka intensitas tenaga kerja (ERA) yang semakin besar menunjukkan kinerja BUMN semakin tidak baik, dimana BUMN lebih tidak efisien menggunakan tenaga kerjanya. Secara lengkap, besar dan arah pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat (ERA) adalah sebagai berikut:

- DPRIV (dummy privatisasi): dummy privatisasi merepresentasikan angka 1 untuk BUMN yang lebih awal melakukan privatisasi (sebelum tahun 1998) dan angka 0 untuk BUMN yang belakangan melakukan privatisasi (setelah tahun 1998). Pada model ini, DPRIV tidak terbukti secara signifikan mempengaruhi intensitas tenaga kerja BUMN, serta arahnya tidak sesuai dengan hipotesis. Koefisien variabel DPRIV sebesar 0.0264826 menggambarkan bahwa BUMN yang melakukan privatisasi lebih awal memiliki intensitas tenaga kerja yang lebih tinggi dibandingkan BUMN yang melakukan privatisasi belakangan sebesar 0.026 persen (hubungan positif).
- GOVSHARE (jumlah kepemilikan saham pemerintah): meskipun tidak signifikan, arah hubungan antara kepemilikan saham pemerintah dengan intensitas tenaga kerja BUMN sudah benar sesuai dengan hipotesis, yaitu semakin tinggi kepemilikan saham pemerintah pada suatu BUMN akan meningkatkan intensitas tenaga kerja BUMN tersebut. Koefisien variabel GOVSHARE sebesar 0.0475646 menggambarkan bahwa tiap kenaikan kepemilikan saham pemerintah sebesar 1 persen akan meningkatkan rasio intensitas tenaga kerja BUMN sebesar 0.047 persen (hubungan positif).
- LOG_SALES (logaritma *real sales* BUMN): secara tidak signifikan peningkatan *real sales* BUMN mempengaruhi intensitas tenaga kerja pada arah yang tidak sesuai dengan hipotesis. Hasil regresi menunjukkan bahwa arah hubungan antara *real sales* dengan intensitas tenaga kerja BUMN adalah positif, meskipun hubungan keduanya tidak signifikan. Koefisien variabel LOG_SALES sebesar 0.0071711 menggambarkan bahwa kenaikan 1 persen pada *real sales* BUMN akan berpengaruh menaikkan rasio intensitas tenaga kerja BUMN sebesar 0.0071 persen (hubungan positif).
- LOG_EQUITY (logaritma modal saham perusahaan): secara signifikan, modal saham perusahaan terbukti mempengaruhi rasio intensitas tenaga kerja BUMN. Arah variabel LOG_EQUITY juga terbukti sesuai hipotesis, yaitu semakin besar modal saham perusahaan mampu menurunkan intensitas tenaga kerja BUMN. Koefisien variabel LOG_EQUITY sebesar

-0.15629 menunjukkan bahwa semakin besar modal saham BUMN akan menurunkan intensitas tenaga kerja BUMN sebesar 0.15 persen (hubungan negatif).

- GPDRBCAP (pertumbuhan Produk Domestik Regional Bruto per Kapita): hubungan antara pertumbuhan PDRB per kapita dengan intensitas tenaga kerja BUMN pada model ini tidak terbukti secara signifikan serta arahnya tidak sesuai dengan hipotesis. Arah hubungan PDRB per kapita pada lokasi BUMN beroperasi dengan intensitas tenaga kerja BUMN pada model ini terjadi secara positif. Koefisien variabel GPDRBCAP sebesar 0.3806505 menggambarkan bahwa tiap kenaikan pertumbuhan PDRB per kapita sebesar 1 persen akan meningkatkan intensitas tenaga kerja BUMN sebesar 0.38 persen (hubungan positif).
- GPDB (pertumbuhan Produk Domestik Bruto): meskipun pertumbuhan PDB nasional secara tidak signifikan mempengaruhi intensitas tenaga kerja BUMN, namun arahnya sesuai dengan hipotesis. Koefisien variabel GPDB sebesar -0.5410299 menggambarkan bahwa kenaikan PDB sebesar 1 persen akan menurunkan intensitas tenaga kerja BUMN sebesar 0.54 persen (hubungan negatif).
- LOG_ER (logaritma varians nilai tukar rupiah): secara tidak signifikan, hubungan antara varians nilai tukar rupiah dengan rasio hutang BUMN juga tidak sesuai dengan hipotesis. Hal ini menggambarkan bahwa banyak sedikitnya tenaga kerja yang digunakan BUMN tidak dipengaruhi oleh gejolak nilai tukar. Koefisien variabel LOG_ER sebesar -0.0757988 menggambarkan bahwa kenaikan varians nilai tukar rupiah sebesar 1 persen akan menurunkan intensitas tenaga kerja BUMN sebesar 0.075 persen (hubungan negatif).

Secara umum, model Pengaruh Privatisasi terhadap Intensitas Tenaga Kerja BUMN menunjukkan hasil yang tidak sebaik dua model sebelumnya. Hanya terdapat satu variabel yang signifikan di dalam model ini, serta tidak terbuktinya hubungan antara privatisasi dengan intensitas tenaga kerja BUMN. Walaupun demikian, hasil ini memang konsisten dengan hasil pada model awal,

dimana privatisasi tidak terbukti secara signifikan mempengaruhi kinerja BUMN pada indikator intensitas tenaga kerja. Hasil ini juga konsisten sesuai dengan hasil analisis deskriptif, dimana penggunaan tenaga kerja tidak dipengaruhi oleh proses privatisasi, melainkan oleh karakteristik BUMN tersebut yang padat karya atau padat modal. Hasil ini sekaligus membuktikan bahwa jumlah tenaga kerja merupakan salah satu hal yang sensitif dan sulit diubah dalam BUMN, terutama terkait dengan sulitnya melakukan pemecatan terhadap Pegawai Negeri Sipil (PNS) walaupun mungkin kinerjanya kurang produktif dan memuaskan.

