

Analisis Kinerja Perusahaan BUMN ditinjau dari Kebijakan Privatisasi dan Good Corporate Governance

Khairur Roziqinv

Email : ziqinhs@yahoo.com

Piter Abdullah

Agus Salim

Program Studi Magister Manajemen, Sekolah Pascasarjana, IKPIA Perbanas

Abstract

Privatisation and Good Corporate Governance systems are government policies to improve the performance of state-owned enterprises (SOEs). The BUMN Ministry Road Map for 2015-2019 contains various policies from the SOE Ministry through the SOE restructuring and privatisation program. Sale of 49% shares of PT JICT, a subsidiary of PT Pelindo II or Indonesia Port Corporation II (IPC), to Hutchison Port Holding Group (HPH Group) with a value of USD 215,000,000, for 20 years and the remaining 51% of the shares are owned by IPC. Does it make the writer research that the privatisation process has fair value and follows the ministerial regulation of SOEs regarding Good Corporate Governance? The calculation and analysis of the company's projection of PT JICT are USD 262,490,000, - so that the sale of 49% shares to HPH Group is USD 215,000,000 below the fair value, with a difference of USD 47.49 million. Indicator of GCG implementation based on SK-16 / S.MBU / 2012 decision after the writer assessed PT JICT officials and employees of the privatisation process which scored 75.53 with several sub-standard indicators: Transparency, independence and Fairness that earned value ≤ 75 with unfavourable conclusions.

Keywords: *Privatisasi, Good Corporate Governance, Valuation, SOEs.*

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) merupakan salah satu penggerak perekonomian Negara, oleh karena itu harus dikelola dengan baik dan professional. Badan Usaha Milik Negara berdasarkan Undang-Undang 19 Tahun 2003 yang mengatakan bahwa sebagian atau seluruh modalnya dimiliki oleh Negara melalui penyertaan modal Negara. BUMN memiliki tujuan memberikan sumbangan bagi perkembangan perekonomian nasional, mengejar keuntungan yang berarti perusahaan BUMN harus meningkatkan kinerjanya, BUMN harus melakukan langkah-langkah strategis untuk mencapai tujuan yang telah ditetapkan oleh undang-undang. Membentuk anak perusahaan merupakan salah satu langkah yang dilakukan untuk mendorong kinerja BUMN dalam hal meraup keuntungan, pembentukan anak perusahaan diharapkan mampu mendukung kinerja perusahaan dalam menerapkan visi dan misi perusahaan induk.

Road Map kementerian BUMN tahun 2015-2019 memuat berbagai kebijakan dari Kementerian BUMN, Road Map BUMN berisi tentang visi, misi, dan sasaran serta strategi utama pengembangan BUMN kedepan serta pokok-pokok kebijakan sektoral dalam upaya restrukturisasi BUMN. Melalui penerbitan dokumen ini Kementerian BUMN bermaksud memberikan penjelasan mengenai kebijakan dan program restrukturisasi BUMN kepada publik, termasuk di dalamnya menjelaskan tentang perolehan modal BUMN, penyertaan modal dalam BUMN dapat dilakukan dengan beberapa cara diantaranya Initial Public Offering (IPO), Right Issue (penerbitan saham baru), dan mencari investor strategis. Privatisasi perusahaan negara yang di Indonesia sering disebut Badan Usaha Milik Negara (BUMN) semakin menjadi bagian penting dari kebijakan ekonomi pemerintah. Yasin (2002) menyebutkan bahwa pengelolaan BUMN secara umum selama ini tampaknya belum diikuti dengan implementasi praktek *corporate Governance* yang memadai. Praktek kurang terpuji akibat belum adanya standar bisnis dan belum

penuhnya transparansi dalam pengelolaan perusahaan, membuat situasi semakin memburuk. Oleh karena itu reformasi BUMN yang berwujud restrukturisasi dan privatisasi menjadi sangat krusial. Fokus pengelolaan BUMN perlu diarahkan pada peningkatan daya saing, pengembangan usaha dan penciptaan peluang baru melalui manajemen yang dinamis dan professional.

Pada penelitian ini, penulis akan fokus hanya pada salah satu anak perusahaan BUMN PT. Pelindo II yaitu PT. JICT (Jakarta International Container Terminal), kepemilikan saham PT. JICT yang telah didirikan sejak tahun 1999 dimiliki oleh Hutchison Port Holding Group sebesar 51% dengan kompensasi pembayaran sebesar US\$ 234.000.000.000 dalam jangka waktu 20 tahun yang akan berakhir pada tahun 2019, sisa saham sebesar 49,9% saham dimiliki oleh PT. Pelindo II dan 0,1% saham dimiliki oleh Koperasi Pegawai Maritim. Seiring berjalannya waktu perjanjian kerja sama antara PT. JICT dan Hutchison Port Holding Group pada tanggal 27 Juli 2012 Direktur Utama Pelindo II mulai merintis opsi untuk melakukan Privatisasi dengan cara perpanjangan kontrak yang akan habis pada tahun 2019 dan hasil dari negosiasi perpanjangan kontrak antara PT. JICT dan Hutchison Port Holding Group telah bersama-sama menyepakati bahwa kontrak akan diperpanjang hingga tahun 2039 dengan nilai kontrak sebesar US\$ 215.000.000 dengan kompensi saham 51% dimiliki oleh PT. JICT dan 49% dimiliki HPH Group (sumber :Surat Direktur PT. Pelindo II No: HK.566/31/3/2/ps.II/2015).

Terdapat banyak perdebatan mengenai privatisasi BUMN, Wright (1997) berpendapat bahwa perusahaan yang melakukan privatisasi cenderung tidak mengalami perubahan dari sisi kinerja. Stiglitz (2001) dalam bukunya yang berjudul *Globalization and its Discontent* memiyoroti efek negatif dari privatisasi yang dianggap akan berdampak pada market failure dan penurunan kinerja. Hal berbeda diungkapkan oleh Megginson, Nash dan Randenborg (1994) menyatakan bahwa privatisasi dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Demikian juga dengan Cuervo dan Villalonga (2000)

peningkatan kinerja dicapai karena privatisasi memberikan insentif kepada manajemen dan tata kelola perusahaan yang lebih baik. La Porta, et.al. (1999) dan Kusumawati (2007) menemukan bahwa kepemilikan saham pemerintah memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini akan menganalisis apakah proses perpanjangan kerjasama yang dilakukan PT.JICT dan HPH Group melalui proses privatisasi akan menguntungkan PT.JICT yang notabennya adalah anak perusahaan BUMN Indonesia dalam hal ini PT. Pelindo II.

Dalam rangka menciptakan praktik *corporate governance* yang baik diperlukan adanya empat prinsip dasar yaitu : transparansi (*transparancy*), akuntabilitas (*accountability*), keadilan (*fairness*), *responsibilitas* (tanggung jawab). Dengan transparansi maka perusahaan akan menyediakan informasi yang akurat dan tepat waktu kepada seluruh stakeholders. Akuntabilitas mencerminkan aplikasi sistem *internal check* dan *balance* yang mencakup praktik-praktik audit yang sehat.

Penulis menggunakan indikator *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) berupa nilai pemeringkatan komposit *corporate governance perception index* (CGPI) tahun 2017 yang dikeluarkan oleh lembaga riset independen IICG. Penulis menggunakan indikator *The Indonesian Institute Perception Governance* (IICG) karena karena dapat dijadikan sebagai indikator atau standar mutu yang ingin dicapai perusahaan dalam bentuk pengakuan dari masyarakat terhadap penerapan prinsip-prinsip GCG.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian dalam latar belakang proses privatisasi dan penerapan GCG dapat meningkatkan kinerja sebuah perusahaan menguntungkan, diperlukan beberapa metode dan tolak ukur untuk mengetahui apakah proses privatisasi menguntungkan atau tidak , dalam penelitian ini akan mengedepankan proses penilaian perusahaan yang melakukan privatisasi. Privatisasi yang dilakukan PT Pelindo II pada anak usahanya yaitu PT. JICT dengan Hutchison Port Holding Group dengan nilai sebesar US\$

215.000.000 apakah nilai tersebut tersebut akan menguntungkan untuk PT. JICT atau tidak dan sudah mendapatkan nilai wajar atau sebaliknya?. Penerapan GCG dalam tata kelola perusahaan apakah sesuai dengan Keputusan Menteri BUMN No.117/M-MBU/2002 dan mendapatkan nilai berapa dalam *assessment* berdasarkan indikator yang tercakup didalamnya, atas dasar inilah peneliti mencoba menganalisa perhitungannya dan membuat assessment dengan menggunakan parameter dan data laporan keuangan untuk diproyeksikan.

C. Tujuan

Penulis melakukan penelitian sesuai dengan rumusan masalah, penulis melakukan penelitian ini bertujuan untuk :

1. Untuk mengetahui privatisasi yang dilakukan PT. Pelindo II pada anak perusahaan yaitu PT.JICT dengan HPH Group menguntungkan atau tidak? dan memproyeksikan pertumbuhan perusahaan kedepannya.
2. Menganalisa Penerapan Good Corporate Governance dalam proses Privatisasi/kotak kerjasama apakah telah sesuai dengan Peraturan Menteri BUMN.

II. KERANGKA TEORITIS

Penilaian kinerja perusahaan dilakukan untuk mengertahui kinerja yang dicapai, penilaian kinerja perusahaan mengandung makna suatu proses atau system penilaian mengenai kemampuan kerja suatu perusahaan berdasarkan standar tertentu Kaplan dan Norton (2006). Mahsun (2006) Kinerja perusahaan merupakan gambaran mengenai tingkat pencapaian pelaksanaan suatu kegiatan /program/kebijakan dalam mewujudkan tujuan, visi dan misi perusahaan yang tertuang dalam strategic planning dalam suatu organisasi.

A. Privatisasi

Privatisasi merupakan istilah umum yang mencakup beberapa jenis yang berbeda dari transaksi. Secara garis besar, itu berarti pergeseran dari beberapa atau semua tanggung jawab untuk fungsi dari pemerintah ke sektor swasta. Istilah ini paling sering diterapkan untuk

divestasi, dengan penjualan atau sewa jangka panjang, sebuah perusahaan milik negara kepada investor swasta. Tapi bentuk utama lain dari privatisasi adalah pemberian waralaba jangka panjang atau konsesi di mana keuangan sektor swasta, membangun, dan mengoperasikan proyek infrastruktur besar. Jenis ketiga dari privatisasi melibatkan pemerintah memilih badan swasta untuk memberikan pelayanan publik yang sebelumnya telah diproduksi di rumah oleh karyawan publik.

Definisi privatisasi menurut UU No. 19 Tahun 2003 adalah penjualan saham Persero, baik sebagian maupun seluruhnya, kepada pihak lain dalam rangka meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan, memperbesar manfaat bagi negara dan masyarakat, serta memperluas pemilikan saham oleh masyarakat. UU BUMN ini mengatur ketentuan mengenai operasional dan sebagai landasan hukum dalam restrukturisasi dan privatisasi BUMN sebagai alat pemberahannya. Terkait dengan privatisasi, dalam undang-undang ini hanya dapat dilakukan terhadap BUMN persero sepanjang dimungkinkan berdasarkan peraturan perundang-undangan sektoral dan ketentuan di bidang pasar modal. Jadi, dalam UU BUMN yang dapat diprivatisasi adalah BUMN yang bergerak di sektor yang kompetitif atau yang unsur teknologinya cepat berubah. Sedangkan kriteria BUMN yang tidak dapat diprivatisasi, yaitu persero yang bidang usahanya berdasarkan perundang-undangan hanya boleh dikelola oleh BUMN yang bergerak di sektor usaha yang berkaitan dengan pertahanan dan keamanan, termasuk yang bergerak pada kegiatan tertentu untuk kepentingan masyarakat dan di bidang sumber daya alam.

Banyak metode yang ada dalam rangka pelaksanaan privatisasi BUMN di Indonesia, namun agar dapat berjalan dengan baik tentunya pemilihan strategi privatisasi haruslah direncanakan dengan matang agar berhasil dan mencapai tujuan yang ditetapkan. Jenis BUMN, kondisi BUMN, serta situasi sosial politik dari suatu Negara juga merupakan faktor yang menentukan sukses tidaknya privatisasi yang dilakukan. Beberapa strategi yang dapat dipilih, antara lain *public offering*, *private sale*,

new private investment, *sale of assets*, *fragmentation*, *management/employee buy out*, kontrak manajemen, kontrak/sewa aset, atau likuidasi (Nankani, Helen,1989). Berdasarkan UU No. 19 Tahun 2003, privatisasi dilaksanakan dengan cara:

- 1) Penjualan saham berdasarkan ketentuan pasar modal;
- 2) Penjualan saham langsung kepada investor;
- 3) Penjualan saham kepada manajemen dan/atau karyawan yang bersangkutan.

B. Penilaian Perusahaan

Pengertian nilai menurut SPI (2013) adalah suatu opini dari manfaat ekonomi atas kepemilikan suatu asset atau harga yang paling mungkin dibayarkan atas aset tersebut (SPI, 2013), tetapi menurut Harjanto dan Hidayati (2014: 215) nilai bukanlah sebuah fakta karena belum terjadinya transaksi jual beli tetapi nilai lebih kepada perkiraan manfaat ekonomi atas barang dan jasa pada waktu tertentu dalam hubungannya dengan definisi nilai tertentu.

Ada tiga hal yang menjadi perhatian ketika menilai sebuah perusahaan privat yang pertama adalah biaya ekuitasnya harus diasumsikan tidak dapat di diversifikasi begitu juga pihak pembeli, yang ke dua adalah kepemilikan ekuitas dalam sektor privat diasumsikan tidak liquid karena akan berpengaruh pada tingkat diskontonya. Yang ketiga adalah kepentingan pemegang saham pengendali memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perusahaan (Damodaran, 2013).

Nilai dari perusahaan privat adalah cerminan dari present value yang telah di diskonto dengan rate yang pantas. Perbedaan yang signifikan dalam menilai perusahaan yang telah *go public* dengan perusahaan privat adalah penilaian perusahaan yang telah melakukan IPO harus menunjukkan bagaimana cara mengestimasi input dalam melakukan metode DCF.

C. Good Corporate Governance

Finance Committee on Corporate Governance (FCCG) : mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai proses dan struktur yang digunakan untuk mengarahkan dan mengelola

bisnis serta aktivitas perusahaan kearah peningkatan pertumbuhan bisnis dan akuntabilitas perusahaan. Tata Kelola Perusahaan yang Baik (*Good Corporate Governance*), yang selanjutnya disebut GCG adalah prinsip-prinsip yang mendasari suatu proses dan mekanisme pengelolaan perusahaan berlandaskan peraturan perundang-undangan dan etika berusaha seperti yang tertuang dalam pasal 1 Peraturan Menteri BUMN No. PER-01/MBU/2011 serta Pasal 1 Surat Keputusan Menteri BUMN No. 117/M-MBU/2002 : *Corporate Governance* adalah proses dan struktur yang digunakan oleh organ BUMN untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memerhatikan pemangku kepentingan (*stakeholder*) lainnya, berlandaskan peraturan perundangan dan nilai-nilai etika.

Dalam Surat Keputusan Menteri BUMN No.117/M-MBU/2002 tanggal 31 Juli 2002 tentang penerapan GCG pada BUMN, prinsip-prinsip dari GCG adalah sebagai berikut :

- 1) Transparansi (*transparency*) : keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan mengemukakan informasi materil yang relevan mengenai perusahaan.
- 2) Pengungkapan (*disclosure*) : penyajian informasi kepada stakeholders, baik diminta maupun tidak diminta, mengenai hal-hal yang berkenaan dengan kinerja operasional, keuangan, dan resiko usaha perusahaan.
- 3) Kemandirian (*independence*) : suatu keadaan dimana perusahaan dikelola secara profesional tanpa benturan kepentingan dan pengaruh/tekanan dari pihak manapun yang tidak sesuai dengan peraturan perundangan yang berlaku dan prinsip-prinsip korporasi yang sehat.
- 4) Akuntabilitas (*accountability*) : kejelasan fungsi, pelaksanaan dan pertanggungjawaban Manajemen perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif dan ekonomis.
- 5) Pertanggungjawaban (*responsibility*) : kesesuaian dalam pengelolaan perusahaan terhadap peraturan perundang-undangan yang

berlaku dan prinsip-prinsip korporasi yang sehat.

- 6) Kewajaran dan kesetaraan (*fairness*) : keadilan dan kesetaraan di dalam memenuhi hak-hak stakeholders yang timbul berdasarkan perjanjian dan peraturan perundang-undangan yang berlaku.
- 7) Independensi (*Independency*) : Memastikan tidak adanya campur tangan pihak diluar lingkungan perusahaan terhadap berbagai keputusan yang diambil perusahaan.

Suprihartono (2002) melakukan penelitian di PT Pelindo II yang bertujuan untuk menganalisa nilai perusahaan saat terjadi privatisasi pada tahun 1999 melalui konsesi atau kerjasama yaitu PT Pelindo II melepas saham 51% kepada pihak swasta. Teknis analisa yang digunakan adalah dengan valuasi nilai saham pada tahun tertentu yaitu dalam kurung waktu 20 tahun. Dalam hasil penelitiannya menunjukkan bahwa nilai US\$243,000,000 yang didapatkan PT Pelindo II dengan penjualan saham 51 % diatas nilai pasarnya yaitu menguntungkan perusahaan BUMN.

Kinerja keuangan yang diukur menggunakan rasio profitabilitas, likuiditas, aktivitas dan solvabilitas. Laporan neraca dan laporan laba rugi memberikan cerminan laju perkembangan kondisi neraca dan laporan laba rugi apakah mengalami kenaikan, penurunan, atau stabil dengan menggunakan analisis trend. Hasil analisis trend tersebut memberikan informasi untuk meramalkan kondisi neraca dan laporan laba rugi perusahaan di masa yang akan datang. Hasil dari perhitungan analisis kinerja keuangan, analisis trend, analisis peramalan PT JICT diharapkan dapat memberikan informasi dan gambaran kepada pihak manajemen perusahaan serta investor PT JICT mengenai kondisi perusahaan agar dapat mengambil keputusan dan pengembangan perusahaan.

III. METODE PENELITIAN

A. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data yang telah diolah dan disajikan melalui berbagai media seperti buku, jurnal, majalah dan sumber lain yang berhubungan dengan penelitian

ini. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data yang berupa angka atau bilangan. Sumber data kuantitatif yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan.

B. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini dilakukan dengan studi pustaka yaitu :

1. Mengkaji buku, artikel, jurnal, dan penelitian terdahulu.
2. Mengumpulkan data laporan tahunan yang didapat dari perusahaan atau lembaga yang berwenang.
3. Mengakses data melalui website di internet yang berkaitan dengan penelitian.

C. Metode Analisis Data

Analisis kuantitatif dilakukan dengan pendekatan pendapatan melalui metode *Discounted Cash flow* (DCF) yang diturunkan menjadi *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) dan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), dan penilaian menggunakan metode pendekatan pasar dengan memanfaatkan *direct market data*. Analisis ini juga melakukan perbandingan dengan variabel lain, seperti *sales revenue* dengan nilai buku ekuitas perusahaan pembanding terhadap perusahaan yang akan menjadi objek penilaian.

Penilaian Perusahaan Menggunakan Metode *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) adalah proyeksi pendapatan sebuah perusahaan dengan rumus: $FCFF = EBIT (1-tax\ rate) + \text{depresiasi} - \text{capital expenditure} - \Delta \text{working capital}$.

Paradigma baru pengelolaan BUMN menghendaki adanya suatu inovasi dan terobosan bisnis yang harus dilakukan tanpa harus menciptakan birokrasi yang berbelit, namun harus tetap mengutamakan prinsip *good corporate governance*. Indikator penilaian berdasarkan keputusan SK-16/S.MBU/2012 pada penerapan *Good Corporate Governance* adalah sebagai berikut:

Tabel 3.1

Good Corporate Governance Score

NO	Aspek Penilaian	Bobot
1	Transparansi	7.00
2	Akuntabilitas	9.00
3	Responsibilitas	35.00
4	Independensi	35.00
5	Kewajaran	9.00
6	Kesetaraan	5.00
Jumlah Total		100.00

Sumber: SK-16/S.MBU/2012 diolah

Keterangan score:

1. nilai di atas 85: Sangat Baik
2. $75 < \text{nilai} \leq 85$: Baik
3. $60 < \text{nilai} \leq 75$: Cukup Baik
4. $50 < \text{nilai} \leq 60$: Kurang Baik
5. Nilai ≤ 50 : Tidak Baik

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Profil Perusahaan

Sejak tahun 1960 pengelolaan pelabuhan di Indonesia dilaksanakan oleh pemerintah melalui Perusahaan Negara (PN) I sampai dengan VIII. Kemudian dalam perkembangannya, pada tahun 1964 aspek operasional Pelabuhan dikoordinasikan oleh lembaga pemerintah yang disebut Port Authority, sedangkan aspek komersial tetap dibawah pengelolaan PN Pelabuhan I sampai dengan VIII.

Pelindo II memiliki sepuluh anak perusahaan, yaitu KSO Terminal Petikemas Koja (TPK Koja), PT Jakarta International Container Terminal (JICT), PT Rumah Sakit Pelabuhan (RSP), PT EDI Indonesia (EDII), PT Multi Terminal Indonesia (MTI), PT Integrasi Logistik Cipta Solusi (ILCS), PT Indonesia Kendaraan Terminal (IKT), PT Jasa Peralatan Pelabuhan Indonesia (JPPI), PT Pengembang Pelabuhan Indonesia (PPI), dan PT Energi Pelabuhan Indonesia (EPI).

PT. Jakarta International Container Terminal (Persero) yang selanjutnya disebut JICT. Dalam Perjanjian Jual Beli Saham antara Pelindo II, Grosbeak, Kopegmar dan JICT pada 30 Maret 1999, Grosbeak membeli 51% saham JICT dengan nilai USD215 juta yang dibayarkan

kepada Kas Negara dan Pelindo II sebagai pemilik awal JICT yang mengoperasikan dan mengelola Unit Terminal Petikemas (UTPK) I dan II selama 20 (dua puluh) tahun sejak 27 Maret 1999, kecuali diakhiri sesuai dengan ketentuan dalam perjanjian.

Pada 5 Agustus 2014 atau kurang lebih 4 (empat) tahun sebelum perjanjian awal berakhir (27 Maret 2019), dilakukan Amandemen Perjanjian Kuasa Pengoperasian Terminal Peti Kemas/TPK yang mengamendemen dan memperpanjang kuasa pengoperasian dan pemeliharaan terminal kepada JICT dan berakhir pada 27 Maret 2039, dengan nilai premium atau *up front fee* yang dibayar oleh HPH kepada Pelindo II sebesar USD215 juta.

B. Analisis Valuasi/Penilaiaan

Proses perpanjangan kontrak kerja sama ini melalui proses valuasi yang telah dilakukan oleh Deutch Bank dan FRI, kedua lembaga ini memiliki perspektif yang berbeda hal ini disebabkan pada proses penilaianan kedua lembaga ini memiliki pola pendekatan yang berbeda-beda hal ini tergantung kepada tujuan dari tujuan penilaianan dari objek yang dinilai. Proses penilaianan ini mengalami *dispute* antara pihak Deutch Bank yang selanjutnya disebut DB yang digunakan oleh dewan direksi dan FRI yang digunakan oleh pihak Dewan Komisaris. FRI beranggapan pada proses transaksi ini pihak DB menerapkan proyeksi pendapatan lebih tinggi dibandingkan proyeksi operasional tahun 1999-2013, sehingga tidak dianggap tidak mencerminkan efisiensi dalam pengelola perusahaan.

Untuk mengatasi dispute antara FRI dan DB pihak IPC kembali mengontrak Bahana sebagai bahan pertimbangan *second opinion* dalam proses transaksi ini. Bahana menggunakan WACC yang sama yang digunakan oleh pihak FRI maupun DB yaitu 9,4% dalam memvaluasi proses privatisasi PT. JICT dan tidak melakukan analisis berdasarkan laporan keuangan dari IPC sebagai pemengang saham PT. JICT proyeksi dari bahana menggunakan data yang telah dipersiapkan oleh DB, dimana terdapat dua sekenario proyeksi aruskan PT. JICT sehingga

secara praktis Bahana menggunakan arus kas yang sama.

Proyeksi yang dilakukan Bahana dilakukan untuk mencari *dispute* antara proyeksi yang dilakukan oleh FRI dan DB, proses valuasi ini juga mempertimbangkan dampak dari perpanjangan kontrak untuk mengetahui *Present Value* atas proyeksi arus kas PT. JICT. Proses penilaian yang dilakukan oleh Bahana terfokus pada total jumlah uang yang diterima IPC berdasarkan perjanjian awal dan dibandingkan dengan jumlah total uang yang diterima jika dilakukan perpanjangan kontrak.

Metoda yang dilakukan dalam menghitung proyeksi Bahana juga menggunakan metoda DCF yang juga digunakan oleh pihak DB dan FRI, demikian pula WACC yang digunakan juga senilai 9,4% yang menjadi pembeda Bahana mengkombinasikan data-data yang merupakan materi dari DB dan FRI, berikut data hasil dari ketiga konsultan yang digunakan IPC dalam mengambil keputusan perpanjangan kontrak kerjasama dengan HPH.

Tabel 4.1
Hasil Perhitungan Valuasi Deutch Bank

WACC	9,4%
PV Arus Kas (Perusahaan)	330,3
Posisi Kas / (Hutang) Bersih	53,2
PV Arus Kas (100%) - JICT	383,5
Porsi Hutchison	49%
PV Arus Kas (49%) - JICT	187,9

Sumber: Laporan Pansus Pelindo II

Pada proyeksi yang dilakukan oleh DB di atas apabila dilakukan perpanjangan kontrak dengan HPH sebesar USD 330,2 juta dan nilai WACC sebesar 9,4% dan dengan asumsi posisi arus kas akhir tahun 2014 sama dengan akhir tahun 2013 senilai USD 73,2 juta dengan posisi utang per akhir tahun 2014 adalah USD 20 juta dengan demikian posisi *nett cash* PT. JICT adalah USD 53,2 juta dan menghasilkan *nett present value* diakhir tahun 2014 USD 383,5.

FRI juga melakukan proyeksi dengan nilai WACC 9,4% dengan proyeksi arus kas PT. JICT tahun 2015 hingga 2038 mencapai angka USD 801,1 juta dengan asumsi posisi kas akhir tahun 2014 sama dengan posisi kas 2013 senilai USD 73,2 juta.

Tabel 4.2
Hasil Perhitungan Valuasi FRI

WACC	9,4%
PV Arus Kas (Perusahaan)	801,1
Posisi Kas / (Hutang) Bersih	53,2
PV Arus Kas (100%) - JICT	854,3
 Porsi Hutchison	 49%
PV Arus Kas (49%) - JICT	418,6

Sumber: Laporan Pansus Pelindo II

Dengan porsi saham HPH sebanyak 49% maka *present value* dari arus kas HPH di PT. JICT adalah senilai USD 418,6 juta, tetapi dalam proses valuasi yang dilakukan oleh FRI diduga terjadi *double accounting* karena FRI mengikutsertakan seluruh proyeksi arus kas PT. JICT periode 2015-2018 dalam perhitungannya, arus kas ini seharusnya tidak diikut sertakan dalam penghitungan proyeksi kerena masih terikat pada perjanjian yang telah dibuat sebelumnya dan tetap menjadi hak HPH. Sehingga dengan dugaan terjadi *double accounting* nilai dari *present value* lebih rendah dari USD 418,6 juta yang telah diproyeksikan oleh FRI.

Bahana menggunakan data yang sama dengan data yang digunakan oleh DB dan FRI untuk memproyeksikan arus kas tahun 2019-2038, WACC yang digunakan juga senilai 9,4%, yang membedakan dengan dua proyeksi sebelumnya adalah Bahana melakukan penambahan biaya sewa kepada IPC sebesar 15% dari pendapatan PT. JICT sebesar USD 85 juta pertahun dengan kondisi ini arus kas PT. JICT menjadi

berkurang dan menggunakan dua skenario penghitungan menggunakan dua WACC yang berbeda senilai 9,4% dan 12,5%.

Tabel 4.3
Hasil Perhitungan Valuasi Bahana Sekuritas

WACC	9,4%
PV Arus Kas (Perusahaan)	556,2
Posisi Kas / (Hutang) Bersih	53,2
PV Arus Kas (100%) - JICT	609,4
PV Arus Kas (49%) - JICT	298,6

WACC	12,5%
PV Arus Kas (Perusahaan)	495,9
Posisi Kas / (Hutang) Bersih	53,2
PV Arus Kas (100%) - JICT	549,1
PV Arus Kas (49%) - JICT	269,0

Sumber: Laporan Pansus Pelindo II

Pada table di atas selain menggunakan dua WACC yang berbeda Bahana juga menghapuskan pembayaran *Technical Know-how fee* yang diberikan kepada HPH, pembayaran dihapuskan dengan tujuan pengurangan ini agar proyeksi arus kas PT. JICT menjadi lebih besar atau bertambah dari proyeksi awal. Pada proyeksi yang dilakukan Bahana posisi kas bersih PT. JICT tahun 2014 berada pada nilai USD 53,2 juta dan *present value* arus kas PT. JICT periode 2015 – 2038 sebesar USD 556,2 juta dengan begitu nilai HPH dengan porsi 49% senilai USD 298,6 juta.

Dalam melakukan analisis atas skenario diperpanjang atau tidak diperpanjang dan valuasi atas nilai perusahaan dan nilai saham JICT sebagaimana tabel diatas, model/metode yang digunakan adalah metode *discounted cash flow* (DCF) yaitu pada prinsipnya model perhitungan untuk mengetahui *Present Value* proyeksi arus kas perusahaan dengan menggunakan suatu faktor *cost of capital* tertentu selama periode tertentu. penulis menggunakan WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) yang merupakan besaran rata rata tertimbang antara tingkat imbal hasil yang wajar antara modal

sendiri dengan (Ke) dan imbal hasil yang wajar terhadap bunga pinjaman (Kd) serta mempertimbangkan komponen pajak terhadap biaya bunga tersebut. Penulis menggunakan metode *free cash flow to the firm* (FCFF) dalam menghitung nilai wajar perusahaan (*Enterprise Value/V*). $FCFF = EBIT - Tax + Depreciation - Capex - \Delta$ Modal Kerja. Untuk mendapatkan nilai wajar saham (Equitas/E) dengan menggunakan metode FCFF adalah dengan mengurangi nilai wajar perusahaan dengan nilai bersih hutang.

Metode perhitungan dan data-data yang digunakan penulis adalah sebagai berikut:

- Model perhitungan untuk mengetahui Present Value (PV) terhadap proyeksi arus kas JICT yaitu *model Discounted Cash Flow* (DCF).
- Menggunakan WACC sebesar 8.63% dengan *Debt to Capital* 37.5% yang merupakan rata-rata *Debt to Capital* 2019 – 2039 yang dihitung berdasarkan proyeksi neraca JICT 2019 - 2038.
- Cost of equity* sebesar 12,5% dan *cost of debt* sebesar 2.9%.
- Basis data Neraca 2014 dalam memproyeksikan Neraca JICT menggunakan Neraca JICT per 31 Desember 2014 yang terdapat dalam laporan keuangan.

Hasil perhitungan menggunakan WACC sebesar 8.63% menghasilkan Nilai Perusahaan/*Enterprise Value* sebesar USD864.29 juta. Selanjutnya menggunakan proyeksi laporan keuangan JICT yang dibuat dengan posisi Kas JICT 2018 sebesar USD13,02 juta dan Hutang Jangka Panjang (loan) sebesar USD19.23 juta maka diperoleh nilai wajar saham JICT tahun 2018 sebesar USD858,07 juta (USD864.29 juta + USD13,02 juta – USD19.23). Nilai tersebut kemudian di-*present value*-kan ke Tahun 2015 untuk mendapatkan nilai wajar saham JICT Juli 2015 yaitu sebesar USD535.70 juta, sehingga porsi investasi HPH sebesar 49% adalah USD262.49 juta (49% x USD535.70 juta). Hal tersebut berarti nilai minimal yang harus diterima Pelindo II untuk memberikan hak atas 49% JICT selama 20 tahun (2019-2038) adalah USD262.49 juta.

Hasil perhitungan nilai perusahaan berdasarkan valuasi yang telah diproyeksikan didapatkan *Present Value* (PV), *Free Cash Flow* berdasarkan tabel di bawah ini :

Tabel. 4.4
Enterprise Value dan Nilai Saham PT JICT

Periode	Tahun	EBIT	(Tax)	Depreciation	(Δ Working Capital)	(Capex)	Free Cash Flow
1	2019	130.83	-32.28	14.60	-0.58	-21.60	90.96
2	2020	115.87	-28.39	14.31	0.28	-3.86	98.20
3	2021	128.42	-31.33	15.49	-0.20	-31.69	80.68
4	2022	114.87	-27.75	15.31	0.30	-5.01	97.73
5	2023	128.85	-31.26	15.12	-0.21	-3.99	108.51
6	2024	64.92	-15.22	15.05	0.61	-17.35	48.01
7	2025	75.58	-17.73	15.03	-0.18	-17.92	54.78
8	2026	132.98	-32.05	14.96	-0.12	-3.16	112.61
9	2027	146.17	-35.44	14.57	-0.22	-1.17	123.90
10	2028	126.74	-30.66	14.66	0.41	-6.29	104.86
11	2029	142.06	-34.57	14.03	-0.23	-1.93	119.36
12	2030	120.27	-29.22	14.17	0.45	-5.32	100.36
13	2031	134.71	-32.92	14.03	-0.23	-2.01	113.58
14	2032	109.39	-26.64	15.11	0.49	-12.75	85.59
15	2033	122.96	-30.08	15.24	-0.22	-3.63	104.27
16	2034	95.62	-23.33	15.42	0.53	-5.76	82.48
17	2035	109.65	-26.95	14.28	-0.22	-1.37	95.38
18	2036	80.31	-19.75	13.13	0.58	-1.39	72.88
19	2037	93.73	-23.23	11.52	-0.22	-1.42	80.39
20	2038	60.26	-14.99	10.76	0.64	-1.45	55.22
Total Free Cash Flow							1829.75
WACC : 8.63							
NPV Free Cash Flow JICT 2019 – 2038							864.29
Ditambah : Kas							13.02
Dikurangi : Hutang (Hanya hutang berbunga)							(19.23)
Nilai Saham JICT Awal Tahun 2019 (100%)							858.07
Nilai Saham JICT Awal Tahun 2015							535.70
Nilai saham JICT sesuai porsi kepemilikan Hutchison (49%)							262.49

Sumbe: Laporan Keuangan PT JICT diolah

Nilai 49% saham JICT yang dipegang oleh HPH kemudian dibandingkan dengan penerimaan cash/non cash Pelindo II yaitu diketahui Pelindo II menerima USD215 juta dari pemberian hak atas 49% JICT kepada HPH yang seharusnya sebesar USD262.49 juta. Hal tersebut menunjukkan bahwa masih terdapat selisih yang merupakan kekurangan penerimaan bagi Pelindo II dalam memberikan hak atas 49% JICT kepada HPH sebesar USD 47.49 juta (USD262.49 juta – USD215 juta). Nilai yang telah diterima Pelindo II dari HPH atas perolehan 49% saham JICT saat ini setara 40.20 % saham JICT. Jadi untuk mendapatkan 49% saham JICT, HPH seharusnya menambah sebesar USD47.49 juta berdasarkan perhitungan table di bawah ini.

Tabel 4.5
Hasil Perhitungan Jumlah Saham

In USDm		Balance sheet method
Enterprise value		864.29
Less: net debt		(19.23)
Kas		13.02
Equity value of JICT (at respective year)	100.00%	858.08
Equity value of JICT in 2015	100.00%	535.70
Equity value to HPH	40.20%	215.35

Sumber: Laporan Keuangan diolah

Apabila dianalisa proses penilaian ketiga konsultan memiliki perspektif dan pendekatan yang berbeda sehingga menghasilkan proyeksi arus kas yang berbeda-beda, hal ini yang menyebabkan polemik perpanjangan kontrak kerja sama antara IPC dan HPH di dalam PT. JICT mencuat, tetapi di dalam berbisnis banyak keputusan yang memang harus diambil beserta resikonya apakah keputusan tersebut nantinya merugikan, semua tergantung pada pertimbangan dari para *stakeholder* dan faktor-faktor lain seperti kondisi ekonomi baik secara nasional maupun global, IPC belum melakukan langkah terbaik dengan menghadirkan konsultan yang terindikasi terjadi *conflict in interest* untuk melaksanakan proses privatisasi ini, pada sub bab selanjutnya peneliti akan membahas kibijakan perpanjangan kontrak kerjasama ini dari segi penerapan *Good Corporate Governance* (GCG).

C. Analisis Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG)

Pengambilan keputusan di BUMN yang notabenenya adalah perusahaan milik negara haruslah melalui proses pertimbangan yang matang dan penuh kehati-hatian maka dari itu muncul peraturan mentri yang tertuang dalam pasal 1 Peraturan Menteri BUMN No. PER-01/MBU/2011 serta Pasal 1 Surat Keputusan Menteri BUMN No. 117/M-MBU/2002 tentang penerapan *Good Corporate Governance* (GCG).

Berdasarkan pada indikator keputusan SK-16/S.MBU/2012 perhitungan pada penerapan *Good Corporate Governance* pada PT JICT dengan data terlampir adalah sebagai berikut:

$$\text{Capaian Indikator 1} = \frac{3.02}{7.00} \times 100 = 43.14\%$$

$$\text{Capaian Indikator 2} = \frac{7.55}{9.00} \times 100 = 83.89\%$$

$$\begin{aligned} \text{Capaian Indikator 3} &= \frac{31.23}{35.00} \times 100 \\ &= 89.23\% \\ \text{Capaian Indikator 4} &= \frac{27.23}{35.00} \times 100 \\ &= 77.80\% \\ \text{Capaian Indikator 5} &= \frac{2.00}{9.00} \times 100 = 22.22\% \\ \text{Capaian Indikator 6} &= \frac{4.50}{5.00} \times 100 = 90.00\% \end{aligned}$$

Hasil *assessment* penerapan *good corporate governance* pada PT JICT dapat dilihat tabel dibawah ini :

Tabel 4.6
GCG Score PT JICT

NO	Aspek Penilaian	Bobot	Nilai	%Capaian	Keterangan
1	Transparansi	7.00	3.02	43.14	Kurang Baik
2	Akuntabilitas	9.00	7.55	83.89	Baik
3	Responsibilitas	35.00	31.23	89.23	Sangat Baik
4	Independensi	35.00	27.23	77.80	Kurang Baik
5	Kewajaran	9.00	2.00	22.22	Kurang Baik
6	Kesetaraan	5.00	4.50	90.00	Sangat Baik
Jumlah Total		100.00	75.53	-	
Klasifikasi Penerapan GCG					Cukup Baik

Sumber: Data survey diolah

Berdasarkan indikator di atas peneliti akan menilai proses penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) di PT. JICT pada proses perpanjangan kontrak antara IPC dan HPH dalam mengelola JICT yang akan habis pada tahun 2018. Proses penilaian berdasarkan wawancara pegawai dan pejabat PT. JICT. Berdasarkan tabel penilaian di atas dapat kita lihat hampir semua indikator penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) telah dilakukan di PT. JICT kecuali transparansi dan kewajaran karena pada prosesnya perpanjangan kerja sama antara IPC dan HPH tidak dilakukan secara terbuka dan terindikasi transaksi yang dilakukan di bawah nilai wajar didalam proses perpanjangan kontrak kerja sama dengan HPH. BUMN sebagai alat negara dalam melakukan bisnis sampai pada saat

ini memang masih banyak yang perlu dievaluasi, fungsi dan tugas utama BUMN tidak hanya sekedar memperoleh keuntungan saja, tetapi juga mengemban beberapa tugas yang lebih bersifat makro, seperti menjaga stabilitas ekonomi/harga, dan untuk memenuhi sifat penugasan layanan publik atau *agent of development* serta *pioneer*.

Pada prakteknya terkadang direksi harus mengambil keputusan yang dianggap kontroversial dan spekulatif mengingat seorang direktur dan komisaris adalah seorang *risk taker* yang bertujuan untuk mencari keuntungan, dimana direksi dalam mengambil keputusannya seringkali bersifat spekulatif yang bertendensi juga mengalami kerugian, tetapi harus dapat dipertanggung jawabkan, keputusan yang diambil harus berdasarkan *Business Judgement Rule* yang benar sehingga memiliki standar pertanggung jawaban yang jelas.

Proses perpanjangan kontrak kerjasama yang dilakukan IPC dan HPH dilakukan dalam rangka memperpanjang kerja sama dalam mengelola dimana porsi saham IPC yang sebelumnya hanya sebesar 49% menjadi 51% di PT.JICT. IPC yang merupakan BUMN milik Indonesia yang bergerak dibidang pengelolaan pelabuhan, dimana di dalam perusahaan ini mengalir uang negara yang harus dikelola secara *prudent* dan transparan, di sisi lain para direksi dan komisaris dihadapkan dengan target perusahaan agar mendapat keuntungan yang maksimal.

Pada prakteknya penerapan privatisasi dalam BUMN yang bertujuan untuk menguasai suatu bisnis yang akan dikelola negara secara utuh akan berhadapan dengan pertimbangan direksi dan komisaris atas yang juga bertugas menyelamatkan keuangan negara pada suatu kegiatan bisnis, sehingga semua keputusan yang diambil harus berdasarkan penerapan *Good Corporate Governance (GCG)* dan *Business Judgment Rule (BJR)* yang ketat. Sehingga *Good Corporate Governance (GCG)* dan *Business Judgment Rule (BJR)* memiliki peran yang sangat penting dalam mengawal proses privatisasi yang dilakukan BUMN.

V. KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan pada Bab IV, maka penulis memberikan kesimpulan dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Penjualan Saham PT JICT sebesar USD215 juta dalam proses privatisasi yang harus dibayar Hutchison Ports Group (HPH), PTE.Ltd kepada Pelindo II belum optimal sehingga belum mencukupi sebagai kompensasi kepemilikan 49% saham JICT. Untuk dapat mencukupi prosentase Saham 49% Saham JICT, Hutchison Ports Group (HPH), PTE.Ltd seharusnya membayar sebesar USD262.49 juta. Sehingga terjadi kurang pembayaran sebesar USD47.49 juta. Sehingga proses privatisasi ini dianggap tidak wajar karena nilai lebih rendah dari hasil evaluasi peneliti.
2. Berdasarkan Penilaian *Good Corporate Governance (GCG)* dalam penelitian ini, PT JICT belum maksimal dalam menerapkan GCG sesuai dengan SK-16/S.MBU/2012 dengan baik, karena ada beberapa indikator yang mempunyai nilai dibawah rata-rata. Ini menunjukkan bahwa penerapan *Good Corporate Governance (GCG)* memiliki peran yang sangat penting dalam mengawal proses privatisasi yang dilakukan BUMN.

B. Saran

Berdasarkan analisis dan pembahasan, maka penulis memberikan saran dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Dikarenakan data penelitian ini sebagian besar bersumber melalui data sekunder, untuk penelitian yang akan datang diharapkan dapat melibatkan lebih banyak data dan tahun pengamatannya sehingga lebih memahami konsistensi perusahaan dalam menerapkan prinsip *Good Corporate Governance*, dan didukung juga dengan data primer yang banyak dari perusahaan karena semakin lengkap data yang didapat, maka validitas akan lebih terjamin.
2. Kepada PT Pelabuhan Indonesia II atau PT JICT bahwa dalam pelaksanaan privatisasi BUMN sebaiknya penunjukkan konsultan keuangan dalam penilaian perusahaan tidak

terjadi *conflict of interest* dan independen. Sehingga proyeksi pendapatan dan penilaian perusahaan akan mencapai angka yang maksimal.

DAFTAR PUSTAKA

- Makokha, P.A.M. (2013). *The Effect of Privatization Financial performance of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange*. University of Nairobi.
- Pahlevi, R. (2012). *Dampak Privatisasi dan Good Corporate Governance pada Kinerja Keuangan Perusahaan Badan Usaha Milik Negara di Indonesia*. Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Adi Sparsa, I. G.A. & Widanaputra, A.A.G.P. (2014). *Analisa Kinerja Keuangan Bumn Sebelum dan Sesudah Privatisasi Di Indonesia Periode 2004-2009*. E-Journal Akuntansi Universitas Udayana 10.1 (2014): 293-310.
- Pamungkas, Y. & Fuad. (2013). *Analisis Pengaruh Kepemilikan Saham Oleh Pemerintah, Institusi Non Pemerintah, Aset Dan Leverage Terhadap Kinerja Pasar Bumn Privatisasi diIndonesia*. Volume 2, Nomor 3, Halaman 1-11.
- Suprihartono, O. (2002). *Analisis privatisasi dan dampaknya terhadap kinerja perusahaan*. Perpustakaan Jurnal Universitas Gadjah Mada.
- D'Souza, J., Nash, R.C., William L. Megginson (2000). *Determinants of Performance Improvements in Privatized Firms: The Role of Restructuring and Corporate Governance*.
- Megginson, W., & Netter, J. (2001). *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321-389.
- D'Souza J. and William L. Megginson (1999). *Sources of Performance Improvements in Privatized Firms: A Clinical Study of the Global Telecommunications Industry*.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*, 2nd edition. John Wiley & Sons Inc.
- Soegiharto, dkk. (2005). *BUMN Indonesia, BUMN Incorporated*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Purisamya, A.J., (2013). *Analysis on the Effects of Privatization toward Profitability and Efficiency of Indonesian State-Owned Enterprises*. Accounting Faculty of Economics and Business Universitas Gadjah Mada
- Cabeza, L. & Gómez, S. (2007): *The Spanish Privatisation Process: implications on the performance of divested firms*. International Review of Financial Analysis, vol.16, (390-409).
- Verbrugge, J., Megginson, W., & Owens, W. (1999). *The Financial Performance of Privatized Banks: An Empirical Analysis*. *Proceedings of theWorld Bank/Federal Reserve Bank of Dallas Conference on BankingPrivatization, Washington, DC*.
- Nugroho, Rianto & Wrihatnolo,(2008). *Manajemen Privatisasi BUMN*. Jakarta: Penerbit PT Elex Media Komputindo.
- Komisi VI Dewan Perwakilan Rakyat Republik Indonesia (2015). *Laporan Panja Penyertaan Modal Negara tahun 2015*. Dewan Perwakilan Rakyat Republik Indonesia
- Panitia Khusus Pelindo II (2015). *Hasil Laporan Pansus Pelindo II dalam Paripurna DPR RI*. Dewan Perwakilan Rakyat Republik Indonesia
- Perusahaan Terbuka Pelabuhan Indonesia II, *PT Pelindo II* <http://www.indonesiaport.co.id>. Kementerian Badan Usaha Milik Negara.
- Surat Keputusan Menteri Badan Umum Milik Negara Nomor 117/M-MBU/2002, tentang *Penerapan Praktek Good Corporate Governance (GCG) pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN)*. 1 Agustus 2002.
- Peraturan Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara nomor: PER-01 /MBU/2011 tentang *Penerapan Tata Kelola Perusahaan Yang Baik (Good Corporate Governance) Pada Badan Usaha Milik Negara*. 1 Agustus 2011
- Surat Keputusan Sekretaris Kementerian Badan Umum Milik Negara Nomor SK-

- 16/S.MBU/2012, tentang
Indikator/Parameter Penilaian dan Evaluasi Atas Penerapan Tata Kelola Perusahaan Yang Baik (Good Corporate Governance) pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN). 6 Juni 2012.
- The Indonesian Institute for Corporate Governance. (2017). Laporan *Corporate Governance Perception Index 2016: Manajemen Perubahan dalam Kerangka Good Corporate Governance*. IICG: Jakarta.
- Republik Indonesia. *Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara*. Sekretariat Negara, Jakarta.
- Republik Indonesia. *Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas*. Sekretariat Negara, Jakarta.