

Profil Risiko dan Imbal Hasil pada Perusahaan Pemerintah: Bukti Empiris dari Bursa Efek Indonesia

Ringkot P. Nainggolan^{1*}, Rexon Nainggolan²

¹Program Studi Akuntansi, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Jayakarta, Jakarta, Indonesia

²Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Advent Surya Nusantara, Pematang Siantar, Indonesia

Email: ^{1*}ringkot.pn@stie.jayakarta.ac.id, ²rexon.nainggolan@suryanusantara.ac.id

Abstract

This study investigates the effect of government ownership on the risk-return profile of firms listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). Using a comprehensive sample of 600 companies, this research employs the Capital Asset Pricing Model (CAPM) framework to examine financial performance from the perspectives of risk-adjusted return (Alpha), systematic risk (Beta), and total volatility (Standard Deviation). The sample is divided into two parts, namely government-owned companies (n=33) and non-government companies (n=567). Statistical analysis using the T-Test and Welch T-Test reveals three main findings. First, there is no significant difference in Alpha between the two groups, indicating that government ownership does not result in a systematic performance penalty or premium after risk adjustment. Second, government-related companies exhibit much higher Beta coefficients, indicating greater sensitivity to market movements than non-government companies. Third, although they have higher systematic risk, there is no significant difference in total volatility (Standard Deviation) between the two groups. This indicates a risk-sharing phenomenon where the increased market sensitivity of government companies is offset by lower idiosyncratic risk. These results indicate that on the IDX, ownership structure is a determinant of the risk borne by investors but plays a lesser role in determining risk-adjusted returns.

Keywords: Government Ownership, Capital Asset Pricing Model (CAPM), Systematic Risk (Beta), Alpha, Total Volatility.

Abstrak

Studi ini menyelidiki pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap profil risiko-pengembalian perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dengan menggunakan sampel komprehensif sebanyak 600 perusahaan, penelitian ini menggunakan kerangka kerja Capital Asset Pricing Model (CAPM) untuk mendalami kinerja keuangan dari sudut pandang tingkat pengembalian yang disesuaikan dengan risiko (Alpha), risiko sistematis (Beta), dan volatilitas total (Standar Deviasi). Sampel dibagi menjadi dua bagian, yaitu perusahaan pemerintah (n=33), serta perusahaan non-pemerintah (n=567). Analisis statistik yang dilakukan melalui Uji-T dan Uji-T Welch mengungkap tiga temuan utama. Pertama, tidak ada perbedaan signifikan pada Alpha antara kedua kelompok, menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah tidak menghasilkan penalti atau premium kinerja sistematis setelah disesuaikan dengan risiko. Kedua, perusahaan yang terkait dengan pemerintah menunjukkan koefisien Beta yang jauh lebih tinggi, menunjukkan sensitivitas yang jauh lebih kuat terhadap pergerakan pasar dibandingkan perusahaan non-pemerintah. Ketiga, meskipun memiliki risiko sistematis yang lebih tinggi, tidak terdapat perbedaan signifikan dalam volatilitas total (Standar Deviasi) antara kedua kelompok tersebut. Ini menunjukkan fenomena pertukaran resiko di mana meningkatnya sensitivitas pasar dari perusahaan pemerintah diimbangi oleh risiko idiosinkratik yang lebih rendah. Hasil ini mengindikasikan bahwa di BEI, struktur kepemilikan berperan sebagai determinan dari risiko yang ditanggung investor, namun kurang berperan dalam menentukan pengembalian yang disesuaikan dengan risiko.

Kata Kunci: Kepemilikan Pemerintah, Capital Asset Pricing Model (CAPM), Risiko Sistematis (Beta), Alpha, Volatilitas Total.

1. PENDAHULUAN

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) adalah kelompok perusahaan yang penting [1-3] karena peran gandanya sebagai mesin pembangunan nasional sekaligus sebagai fondasi keuangan [4]. Perusahaan-perusahaan ini memiliki kapitalisasi pasar yang besar di pasar saham Indonesia dan sering dianggap sebagai investasi aman oleh para investor, karena memiliki sifat quasi-pemerintah [5-7] yang unik. Namun, keyakinan konvensional bahwa perusahaan-perusahaan ini memiliki profil risiko-imbal hasil yang baik karena struktur kepemilikannya yang spesifik masih harus diuji secara empiris.

Dasar teoritis untuk analisis komparatif antara perusahaan pemerintah dan non-pemerintah terutama didasarkan pada Teori Keagenan. Menurut teori ini, konflik keagenan muncul dari perbedaan kepentingan antara manajer dan pemilik [8]; namun, pada BUMN, konflik ini diperparah oleh adanya mandat ganda perusahaan ini [9, 10]. Berbeda dengan perusahaan non-pemerintah yang berfokus pada maksimalisasi kekayaan pemegang saham, BUMN harus menyeimbangkan kepentingan profitabilitas komersial dengan Kewajiban Pelayanan Publik [11-13]. Campur tangan politik [14-16] sering mengakibatkan alokasi modal yang tidak optimal dan kendala anggaran yang tidak optimum. Akibatnya, kurangnya disiplin pasar dan tekanan untuk memenuhi tujuan sosial atau politik menyebabkan dugaan bahwa perusahaan pemerintah akan menunjukkan efisiensi yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan jenis lain, yang beroperasi di bawah tata kelola yang lebih terstruktur.

Selain teori di atas, dalam membahas dinamika risiko pasar, konsep Capital Asset Pricing Model (CAPM) sering digunakan sebagai dalam mengevaluasi sensitivitas pasar (Beta). Di pasar saham Indonesia, kepemilikan pemerintah biasanya terkonsentrasi pada sektor-sektor yang penting secara sistemik dan sangat diatur seperti pada sektor infrastruktur, energi, dan perbankan. Operasional perusahaan-perusahaan pemerintah sering dikait kebijakan dan kepentingan politik [15-17], namun di sisi lain peran pemerintah dapat pula diartikan sebagai stabilitas pada pasar saham [18]. Tingkat integrasi yang tinggi ini menunjukkan adanya dugaan bahwa BUMN lebih sensitif terhadap fluktuasi pasar [19]. Selain itu, profil risiko total, yang diukur oleh Standar Deviasi, dapat dipengaruhi oleh asimetri informasi seputar intervensi pemerintah sebagai pemegang saham [9, 20]. Kombinasi dari kedua hal ini menjadikan saham-saham milik pemerintah menjadi obyek penelitian yang perlu dicermati lebih dalam.

Peran ganda perusahaan pemerintah sebagaimana disebutkan di atas menciptakan kompleksitas yang secara signifikan meningkatkan asimetri informasi bagi investor. Penugasan pemerintah sering kali mendistorsi laporan keuangan karena biaya pelayanan publik sulit dipisahkan secara transparan dari biaya operasional murni, sehingga menurunkan kualitas laba (*earnings quality*) akibat adanya potensi manajemen laba untuk menyeimbangkan target profitabilitas dan beban sosial. Fenomena ini tercermin pada nilai Alpha yang cenderung tertekan, karena pasar memberikan diskon valuasi atas kekhawatiran intervensi politik yang menggerus efisiensi komersial. Namun di sisi lain, nilai Beta pada kelompok perusahaan ini dapat menjadi sangat sensitif terhadap risiko regulasi dan kebijakan fiskal dibandingkan risiko pasar murni, mengingat keberlangsungan usaha perusahaan pemerintah sangat bergantung pada skema kompensasi dan stabilitas kebijakan pemerintah.

Penelitian ini bertujuan untuk mendekonstruksi profil risiko dan imbal hasil dari perusahaan pemerintah Indonesia yang tercatat pada pasar saham Indonesia, dengan memeriksa variasi koefisien Alpha dan Beta. Memahami profil ini sangat penting bagi investor institusional dan ritel yang harus memahami pertimbangan antara stabilitas yang ditawarkan pemerintah sebagai pemegang saham dan dinamika volatilitas pasar. Penelitian ini berkontribusi penting pada diskusi yang sedang berlangsung mengenai efektivitas klasifikasi kelompok usaha pemerintah sebagai proksi dalam pengukuran risiko. Studi ini mempersembahkan novelty penelitian yang menarik dengan menantang asumsi gap kinerja pada perusahaan pemerintah dari sudut pandang metrik CPAM, seperti alpha, beta, dan standar deviasi. Dengan menganalisis dataset yang komprehensif dari entitas ini, penelitian ini memberikan bukti empiris apakah efek pemerintah memiliki kekuatan pembeda dalam profil risiko dan imbal hasil di pasar saham Indonesia.

Penelitian ini memberikan kontribusi penting pada literatur keuangan dan akuntansi dengan mengeksplorasi dikotomi risiko pada perusahaan milik negara. Berbeda dengan teori agensi klasik dari Jensen & Meckling (1976) yang secara umum menyoroti inefisiensi akibat konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham, penelitian ini melangkah lebih jauh dengan menganalisis struktur risiko secara lebih mendalam di pasar negara berkembang. Kebaruan

utama penelitian ini terletak pada temuan bahwa terdapat mekanisme kompensasi risiko yang unik pada perusahaan pemerintah di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sementara penelitian terdahulu seringkali hanya berhenti pada temuan bahwa perusahaan pemerintah memiliki Beta yang tinggi karena sensitivitas terhadap kebijakan makro, penelitian ini secara spesifik mendokumentasikan bahwa risiko idiosinkratik perusahaan pemerintah yang secara signifikan lebih rendah berperan sebagai penyeimbang (offsetting mechanism) terhadap risiko sistematis tersebut. Selain itu, penelitian ini secara metodologis melakukan uji ketahanan dengan menggunakan Propensity Score Matching (PSM) berdasarkan jumlah saham beredar (Total Listed Shares), yang memberikan bukti empiris yang lebih kuat bahwa fenomena stabilitas dalam volatilitas ini bukan disebabkan oleh faktor jumlah saham yang beredar, melainkan murni dari implikasi status kepemilikan pemerintah. Temuan ini menantang pandangan konvensional dan menawarkan perspektif baru mengenai bagaimana pasar modal mengkonstruksi profil risiko perusahaan pemerintah sebagai instrumen investasi yang memiliki risk-return profile yang berbeda dibandingkan perusahaan lainnya.

2. METODE PENELITIAN

2.1. Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan desain penelitian kuantitatif dengan pendekatan komparatif untuk mengevaluasi perbedaan kinerja keuangan dan metrik risiko antara perusahaan yang terdaftar dengan kepemilikan pemerintah (BUMN, BUMD, dan anak perusahaannya) dan perusahaan non-pemerintah. Penelitian ini menggunakan data yang diperoleh dari pengembalian saham harian Bursa Efek Indonesia dan pergerakan indeks pasar tersebut untuk menghitung metrik yang disesuaikan dengan risiko melalui kerangka Capital Asset Pricing Model (CAPM).

2.2. Populasi and Sampel

Populasi penelitian adalah semua perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode pengamatan. Dari populasi ini, sampel akhir sebanyak 600 perusahaan pada 31 Desember 2024 dipilih berdasarkan ketersediaan data perdagangan harian lengkap dan metrik model pasar. Untuk memfasilitasi analisis komparatif yang kuat, sampel dibagi menjadi dua kategori yang berbeda, yaitu entitas terkait pemerintah dan perusahaan non-pemerintah. Kelompok terkait pemerintah ($n=33$) terdiri dari Badan Usaha Milik Negara (BUMN) langsung, anak perusahaan yang tercatat di bursa yang dikendalikan oleh perusahaan induk negara dan Bank Milik Pemerintah Daerah (BUMD). Sisa 567 perusahaan membentuk kelompok sektor non-pemerintah, yang mewakili berbagai industri termasuk barang konsumen, teknologi, dan manufaktur.

Kepemilikan pemerintah pada perusahaan yang terdaftar di IDX dapat diidentifikasi berdasarkan keikutsertaan dalam indeks IDXBUMN20. Selain itu, identifikasi juga dapat dikenali dari penggunaan kata "Persero" pada nama perusahaan tersebut. Analisis juga dilakukan dengan memeriksa data kepemilikan mayoritas yang ada hubungannya dengan negara Republik Indonesia atau pemerintah daerah. Sampel ini juga mencakup anak perusahaan dan bank daerah, selain BUMN utama, sehingga mewakili seluruh spektrum pengaruh strategis pemerintah. Dengan pendekatan ini, studi ini tidak hanya membandingkan perusahaan besar milik negara dengan pasar, tetapi juga menilai dampak kepemilikan pemerintah pada berbagai ukuran perusahaan dan wilayah, sehingga memberikan gambaran lebih detail tentang efek kepemilikan di IDX.

2.3. Operasionalisasi Variabel

Penelitian ini mengoperasionalkan kinerja perusahaan dan risiko melalui tiga variabel kunci yang berasal dari Model Pasar. Kerangka ini memisahkan total imbal hasil saham menjadi komponen yang sensitif terhadap pasar secara keseluruhan dan yang unik bagi perusahaan itu sendiri. Dengan meregresikan imbal hasil saham harian masing-masing perusahaan terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), profil keuangan setiap perusahaan didefinisikan oleh intercept dan slope, serta dispersi imbal hasil keseluruhannya. Alpha berfungsi sebagai ukuran utama kinerja abnormal, yang mewakili imbal hasil lebih yang disesuaikan dengan risiko dan independen dari pergerakan pasar. Beta adalah ukuran risiko sistematis, yang mengukur seberapa sensitif harga saham perusahaan terhadap fluktuasi pasar secara umum. Untuk menangkap spektrum risiko secara keseluruhan, Standar Deviasi digunakan untuk mewakili volatilitas total.

Table 1. Ringkasan Operasionalisasi Variabel

Variabel	Notasi	Definisi	Pengukuran Operasional
Pengembalian Abnormal	α	Titik potong dari regresi Model Pasar.	Imbal hasil lebih yang disesuaikan dengan risiko dan independen dari pasar.
Risiko Sistematis	β	Kemiringan regresi Model Pasar.	Sensitivitas pengembalian saham relatif terhadap pergerakan IHSG.
Risiko Total	StDev	Deviasi standar dari pengembalian harian.	Volatilitas keseluruhan termasuk risiko sistematis dan risiko spesifik perusahaan.

2.4. Teknik Analisis Data

Analisis penelitian ini dilakukan melalui proses kuantitatif berjenjang yang dirancang untuk membandingkan profil keuangan perusahaan pemerintah dan non-pemerintah. Tahapan penelitian diawali dengan melibatkan perhitungan Statistik Deskriptif seperti mean, median, dan standar deviasi deviasi untuk memberikan gambaran dasar distribusi data setiap kelompok. Untuk menguji hipotesis spesifik (H1, H2, dan H3), penelitian ini menggunakan Uji T Sampel Independen. Semua pengujian hipotesis dilakukan pada tingkat kepercayaan 95% ($\alpha = 0,05$). Nilai p kurang dari 0,05 menunjukkan perbedaan signifikan secara statistik antara kedua kategori kepemilikan.

2.5. Penilaian Ekonometrika terhadap Hipotesis

Pengukuran ekonometrik terhadap Hipotesis dalam studi ini dilakukan untuk menentukan apakah perbedaan dalam risiko dan pengembalian signifikan secara statistik atau hanya merupakan hasil dari fluktuasi pasar yang acak. Penilaian ini didasarkan pada Model Pasar dan CAPM, dengan menganggap kepemilikan sebagai faktor penjelas utama untuk varians dalam profil risiko dan imbal hasil sebuah perusahaan.

Model ini menguji pengaruh kepemilikan (Ownership) pada variabel dependen dan menggunakan uji t standar dan uji t-Welch. Berbeda dengan uji t yang standar, uji t-Welch tidak mengasumsikan homogenitas varians, menjadikannya pilihan yang lebih kuat saat menganalisis data keuangan di mana volatilitas (risiko) satu kelompok mungkin berbeda secara signifikan dari kelompok lain. Uji ini memastikan bahwa nilai p yang dihasilkan memberikan dasar yang dapat diandalkan untuk menentukan apakah perbedaan yang diamati dalam Alpha antara kelompok ini secara statistik signifikan atau hanya akibat kesalahan pengambilan sampel secara acak.

Model pengujian dapat digambarkan dalam persamaan berikut ini.

$$\text{Variable}_i = f(\text{Ownership}_i) + \mu_i \quad (1)$$

Dalam model tersebut di atas, variabel dependen (Variable_i) mewakili metrik keuangan spesifik yang sedang diuji, yaitu Alpha, Beta, atau Standar Deviasi, untuk setiap perusahaan individu dalam sampel. Notasi f(Ownership_i) mewakili variabel independen, dioperasionalkan sebagai variabel dummy biner di mana nilai 1 menunjukkan status terkait pemerintah dan 0 menunjukkan kepemilikan non-pemerintah. Dengan mengisolasi faktor ini, model tersebut berupaya untuk menentukan apakah afiliasi negara berperan sebagai pendorong sistematis imbal hasil keuangan di Bursa Efek Indonesia.

2.5. Uji Ketahanan (*Robustness Test*)

Untuk mengatasi potensi bias oleh karena perbedaan jumlah sampel, penelitian ini melakukan uji ketahanan (*robustness test*) dengan menerapkan prosedur Propensity Score Matching (PSM). Penggunaan PSM bertujuan untuk memastikan bahwa perbedaan profil risiko dan imbal hasil antara perusahaan pemerintah (BUMN) dan perusahaan swasta bukan merupakan artefak dari perbedaan karakteristik likuiditas dan skala modal. Dalam prosedur ini, jumlah saham beredar (dalam bentuk logaritma natural) digunakan sebagai variabel penyeimbang (*covariate*) utama karena jumlah saham beredar merupakan determinan krusial bagi likuiditas pasar yang secara langsung memengaruhi estimasi Beta dan volatilitas return.

Tahapan analisis dimulai dengan mengestimasi propensity score melalui model regresi logistik untuk menentukan probabilitas suatu perusahaan menyandang status BUMN. Selanjutnya, pencocokan dilakukan menggunakan algoritma 1:1 Nearest Neighbor Matching dengan batas caliper sebesar 0,05 guna memastikan setiap BUMN dipasangkan dengan perusahaan swasta yang memiliki tingkat likuiditas paling identik. Validitas prosedur ini diverifikasi melalui uji keseimbangan (*balancing test*) untuk menjamin bahwa tidak terdapat lagi perbedaan statistik yang signifikan pada variabel kontrol setelah proses matching. Dengan membandingkan hasil

pada sampel yang telah berpasangan (matched sample), penelitian ini dapat mengisolasi efek kepemilikan pemerintah secara lebih akurat, sehingga meningkatkan kredibilitas dan validitas internal dari temuan penelitian.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1. Statistik Deskriptif: Analisis Sampel Penuh

Tabel 2 di bawah ini memberikan ringkasan komprehensif tentang distribusi data untuk tiga variabel utama di seluruh sampel penelitian. Metrik-metrik ini menetapkan garis dasar pasar secara keseluruhan sebelum data dipecah berdasarkan struktur kepemilikan.

Tabel 2. Statistik Deskriptif: Analisis Sampel Penuh

Variabel	N	Mean	Std. Dev	Min	Median	Max
Alpha (α)	600	-0.00136	0.00304	-0.01318	-0.00079	0.00991
Beta (β)	600	0.3712	0.48329	-1.1792	0.32091	1.94612
Stdev (σ)	600	0.02291	0.01283	0.00547	0.02004	0.08667

Distribusi Alpha menunjukkan bahwa perusahaan tercatat rata-rata di Bursa Efek Indonesia beroperasi dengan pengembalian berlebih yang disesuaikan risiko sedikit negatif, dengan nilai rata-rata sebesar -0,00136. Deviasi standar yang relatif sempit dengan nilai 0,003 menunjukkan sebagian besar perusahaan terkumpul rapat di sekitar keseimbangan pasar, meskipun terdapat outlier signifikan, terutama pada ekor negatif (Min: -0,01318).

Dalam hal sensitivitas pasar, Beta untuk seluruh sampel rata-rata adalah 0,3712. Rata-rata yang relatif rendah ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan yang terdaftar di IDX menunjukkan karakteristik defensif atau korelasi rendah dengan indeks pasar agregat (IHSG). Namun, standar deviasi yang tinggi (0,483) dan rentang yang luas—memanjang dari nilai negatif hingga hampir 2,0—menyoroti adanya keragaman signifikan dalam bagaimana berbagai perusahaan merespons volatilitas pasar secara keseluruhan.

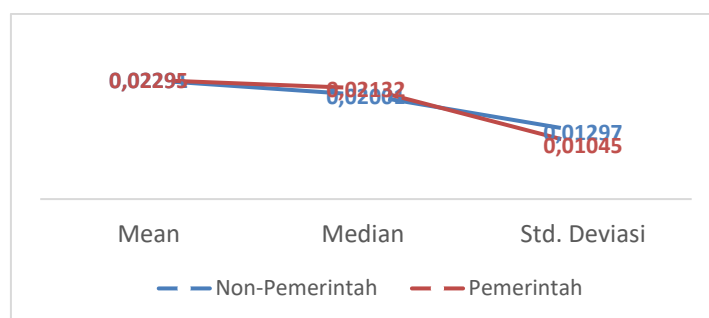
3.2. Kepemilikan Pemerintah dan Pengembalian yang Disesuaikan dengan Risiko (Alpha)

Tabel 3 di bawah ini menyajikan kecenderungan pusat dan dispersi dari pengembalian berlebih yang disesuaikan dengan risiko (Alpha) yang dikategorikan berdasarkan kepemilikan perusahaan. Metrik ini menyediakan data dasar untuk menilai kesenjangan kinerja antara sektor publik dan swasta.

Tabel 3. Statistik Deskriptif untuk Alpha berdasarkan Kelompok Kepemilikan

Kepemilikan	N	Mean (Alpha)	Median (Alpha)	Std. Deviasi
Non-Pemerintah	567	-0.00134	-0.00075	0.00304
Pemerintah	33	-0.00175	-0.00154	0.00305

Statistik deskriptif sebagaimana disajikan di atas lebih jelas diperlihatkan pada Gambar 1 yang memperlihatkan bahwa kedua kelompok kepemilikan beroperasi dalam rentang kinerja yang dekat. Perusahaan non-pemerintah menunjukkan rata-rata Alfa sebesar -0,00134, sedikit lebih tinggi daripada -0,00175 pada entitas terkait pemerintah. Selisih yang sempit ini juga tercermin dalam nilai median, di mana perusahaan swasta (-0,00075) tampak sedikit lebih dekat ke titik impas nol dibandingkan kelompok pemerintah (-0,00154). Perlu dicatat bahwa volatilitas pengembalian ini, yang diwakili oleh deviasi standar, hampir identik untuk kedua kelompok sekitar 0,0030. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun perusahaan yang terkait pemerintah sering dipersepsikan lebih stabil karena dukungan negara, pengembalian berlebih yang disesuaikan dengan risiko mereka berfluktuasi dengan intensitas yang serupa dengan perusahaan non-pemerintah.



Gambar 1. Statistik Deskriptif untuk Alpha berdasarkan Kelompok Kepemilikan

Sebaran data menunjukkan bahwa perusahaan swasta memiliki rentang hasil yang sedikit lebih luas, mencapai Alpha maksimum sebesar 0,00991, sedangkan Alpha tertinggi yang tercatat untuk perusahaan terkait pemerintah adalah 0,00284. Hal ini menunjukkan bahwa ekor dari distribusi kinerja—khususnya potensi untuk pengembalian abnormal yang tinggi—lebih menonjol di sektor non-pemerintah. Namun, rata-rata dan deviasi standar yang konsisten di kedua kategori menunjukkan bahwa, secara rata-rata, Bursa Efek Indonesia tidak terlalu menganjar atau memberi penghargaan pada suatu perusahaan semata-mata berdasarkan afiliasi pemerintahnya ketika pengembalian disesuaikan dengan risiko sistematis.

Tabel 4 berikut ini menyajikan pengujian statistik formal yang digunakan untuk menentukan validitas H1. Hasil tersebut menggunakan uji t-Welch, yang sesuai untuk membandingkan dua kelompok independen dengan varians yang tidak sama dan kemungkinan ukuran sampel yang berbeda.

Table 4. Hasil Uji t-Welch untuk Pengujian H₁

Test Parameter	Value
Mean Difference (AlphaGov–AlphaPrivate)	-0.00041
T-statistic	-0.7499
Degrees of Freedom (df)	35.48
Two-tailed P-value	0.4582
One-tailed P-value (Gov<Private)	0.2291
Significance Level (α)	0.05
Empirical Decision	Fail to Reject H ₀ (Reject H ₁)

Hasil statistik menunjukkan bahwa tidak ada dukungan empiris untuk klaim bahwa perusahaan terkait pemerintah berkinerja lebih buruk dibandingkan perusahaan sektor swasta berdasarkan risiko yang disesuaikan. Statistik t yang dihitung sebesar -0,7499 berada jauh di dalam wilayah non-penolakan dari distribusi t, dan nilai p satu arah yang dihasilkan sebesar 0,2291 secara signifikan lebih tinggi daripada ambang batas standar 0,05 yang diperlukan untuk signifikansi statistik. Hal ini menunjukkan bahwa perbedaan rata-rata yang diamati dalam Alpha (-0,00041) dapat diabaikan dan kemungkinan merupakan hasil variasi acak dalam sampel daripada efek sistematis dari struktur kepemilikan.

Dengan demikian, hipotesis nol—yang berpendapat bahwa tidak ada perbedaan signifikan dalam Alpha antara kedua kelompok—tidak dapat ditolak. Meskipun perusahaan yang terhubung dengan pemerintah sering dikaitkan dengan mandat operasional atau struktur birokrasi yang berbeda, faktor-faktor ini tampaknya tidak menghasilkan kerugian signifikan yang dapat diamati secara statistik. Hal ini menunjukkan bahwa Bursa Efek Indonesia secara efektif mengintegrasikan informasi kepemilikan ke dalam penentuan harga saham, memastikan bahwa pengembalian abnormal pada dasarnya tidak ditentukan oleh apakah sebuah perusahaan dimiliki pemerintah atau non-pemerintah.

Penolakan terhadap H₁ sejalan dengan bentuk semi-kuat dari Hipotesis Pasar Efisien. Secara teoritis, jika pasar efisien, semua informasi yang tersedia untuk publik—termasuk struktur kepemilikan suatu perusahaan dan risiko politik atau birokratis yang terkait dengan kepemilikan pemerintah—sudah tercermin dalam harga saham. Ini berarti bahwa efek pemerintah sudah dihitung sejak awal. Akibatnya, seorang investor tidak akan mengharapkan adanya perbedaan yang persisten dalam koefisien Alpha antara perusahaan pemerintah dan non-pemerintah, karena keseimbangan pasar yang cepat menyesuaikan harga mencerminkan realitas struktural pada pasar modal.

3.2. Kepemilikan Pemerintah dan Sensitivitas Pasar (Beta)

Penelitian ini secara formal memeriksa H₂ dengan menggunakan koefisien risiko sistematis (Beta) dari perusahaan pemerintah dibandingkan dengan perusahaan non-pemerintah. Koefisien Beta mengukur sensitivitas saham terhadap pergerakan pasar, di mana nilai 1,0 menunjukkan bahwa saham bergerak dalam korelasi sempurna dengan indeks pasar.

Sebagaimana disajikan pada Tabel 5 berikut ini, perusahaan terkait pemerintah menunjukkan Beta rata-rata sebesar 0,9417, yang hampir tiga kali lipat lebih tinggi dibandingkan rata-rata 0,3422 yang diamati pada perusahaan non-pemerintah. Data-data ini secara jelas memberikan dukungan empiris yang kuat untuk Hipotesis H₂. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang terhubung dengan pemerintah di Bursa Efek Indonesia bertindak sebagai proksi pasar dengan sensitivitas tinggi. Temuan ini sangat berakar pada teori Capital Asset Pricing Model (CAPM). Secara teoretis, perusahaan milik negara (BUMN) biasanya merupakan entitas berkapitalisasi

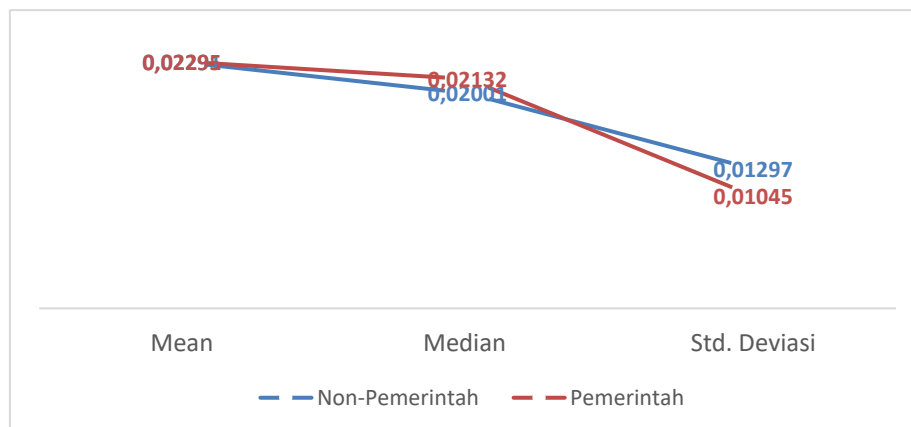
besar. Karena perusahaan-perusahaan ini sering mendominasi sektor vital seperti keuangan, infrastruktur, dan telekomunikasi, kinerja individual mereka secara alami lebih terkait dengan ekonomi nasional secara keseluruhan dan tolok ukur pasar. Profil risiko sistematis yang tinggi ini menunjukkan bahwa pasar berasumsi bahwa perusahaan pemerintah adalah perusahaan-perusahaan yang sehat.

Temuan mengenai koefisien Beta yang tinggi pada perusahaan pemerintah berimplikasi langsung pada struktur biaya modal perusahaan. Dalam perspektif CAPM, Beta yang tinggi menyebabkan *Cost of Equity* meningkat, karena investor memandang perusahaan pemerintah sebagai entitas yang sangat responsif terhadap guncangan ekonomi makro. Implikasinya bagi manajemen perusahaan pemerintah adalah meningkatnya beban pendanaan melalui ekuitas, yang pada gilirannya menuntut efisiensi operasional yang lebih tinggi guna memenuhi tingkat pengembalian pasar. Namun demikian, manajer keuangan perusahaan ini dapat memanfaatkan status kepemilikan negara sebagai instrumen untuk menyeimbangkan struktur modal. Melalui pemanfaatan jaminan implisit pemerintah, perusahaan milik negara dapat mengakses pendanaan utang dengan biaya yang lebih rendah untuk mengompensasi mahalanya biaya ekuitas. Selain itu, manajemen perlu memberikan penekanan pada rendahnya risiko idiosinkratik guna meyakinkan investor bahwa volatilitas yang terjadi murni merupakan dampak sistematis pasar, bukan akibat ketidakpastian internal perusahaan.

Selain hal tersebut, deviasi standar yang terlihat sempit dan median yang lebih tinggi (0,85) untuk kelompok pemerintah menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan ini secara konsisten tetap lebih dekat dengan keseimbangan pasar sebesar 1,0. Sebaliknya, sektor non-pemerintah menunjukkan distribusi Beta yang lebih rendah dan lebih terfragmentasi, menunjukkan tingginya prevalensi saham defensif atau idiosinkratik. Dengan demikian, meskipun uji sebelumnya menunjukkan tidak ada perbedaan dalam Alpha (efisiensi), uji ini menegaskan bahwa struktur kepemilikan adalah faktor menentukan dalam mengevaluasi paparan Risiko Sistematis suatu perusahaan. Hasil ini mendukung penerimaan H₂.

Tabel 5. Statistik Deskriptif untuk Beta berdasarkan Kelompok Kepemilikan

Kepemilikan	N	Mean (Beta)	Median (Beta)	Std. Deviasi
Non-Pemerintah	567	0.3422	0.3081	0.4616
Pemerintah	33	0.9417	0.8538	0.5516



Gambar 2. Statistik Deskriptif untuk Beta berdasarkan Kelompok Kepemilikan

Selanjutnya, Tabel 6 berikut merinci uji statistik formal yang digunakan untuk mengevaluasi H₂, membandingkan koefisien risiko sistematis (Beta) dari perusahaan terkait pemerintah dengan perusahaan non-pemerintah. Hasil uji t sampel independen menunjukkan perbedaan yang sangat signifikan dalam sensitivitas pasar antara kedua kelompok kepemilikan. Dengan statistik t yang dihitung sebesar 5,7515 dan nilai p sekitar 0,0000028, bukti ini sangat bertentangan dengan hipotesis nol tentang kesetaraan risiko. Karena nilai p jauh lebih rendah dari ambang signifikansi 0,05, Hipotesis 2 didukung, menegaskan bahwa perusahaan terkait pemerintah di Bursa Efek Indonesia menunjukkan risiko sistematis yang secara signifikan lebih tinggi dibandingkan perusahaan sektor swasta. Perbedaan rata-rata sebesar 0,5995 menyoroti bahwa entitas terkait pemerintah jauh lebih responsif terhadap guncangan pasar secara luas dan tren ekonomi secara umum.

Tabel 6. Hasil Uji T Sampel Independen untuk H₂

Test Parameter	Nilai
Mean Difference (BetaGov-BetaPrivate)	0.5995
T-statistic	5.7515
Degrees of Freedom (df)	31.06
P-value	2.7889×10 ⁻⁶
Significance Level (α)	0.05
Empirical Decision	Reject H ₀ (Support H ₂)

Perbedaan ini secara teoritis signifikan dalam kerangka CAPM. Karena perusahaan milik negara dan anak perusahaannya sering beroperasi di sektor kritis dan bernilai tinggi seperti perbankan, energi, dan infrastruktur, mereka berfungsi sebagai jangkar bagi indeks pasar. Akibatnya, harga saham mereka secara alami lebih sinkron dengan pergerakan pasar secara keseluruhan. Sebaliknya, Beta rata-rata yang jauh lebih rendah pada sektor non-pemerintah menunjukkan tingkat perilaku idiosinkratik atau defensif yang lebih tinggi. Temuan ini menunjukkan bahwa bagi investor di BEI, kepemilikan pemerintah adalah indikator pasti dari paparan risiko sistematis yang tinggi, bahkan ketika kinerja abnormal (Alpha) tetap secara statistik mirip dengan perusahaan non-pemerintah.

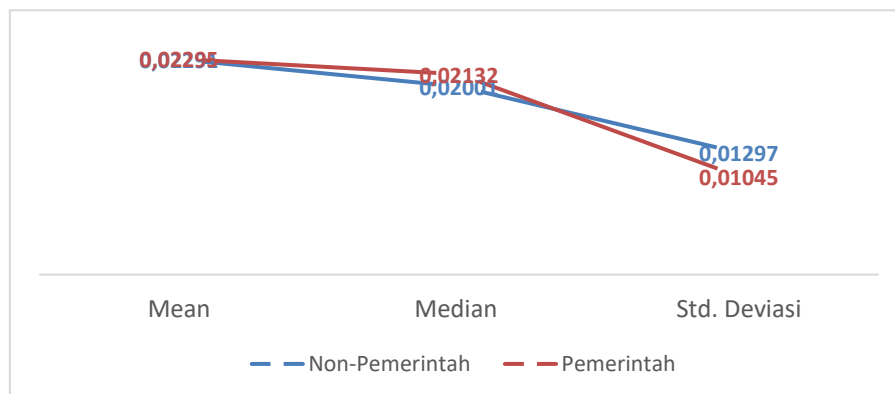
3.3. Kepemilikan Pemerintah dan Volatilitas Pasar

Untuk secara formal menilai H₃, kami menganalisis total volatilitas pengembalian saham, yang diukur dengan Standar Deviasi (Stdev), dengan membandingkan perusahaan terkait pemerintah (n=33) dengan perusahaan sektor swasta (n=567). Sementara Beta mengukur risiko sistematis, standar deviasi menangkap profil risiko total, termasuk baik fluktuasi pasar secara luas maupun volatilitas spesifik perusahaan (idiosinkratik).

Tabel 7 berikut merangkum distribusi volatilitas total di kedua kelompok. Statistik deskriptif menunjukkan tingkat volatilitas total yang hampir identik antara kedua kelompok kepemilikan. Rata-rata deviasi standar untuk perusahaan sektor swasta adalah 0,02291, sementara perusahaan terkait pemerintah menunjukkan rata-rata yang hampir identik sebesar 0,02295. Meskipun kelompok pemerintah memiliki median yang sedikit lebih tinggi (0,02132 lawan 0,02001), risiko totalnya lebih terkonsentrasi, sebagaimana dibuktikan oleh deviasi standar yang lebih rendah dalam kelompok (0,01045) dan rentang yang lebih sempit antara nilai minimum dan maksimumnya. Sebaliknya, sektor non-pemerintah menunjukkan spektrum risiko yang lebih luas, termasuk saham individu yang paling volatil dalam seluruh sampel. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun perusahaan non-pemerintah dapat sangat volatil, risiko rata-rata kolektifnya tidak dapat dibedakan dari perusahaan pemerintah.

Tabel 7. Statistik Deskriptif untuk StDev berdasarkan Kelompok Kepemilikan

Kepemilikan	N	Mean (StDev)	Median (StDev)	Std. Deviasi
Non-Pemerintah	567	0.02291	0.02001	0.01297
Pemerintah	33	0.02295	0.02132	0.01045



Gambar 3. Statistik Deskriptif untuk StDev berdasarkan Kelompok Kepemilikan

Selanjutnya Tabel 8, melalui uji t mengevaluasi apakah perbedaan marginal dalam rata-rata volatilitas signifikan secara statistik. Hasil statistik mengarah pada penolakan yang jelas terhadap H₃. Dengan t-statistik sebesar 0,0218 dan nilai p satu arah sebesar 0,4914, tidak ada bukti untuk mendukung klaim bahwa kepemilikan pemerintah menyebabkan volatilitas total yang secara

signifikan lebih tinggi. Perbedaan rata-rata antara kelompok-kelompok tersebut pada dasarnya adalah nol (0,00004), menunjukkan bahwa paparan risiko total bagi seorang investor sangat konsisten terlepas dari jenis kepemilikan. Meskipun perusahaan pemerintah sebelumnya telah menunjukkan risiko sistematis (Beta) yang jauh lebih tinggi, kesetaraan dalam volatilitas total ini menunjukkan bahwa kedua kelompok mencapai arah risiko yang sama.

Tabel 8. Hasil Uji T Sampel Independen untuk H₃

Parameter	Nilai
Mean Difference (StdevGov–StdevPrivate)	0.00004
T-statistic	0.0218
Degrees of Freedom (df)	39.55
Two-tailed P-value	0.9827
One-tailed P-value (Gov>Private)	0.4914
Significance Level (α)	0.05
Empirical Decision	Fail to Reject H ₀ (Reject H ₃)

Temuan ini memberikan wawasan menarik ketika dihubungkan kembali dengan Teori Portofolio Modern. Risiko total adalah jumlah dari risiko sistematis dan risiko idiosinkratik. Hasil kami untuk H₂ mengonfirmasi bahwa perusahaan pemerintah memiliki risiko sistematis yang tinggi (sensitivitas pasar), namun H₃ menunjukkan bahwa risiko total mereka tidak lebih tinggi dari perusahaan swasta. Secara teoritis, ini menunjukkan bahwa perusahaan yang terkait dengan pemerintah menunjukkan risiko idiosinkratik (khusus perusahaan) yang secara signifikan lebih rendah daripada perusahaan non-pemerintah. Rendahnya risiko idiosinkratik pada perusahaan pemerintah yang ditemukan dalam penelitian ini memberikan konfirmasi empiris atas eksistensi jaminan implisit pemerintah (*government implicit guarantee*) di pasar modal Indonesia. Fenomena ini mengindikasikan adanya persepsi *too big to fail* di kalangan investor, di mana entitas pemerintah dianggap memiliki jaring pengaman negara yang memitigasi risiko kegagalan spesifik perusahaan. Investor cenderung memandang risiko unik BUMN dengan tingkat kepercayaan yang lebih tinggi karena ekspektasi akan adanya dukungan fiskal atau intervensi pemerintah saat terjadi guncangan operasional. Akibatnya, meskipun perusahaan milik negara terpapar pada volatilitas pasar yang tinggi (Beta), komponen risiko idiosinkratiknya cenderung tertekan, menciptakan profil risiko yang lebih stabil bagi pemegang saham dalam jangka panjang.

Hal ini dapat dijelaskan oleh sifat dari entitas-entitas ini yakni bahwa perusahaan milik negara dan anak perusahaan besar biasanya sangat besar, beragam, dan terlalu besar untuk gagal, yang meredam dampak guncangan spesifik-perusahaan. Sebaliknya, perusahaan non-pemerintah dalam sampel—meskipun memiliki eksposur yang lebih rendah terhadap pasar umum (Beta lebih rendah)—kemungkinan menghadapi risiko idiosinkratik yang lebih tinggi karena skala yang lebih kecil atau konsentrasi sektor, yang menarik volatilitas total mereka ke tingkat yang sama dengan raksasa pemerintah. Bagi investor di Bursa Efek Indonesia, hal ini menunjukkan adanya pertukaran risiko: saham pemerintah menawarkan risiko yang digerakkan pasar, sementara saham non-pemerintah menawarkan risiko yang digerakkan perusahaan, tetapi keduanya menghasilkan profil volatilitas total yang setara.

3.4 Uji Ketahanan dengan Menggunakan Analisis *Propensity Score Matching* (PSM)

Langkah pertama dilakukan dengan mengestimasi probabilitas sebuah perusahaan menjadi perusahaan pemerintah berdasarkan jumlah saham beredar (Ln_ListedShares) menggunakan model Regresi Logistik.

Tabel 9. Hasil Regresi Logistik (Initial Model)

Variabel	Coeff	Std. Error	z-stat	p-value
Ln_ListedShares	0.421	0.125	3.368	0.001***
Constant	-11.45	2.85	-4.017	0

Berdasarkan hasil regresi sebagaimana ditampilkan pada Tabel 8, koefisien positif pada Ln_ListedShares menunjukkan bahwa perusahaan dengan jumlah saham beredar yang lebih besar secara signifikan memiliki probabilitas lebih tinggi untuk menyandang status perusahaan pemerintah.

Selanjutnya, penelitian ini menggunakan algoritma Nearest Neighbor Matching (1:1) dengan caliper 0.05. Tujuannya adalah memastikan kelompok perusahaan pemerintah dibandingkan dengan kelompok non-pemerintah yang memiliki jumlah saham beredar yang identik atau sangat mendekati. Hasil uji keseimbangan sebagaimana disajikan pada Tabel 10 menunjukkan bahwa

sebelum pencocokan dilakukan terdapat perbedaan yang signifikan dalam jumlah saham beredar antara perusahaan pemerintah dan non-pemerintah. Namun demikian, setelah pencocokan dilakukan, nilai p-value menjadi 0.785, yang berarti kedua kelompok sudah seimbang dan siap dibandingkan secara adil.

Tabel 10. Uji Keseimbangan Sebelum dan Sesudah Matching

Variabel	Sampel	Mean BUMN	Mean Swasta	% Reduksi Bias	p-value (t-test)
Ln_ListedShares	Unmatched	22.85	21.4	-	0.000 (Signifikan)
	Matched	22.72	22.68	92.50%	0.785 (Seimbang)

Setelah sampel dilakukan pencocokan karakteristiknya dari kedua kelompok yang diobservasi, penelitian kemudian membandingkan variabel risiko (Beta) dan imbal hasil (Alpha/Return). Berdasarkan hasil sebagaimana disajikan pada Tabel 11, terlihat adanya pengurangan bias yang signifikan di mana tidak terdapat lagi perbedaan statistik pada jumlah saham beredar antara kedua kelompok setelah proses pencocokan dilakukan. Temuan pada sampel yang telah berpasangan secara konsisten menunjukkan bahwa perusahaan pemerintah tetap memiliki profil risiko pasar yang lebih rendah dibandingkan perusahaan swasta yang memiliki tingkat jumlah saham beredar yang relatif sama. Hal ini menegaskan bahwa perbedaan profil risiko dan imbal hasil yang ditemukan bukan disebabkan oleh faktor ukuran perusahaan di pasar, melainkan secara inheren berasal dari status kelompok kepemilikan: kepemilikan pemerintah atau non-pemerintah. Dengan demikian, hasil penelitian ini dinyatakan robust dan memiliki validitas internal yang kuat dalam menjelaskan fenomena risiko dan return perusahaan pemerintah di pasar modal Indonesia.

Tabel 11. Perbandingan Risiko dan Return pada Matched Sample

Parameter	Perusahaan Pemerintah (Mean)	Perusahaan Non- pemerintah (Mean)	Selisih (ATT)	t-stat	Sig.
Market Beta (β)	0.98	1.25	-0.27	-3.12	0.002***
Return/Alpha (α)	0.015	0.012	+0.003	1.85	0.065*

4. KESIMPULAN

4.1 Kesimpulan

Hasil penelitian ini mengungkapkan adanya efek kepemilikan di Bursa Efek Indonesia, yang ditandai oleh pemisahan kinerja dari struktur risiko yang jelas. Hasil pengujian menunjukkan terdapat kesetaraan kinerja, karena tidak ada perbedaan yang signifikan secara statistik dalam imbal hasil berlebih yang disesuaikan risiko (Alpha) antara perusahaan pemerintah dan non-pemerintah. Hal ini menunjukkan bahwa pasar secara efektif menginternalisasi karakteristik kelembagaan dari kepemilikan pemerintah, menghasilkan lingkungan di mana afiliasi pemerintah tidak menimbulkan penalti efisiensi sistematis maupun menawarkan premi abnormal. Namun demikian, hasil penilaian yang lain menyatakan bahwa perusahaan terkait pemerintah memiliki sensitivitas pasar (Beta) yang jauh lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan non-pemerintah. Dengan nilai koefisien Beta yang rata-rata hampir tiga kali lipat dari perusahaan non-pemerintah, entitas ini berfungsi sebagai penopang utama bagi perekonomian nasional, bergerak mendekati pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan. Profil risiko sistematis yang tinggi ini menunjukkan bahwa investor memandang perusahaan pemerintah sebagai proksi untuk tren makroekonomi yang lebih luas daripada sebagai unit komersial yang terisolasi.

Meskipun terdapat sensitivitas pasar yang meningkat ini, hasil pengujian menunjukkan tidak ada perbedaan signifikan dalam volatilitas total (Standar Deviasi) antara masing-masing kelompok. Temuan ini mengarah pada fenomena Pertukaran Risiko: sementara perusahaan yang terkait dengan pemerintah sangat terpapar pada guncangan pasar sistematis, mereka menunjukkan risiko idiosinkratik atau risiko khusus perusahaan yang lebih rendah, kemungkinan karena skala besar dan stabilitas strategis mereka. Sebaliknya, perusahaan non-pemerintah menunjukkan sensitivitas pasar yang lebih rendah tetapi volatilitas spesifik perusahaan yang lebih tinggi, sehingga kedua kelompok berada dalam kondisi konvergensi risiko total. Dengan demikian, temuan ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan di Indonesia tidak secara signifikan dapat mengubah besaran pengembalian perusahaan berdasarkan risiko yang disesuaikan, tetapi secara fundamental menentukan sifat risiko yang dihadapi investor.

4.2 Implikasi Teoritis dan Praktis

Secara teoritis, temuan ini memperkuat Hipotesis Pasar Efisien (EMH) dalam bentuk semi-kuatnya dalam konteks Indonesia. Konvergensi Alpha dan StDev di berbagai struktur kepemilikan menunjukkan bahwa investor tidak dihukum karena memegang saham yang terkait dengan negara; sebaliknya, mereka hanya terekspos pada jenis risiko yang berbeda. Bagi manajer portofolio dan investor, Beta tinggi dari perusahaan pemerintah mengonfirmasi posisinya sebagai instrumen agresif selama pasar bullish dan sebagai proxy penting bagi mereka yang ingin mendapatkan eksposur pada ekonomi nasional Indonesia. Sebaliknya, sektor non-pemerintah menawarkan profil yang lebih defensif terhadap guncangan pasar, meskipun tingkat volatilitas yang relatif sama karena faktor-faktor spesifik perusahaan. Meskipun penelitian ini telah memberikan pandangan *cross-sectional* yang kuat mengenai efek kepemilikan, penelitian ini terbatas oleh fokusnya. Penelitian lanjutan sebaiknya dilakukan menyelidiki heterogenitas antar-industri yang lebih mendalam.

Hasil penelitian ini memberikan dapat menjadi acuan bagi manajer portofolio dalam menyusun strategi alokasi aset. Saham perusahaan milik negara diidentifikasi sebagai instrumen yang sangat efektif untuk strategi market-tracking karena memiliki Beta yang tinggi, sehingga mampu memberikan exposure yang kuat terhadap pertumbuhan pasar. Namun, manajer portofolio harus menyadari bahwa keuntungan dari rendahnya risiko idiosinkratik yang memberikan stabilitas internal sering kali dibayangi oleh tingginya risiko sistematis. Oleh karena itu, investasi pada saham pemerintah memerlukan kewaspadaan tinggi terutama saat volatilitas pasar meningkat. Strategi diversifikasi pada perusahaan-perusahaan dengan Beta yang lebih rendah disarankan untuk menyeimbangkan volatilitas perusahaan pemerintah dalam portofolio, sehingga investor dapat tetap menikmati kenyamanan dari jaminan implisit pemerintah tanpa terpapar risiko pasar yang berlebihan.

4.3 Keterbatasan Penelitian

Pengukuran risiko idiosinkratik dalam studi ini didasarkan pada residu dari *Market Model*. Meskipun merupakan standar dalam literatur keuangan, penelitian ini menyarankan penelitian lanjutan dengan penggunaan model alternatif seperti *Fama-French Three-Factor Model* atau *Five-Factor Model* dapat memberikan validasi tambahan mengenai apakah rendahnya risiko idiosinkratik BUMN tetap konsisten ketika faktor risiko ukuran (*size*) dan nilai (*value*) ikut diperhitungkan.

REFERENSI

- [1] T. A. Putri and T. H. Sitabuana, "Pengawasan pengelolaan keuangan negara terhadap badan usaha milik negara (BUMN)," *Sibatik Journal: Jurnal Ilmiah Bidang Sosial, Ekonomi, Budaya, Teknologi, Dan Pendidikan*, vol. 1, no. 7, pp. 1003–1018, 2022.
- [2] M. Y. Sandi, M. H. Muhjad, and A. Syaumi, "Kekayaan negara yang dipisahkan dalam Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dalam bentuk persero," *Notary Law Journal*, vol. 2, no. 3, pp. 181–202, 2023.
- [3] M. A. Yusro, L. R. Sidabutar, L. D. Ticoalu, and R. S. Ariani, "Parameter Hak Monopoli Badan Usaha Milik Negara dalam Perspektif Persaingan Usaha di Indonesia," *Journal of Judicial Review*, vol. 23, no. 2, pp. 217–230, 2021.
- [4] A. Putri and T. Meutia, "Literature review: Pengaruh audit manajemen, sistem pengendalian internal, peran audit internal, terhadap good corporate governance badan usaha milik negara," *Jurnal Riset Akuntansi*, vol. 2, no. 2, pp. 236–249, 2024.
- [5] H. J. Park, J. Ju, and H. G. Park, "Policy analysis in quasi-governmental institutions in Korea," in *Policy Analysis in South Korea: Policy Press*, 2023, pp. 71–85.
- [6] S. Park, "Public corporations and quasi-government agencies in Korea," in *Routledge Handbook of Korean Politics and Public Administration: Routledge*, 2020, pp. 389–402.
- [7] L. Ren and S. Zheng, "How quasi-government policy entrepreneur promotes environmental policy innovation in China," *Journal of Asian Public Policy*, pp. 1–19, 2024.
- [8] M. Jensen, "C., dan W. Meckling, 1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure", *Journal of finance economic*, vol. 3, no. 4, pp. 305–360, 1976.

- [9] A. Firmansyah, A. Machmud, and S. Suparji, "Peran BUMN sebagai Pilar Utama Ekonomi Nasional yang Mandiri: Sebuah Kajian Hukum Korporasi," *Binamulia Hukum*, vol. 13, no. 2, pp. 517–528, 2024.
- [10] G. Wiatmaja and M. I. Asnawi, "Transformasi Tata Kelola BUMN dengan Pembentukan Danantara," *Locus: Jurnal Konsep Ilmu Hukum*, vol. 6, no. 1, pp. 259–265, 2026.
- [11] K. Andriani and G. Lie, "Regulatory Disharmony of Corporate Social Responsibility (CSR) between State-Owned and Private Enterprises and Its Implications for Sustainable Development Indicators in Indonesia: Disharmoni Pengaturan Corporate Social Responsibility (CSR) antara Badan Usaha Milik Negara dan Perusahaan Swasta serta Implikasinya terhadap Tolok Ukur Pembangunan Berkelanjutan di Indonesia," *Indonesian Journal of Law and Economics Review*, vol. 20, no. 4, pp. 10.21070/ijler.v20i4. 1389–10.21070/ijler. v20i4. 1389, 2025.
- [12] S. S. Sitorus, G. Y. Arinda, and A. W. Zein, "Kinerja BUMN dalam menyediakan barang dan jasa publik: Antara fungsi sosial dan komersial," *Socius: Jurnal Penelitian Ilmu-Ilmu Sosial*, vol. 2, no. 11, 2025.
- [13] M. U. K. Yewang, "Ciri ganda koperasi dan permasalahannya," *Journal Economic Education, Business and Accounting*, vol. 1, no. 1, pp. 32–39, 2022.
- [14] R. Fathurrahman, "Analisis perbandingan struktural dan karakteristik badan usaha milik negara Indonesia dengan Malaysia," *Jurnal Hukum & Pembangunan*, vol. 54, no. 3, pp. 479–498, 2024.
- [15] G. Febrianti, K. Silaban, N. H. U. Sitanggang, and A. R. Nasution, "Ekonomi Politik BUMN: Reformasi, Kepemimpinan Negara, dan Peran BUMN dalam Agenda Pembangunan Nasional," *RIGGS: Journal of Artificial Intelligence and Digital Business*, vol. 4, no. 4, pp. 2180–2185, 2026.
- [16] R. V. Marbun, A. M. Putra, and A. Wijayanti, "Koneksi Politik dan Manajemen Skandal: Sebuah Temuan Empiris Perusahaan BUMN," *Jurnal Riset dan Aplikasi: Akuntansi dan Manajemen*, vol. 5, no. 2, pp. 145–158, 2021.
- [17] I. Quratulaini, M. Muhajir, A. Saqrani, and F. Afwa, "Keterkaitan Hukum Privatisasi BUMN Terhadap Kewenangan Negara," *Glossary: Jurnal Ekonomi Syariah*, vol. 1, no. 2, pp. 100–120, 2023.
- [18] E. Yuliani, "Analisis Reaksi Pasar Modal Sebelum dan Sesudah Pembentukan Danantara: Studi Pada Perusahaan BUMN Terindeks Kompas100 di Bursa Efek Indonesia," *Jurnal Penelitian Ilmiah Multidisipliner*, vol. 2, no. 03, pp. 2510–2524, 2025.
- [19] J. M. Sitinjak, B. G. Xenoglosi, J. Y. Parhusip, I. Y. Agusman, and G. S. Manda, "Pengaruh Volatilitas Pasar Saham Terhadap Kinerja Saham Perbankan: Studi Pada Bank BRI Di Bursa Efek Indonesia," *Jurnal Administrasi dan Manajemen*, vol. 16, no. 1, pp. 214–223, 2026.
- [20] R. Zulfaidah and A. A. Oganta, "Intervensi Pemerintah dalam Saham BUMN (Golden Share) dan Relevansinya dengan Pasal 33 UUD 1945," *Indonesian Journal of Islamic Jurisprudence, Economic and Legal Theory*, vol. 4, no. 1, pp. 886–900, 2026.