

DAMPAK INVESTASI PEMERINTAH BERUPA PENAMBAHAN PENYERTAAN MODAL NEGARA TERHADAP KINERJA KEUANGAN BUMN

Wisnu Purna Adhitya¹, Akhmad Solikin²

¹Direktorat Jenderal Kekayaan Negara, Kementerian Keuangan, Jakarta, Indonesia;

wisnu.purna@kemenkeu.go.id

²Politeknik Keuangan Negara STAN, Tangerang Banten, Indonesia; akhsol@pknstan.ac.id

Abstract

The purpose of this study is to empirically investigate the relationship between government capital support and the financial performance of State-Owned Enterprises (SOEs) in terms of profitability ratios using Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) and Return on Sales (ROS). The study used five years data in 2014-2018 with a total sample of 76 firms. Using control variables of Net Profit Margin, Total Asset Turnover, Debt to Equity Ratio, firm age and percentage of government ownership, the study finds that the government support has a negative effect on SOEs financial performance if measured by ROE and has no significant effect if measured by ROA or ROS. This finding indicates that during 2014-2018, the government capital supports were used more for operational and non-operational expenses which could not positively contribute to the net profit of the firms.

Keywords: Financial performance, Government capital support, State owned enterprise

PENDAHULUAN

Berdasarkan UU No. 1 Tahun 2004, aktivitas investasi yang dilakukan pemerintah dimaksudkan untuk mendapatkan manfaat ekonomi, manfaat sosial, ataupun manfaat lainnya yang baik secara langsung maupun tidak langsung dapat dirasakan oleh masyarakat. Pendirian Badan Usaha Milik Negara (BUMN) merupakan salah satu wujud investasi pemerintah untuk melaksanakan amanat pasal 33 ayat 2 UUD 1945 yang menyatakan agar cabang-cabang produksi yang sifatnya strategis dan melibatkan kepentingan banyak orang dapat dikuasai oleh negara. Ketika barang dan jasa tertentu tidak dapat disediakan secara optimal oleh swasta, BUMN berada di lini depan sebagai perintis kegiatan usaha dan menggerakkan roda perekonomian Indonesia. Berbeda dengan perusahaan pada umumnya

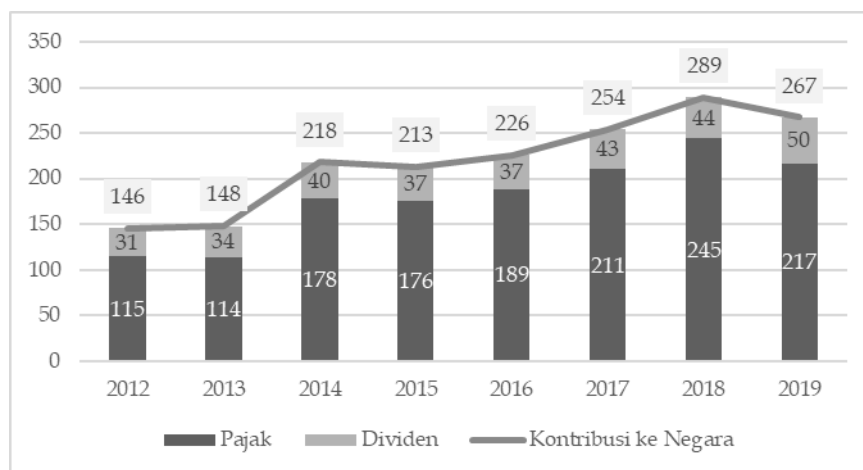
yang cenderung *profit oriented*, BUMN didirikan pemerintah bukan semata-mata untuk mengejar keuntungan, melainkan juga memiliki misi khusus sebagai *agent of development* dalam melaksanakan upaya pembangunan di berbagai sektor (Sumarna & Solikin, 2018).

Tak hanya di Indonesia, beberapa negara lain di dunia juga mendirikan perusahaan negaranya masing-masing atau biasa disebut dengan *state-owned enterprises* (SOEs). Phi et al. (2019, 1) mengutip pernyataan Megginson dan Netter, mengungkapkan bahwa sepanjang sejarah, perusahaan negara banyak didirikan oleh sejumlah negara di dunia, khususnya menjelang akhir perang dunia kedua. Pendirian perusahaan negara tersebut dimaksudkan agar pemerintah dapat terjun langsung dalam mengelola ekonomi dan

menguasai sektor-sektor yang sifatnya strategis khususnya di bidang energi, transportasi dan perbankan (OECD, 2005, 20). Adapun maksud dan tujuan didirikannya BUMN di Indonesia berdasarkan UU Nomor 19 Tahun 2003 antara lain: (1) memberikan sumbangan bagi perkembangan perekonomian nasional; (2) mengejar keuntungan; (3) menyelenggarakan kemanfaatan umum; (4) menjadi perintis kegiatan-kegiatan usaha yang belum dapat dilaksanakan oleh swasta dan koperasi; dan (5) turut aktif memberikan bimbingan dan bantuan kepada pengusaha golongan ekonomi lemah, koperasi dan masyarakat.

Pada masa sekarang, BUMN dapat dipandang telah menunjukkan eksistensinya kembali setelah pernah terdampak cukup parah akibat krisis ekonomi 1998 (Kementerian BUMN, 2017, 31). *Trend* perkembangan total aset dan kontribusi laba

BUMN setiap tahunnya hampir selalu mengalami kenaikan. Total aset BUMN dari tahun 2015 sebesar Rp5.760 triliun, telah mengalami kenaikan hingga 40% sebesar Rp8.092 triliun pada akhir tahun 2018 (Kementerian BUMN, 2019a, i). Kontribusi BUMN terhadap penerimaan negara tahun 2018 pun melonjak hingga 35% sebesar Rp289 triliun dari sebelumnya Rp213 triliun pada 2015. Gambar 1 memperlihatkan *trend* kenaikan kontribusi laba BUMN dari tahun 2012 sampai dengan tahun 2019. Berdasarkan gambar tersebut, terlihat bahwa kontribusi BUMN melalui pajak dan dividen dari tahun 2012 sampai dengan tahun 2019 hampir selalu rutin mengalami peningkatan. Rata-rata kenaikan kontribusi BUMN setiap tahunnya mencapai Rp14,6 triliun/tahun untuk penerimaan pajak dan Rp2,7 triliun/tahun untuk penerimaan dividen.



Gambar 1. Kontribusi Laba BUMN Tahun 2012-2019 (triliun Rp)
 Sumber: Diolah dari Kementerian BUMN (2019a, 61)

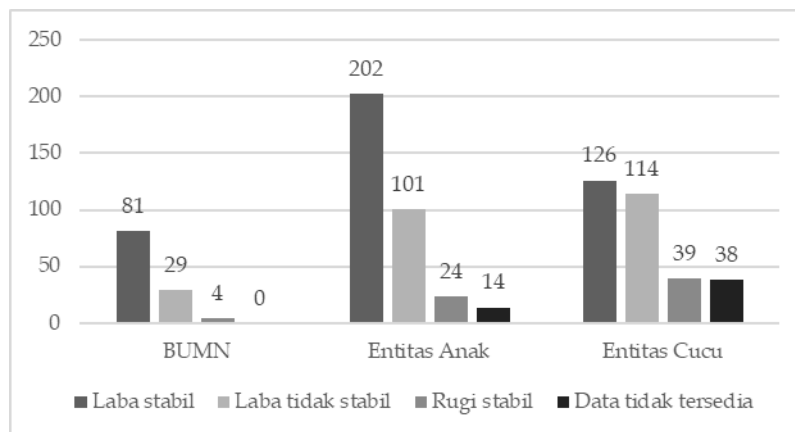
Meskipun demikian, tidak semua BUMN turut menorehkan prestasi setiap

tahunnya. Gambar 1 memperlihatkan jumlah BUMN berdasarkan kinerja laba sepanjang

periode 2016-2018. Berdasarkan Gambar 2, terlihat bahwa sebagian besar perusahaan secara konsisten terus mencatatkan laba setiap tahunnya. Walaupun demikian, masih terdapat beberapa BUMN yang memiliki kinerja laba tidak stabil dan bahkan selalu mencatatkan kerugian dalam kurun waktu tiga periode tersebut. Beberapa BUMN yang mendapat sorotan karena terus merugi antara lain PT Krakatau Steel Tbk., PT Dirgantara Indonesia, PT PAL dan Perum Bulog. PT Krakatau Steel bahkan pada kuartal III tahun 2019 mengalami kerugian hingga sebesar US\$215,4 juta atau setara dengan Rp3,05 triliun (kurs konversi pada tanggal pelaporan Rp14.174).

Layaknya perusahaan pada umumnya, BUMN tentu memerlukan modal untuk menjalankan usaha. *OECD* (2014, 10) mengungkapkan bahwa penambahan modal

pada perusahaan negara penting khususnya untuk memastikan BUMN yang secara komersial berada pada posisi yang kurang menguntungkan agar tidak kalah bersaing dengan perusahaan swasta. Pada beberapa negara, penambahan modal ini biasanya diberikan agar penyediaan fasilitas layanan publik dapat tersedia secara optimal. Adapun di Indonesia, pemerintah setiap tahunnya rutin mengalokasikan penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN) kepada BUMN. Berdasarkan PP No. 44 Tahun 2005, tambahan modal ini diperlukan untuk mendukung proyek-proyek pengembangan yang telah direncanakan oleh perusahaan serta memperbaiki struktur permodalan BUMN dengan memperhatikan kemampuan keuangan negara.



Gambar 2. BUMN Berdasarkan Kinerja Laba Tahun 2016-2018

Sumber: Diolah dari Kementerian BUMN (2019b, iv)

Dalam PP No. 72 Tahun 2016 dinyatakan PMN adalah pemisahan kekayaan negara dari Anggaran Belanja dan

Pendapatan Negara atau penetapan cadangan perusahaan atau sumber lain untuk dijadikan sebagai modal BUMN dan/atau Perseroan Terbatas lainnya, dan dikelola secara

korporasi. Dalam rangka mewujudkan tujuan bernegara, pemerintah berkewajiban untuk dapat menyediakan barang/jasa dengan mutu tinggi serta mencukupi untuk pemenuhan kebutuhan masyarakat. PMN yang dilakukan pemerintah tidak lain merupakan salah satu upaya pemerintah dalam memenuhi kewajiban tersebut. Salah satu bentuk PMN tersebut adalah pendirian BUMN yang berperan sebagai *agent of development* dalam melakukan pembangunan di berbagai sektor.

Berdasarkan PP No. 44 Tahun 2005, dinyatakan bahwa dalam rangka memperbaiki struktur permodalan atau meningkatkan kapasitas usaha perusahaan, pemerintah juga dapat melakukan penambahan PMN. Penambahan PMN dapat diberikan pada BUMN, perusahaan negara minoritas, lembaga internasional atau badan hukum lainnya. Pada umumnya, penambahan PMN yang dilakukan oleh pemerintah berasal dari APBN yang antara lain dapat berupa dana segar, pengalihan Barang Milik Negara (BMN), konversi piutang negara (*dividen*), pengalihan saham negara pada BUMN ataupun pengalihan aset negara lainnya yang dimaksudkan untuk dijadikan penyertaan modal negara. Selain itu, penambahan PMN juga dapat bersumber dari kapitalisasi cadangan dan sumber lainnya seperti keuntungan atas revaluasi aset dan agio saham. Beberapa manfaat yang dapat diperoleh dengan adanya penambahan PMN yang dilakukan pemerintah antara lain: (1) bagi perusahaan yaitu memperbaiki struktur permodalan dan/atau meningkatkan kapasitas

usaha dan kinerja perusahaan; (2) bagi pemerintah yaitu mempertahankan kepemilikan pemerintah, optimalisasi BMN, meningkatkan pertumbuhan ekonomi, meningkatkan penerimaan pajak, dan/atau meningkatkan penerimaan dividen; serta (3) bagi masyarakat yaitu penyerapan tenaga kerja.

Sepanjang tahun 2020, pemerintah telah mengalokasikan penambahan PMN ke delapan perusahaan BUMN dengan nilai total mencapai Rp17,73 triliun (Fauzia, 2019). Alokasi terbesar diterima oleh PT PLN (Persero) dengan jumlah penambahan PMN sebesar Rp5 triliun. Pembiayaan secara tunai tersebut akan digunakan oleh PT PLN (Persero) untuk mendanai pengembangan proyek-proyek ketenagalistrikan seperti penyediaan listrik pedesaan di daerah-daerah tertinggal, terdepan dan terluar (3T) di Indonesia, pembangunan gardu induk, penambahan transmisi, serta pengembangan Energi Baru dan Terbarukan (EBT). Selain itu, PT Hutama Karya (Persero) yang sebelumnya pada tahun 2015, 2016 dan 2019 telah menerima penambahan PMN, juga turut menerima alokasi sebesar Rp3,5 triliun untuk menyelesaikan pembangunan ruas jalan tol trans Sumatera.

Di sisi lain, penambahan PMN tersebut turut mendapat kritikan dari berbagai pihak. Salah satunya adalah dari anggota DPR Anis Byarwati yang menyatakan bahwa pemerintah kurang mengkaji efek penambahan PMN pada BUMN karena dampaknya belum dapat dirasakan oleh

masyarakat luas (DPR, 2019). Pernyataan tersebut juga didukung oleh anggota komisi XI DPR RI lainnya, Fauzi H. Amro yang mengkritik khususnya terkait tujuh BUMN yang sebelumnya telah menerima penambahan PMN namun justru masih merugi. Makki (2019) sebagaimana mengutip pernyataan Menteri Keuangan Sri Mulyani menyampaikan bahwa pemerintah telah melakukan penambahan PMN pada 41 BUMN pada tahun 2015-2018. Sebanyak 34 BUMN berhasil memperoleh keuntungan, namun tujuh BUMN sisanya mengalami kerugian. Salah satunya adalah Perum Bulog yang mendapat penambahan PMN sebesar Rp10 triliun namun baru berhasil menyalurkan PMN sebesar Rp2 triliun. Perum Bulog mengalami kerugian karena pemerintah mengganti program penyaluran bantuan sosial beras sejahtera (rastra) menjadi Bantuan Pangan Non Tunai (BPNT). Penyaluran bantuan sosial rastra akhirnya tersendat karena dalam program BPNT yang baru, penyalur beras tidak hanya Perum Bulog melainkan pihak swasta pun juga ikut terlibat.

Bagaimanakah hasil dari investasi tersebut? Pengaruh investasi yang dilakukan pemerintah pada umumnya dapat diukur dari dua sisi, yaitu finansial dan nonfinansial. Meskipun pengukuran yang hanya sebatas finansial dapat mengakibatkan pandangan yang *myopic* (Merchant & Stede, 2007, 443), analisis dari sisi finansial masih sangat populer mengingat sulitnya untuk mengonversi peningkatan nonfinansial yang

dilakukan manajemen ke dalam satuan biaya (Nazaruddin, 2000). Oleh karenanya, perusahaan yang diteliti dalam penelitian ini dibatasi ruang lingkungannya berupa BUMN yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT) dengan pertimbangan fokus utama pendiriannya adalah untuk mencari keuntungan. Penelitian sebelumnya mayoritas meneliti investasi pemerintah yang diberikan kepada perusahaan dalam bentuk subsidi, insentif, hibah, dana penelitian dan pengembangan (*research and development*) hingga suntikan dana modal untuk pengembangan usaha perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Guo, Guo dan Jiang (2016) menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan atas investasi dana inovasi (*innovation fund*) yang diberikan pemerintah China. Hasil penelitian menunjukkan bahwa UMKM dengan dukungan dana pemerintah menghasilkan kinerja yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak mendapatkan suntikan dana. Di Korea, Kim et al. (2016) melakukan penelitian mengenai pengaruh dana R&D dan program dukungan pemerintah untuk inovasi produk pada sektor industri jasa. Hasil penelitian menunjukkan bahwa program R&D internal terbukti menjadi elemen penting untuk inovasi produk, baik pada perusahaan dengan skala usaha besar maupun kecil.

Selain itu, Yu (2013) melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh PMN yang dilakukan oleh pemerintah China kepada perusahaan nonfinansial yang

terdaftar di bursa pada tahun 2003 sampai dengan tahun 2010. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penyertaan modal negara yang dilakukan oleh pemerintah memiliki hubungan *U-shaped* dengan kinerja perusahaan. Selain itu, reformasi struktur saham yang dilakukan oleh pemerintah China juga dapat meningkatkan tata kelola perusahaan dan mengurangi efek negatif dari saham negara yang tidak dapat diperdagangkan.

Beberapa penelitian menunjukkan hasil yang berbeda. Nguyen, Tran dan Do (2018) melakukan penelitian mengenai pengaruh subsidi yang diberikan pemerintah terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Vietnam pada tahun 2009 sampai dengan tahun 2015. Berdasarkan analisis data diperoleh hasil bahwa pemberian subsidi yang dilakukan pemerintah memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Bahkan saat dilakukan analisis dengan model *fixed effect*, pemberian subsidi yang dilakukan pemerintah justru berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan yang memiliki skala usaha kecil dan barulah berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan dengan skala usaha besar.

Di Indonesia, penelitian terkait investasi pemerintah khususnya yang berupa PMN pernah dilakukan oleh Nugroho (2019) dan Dinarjito (2019). Nugroho (2019) menggunakan data PMN tahun 2010 sampai dengan tahun 2015 terhadap kinerja BUMN

yang diukur dengan variabel *Return on Asset* (ROA), *Return on Equity* (ROE) dan *Return on Sales* (ROS). Hasil penelitian menunjukkan bahwa penambahan PMN memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN apabila diukur dengan variabel ROA dan ROE. Selain itu, Nugroho (2019) juga menambahkan metode lainnya berupa *firm fixed-effect* dan *HAC-clustered standard errors*. Setelah ditambahkan metode tersebut, hasil penelitian menunjukkan bahwa penambahan PMN tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN. Dinarjito (2019) melakukan penelitian serupa untuk mengetahui apakah PMN dan pertumbuhan aset dapat mempengaruhi kinerja BUMN pada tahun 2014 sampai dengan tahun 2017. Berdasarkan analisis data diperoleh simpulan bahwa PMN dan pertumbuhan aset secara bersama-sama memiliki pengaruh secara signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN yang diukur menggunakan *Return on Equity* (ROE). Akan tetapi secara parsial, baik penambahan PMN maupun pertumbuhan aset tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN. Begitu pula penambahan PMN yang dilakukan pemerintah tidak memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan aset BUMN.

Penelitian tentang penyertaan modal yang diberikan oleh Pemerintah Daerah (Pemda) pernah dilakukan oleh Kelbulan dan Kurniawan (2015) serta Sudarno et al. (2011). Kelbulan dan Kurniawan (2015) melakukan penelitian pada BUMD Provinsi

Daerah Istimewa Yogyakarta (DIY). Hasil analisis menunjukkan bahwa penyertaan modal yang diberikan oleh pemerintah daerah justru berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan aktiva maupun kinerja keuangan BUMD. Sudarno et al. (2011) melakukan penelitian pada BUMD Provinsi Riau dan menemukan bahwa penyertaan modal yang diberikan tidak digunakan untuk investasi melainkan untuk menutup biaya operasional dan biaya non operasional karena sebagian perusahaan daerah mengalami kerugian. Besarnya biaya tersebut tidak sebanding dengan total pendapatan yang diperoleh BUMD.

Memperhatikan beberapa fenomena yang telah diuraikan sebelumnya, perlu dilakukan penelitian lebih lanjut mengenai pengaruh penambahan PMN yang dilakukan pemerintah terhadap kinerja BUMN. Penelitian ini melanjutkan penelitian sebelumnya dengan menggunakan indikator

kinerja keuangan yang lebih lengkap dengan periode waktu yang lebih baru. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi diskusi akademik mengenai PMN dan masukan bagi pembuat kebijakan khususnya Kementerian Keuangan dan Kementerian BUMN sebagai instansi yang menangani penatausahaan BUMN.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini meliputi seluruh BUMN baik yang terdaftar pada bursa maupun tidak. Selanjutnya, teknik pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* yang pemilihannya tidak dilakukan secara acak melainkan ditentukan berdasarkan pertimbangan/kriteria-kriteria tertentu (Sekaran dan Bougie 2016, Nugroho dkk., 2023). Kriteria dan hasil pemilihan sampel dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Hasil Pemilihan Sampel

No	Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah BUMN
1	BUMN di Indonesia per 31 Desember 2018	118
2	Tidak berbentuk Perum	(14)
3	Tidak memperoleh PMN dalam rangka <i>holding</i> BUMN	(3)
4	Mempunyai kelengkapan data variabel yang dibutuhkan	(16)
5	Tidak mempunyai saldo ekuitas negatif	(9)
Jumlah sampel terpilih		76

Sumber: Penulis

Dalam penelitian ini, objek penelitian dibatasi ruang lingkupnya berupa BUMN yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT) dengan pertimbangan fokus utama

pendiriannya adalah untuk mencari keuntungan (UU No. 19 Tahun 2003). Sebanyak 3 BUMN yang telah melakukan *holding* juga tidak digunakan sebagai sampel

mengingat perusahaan tersebut hanya menyajikan kembali laporan keuangannya dalam periode tiga tahun sebelum dilakukannya *holding*. Selain itu, beberapa BUMN yang memiliki saldo ekuitas negatif juga tidak digunakan sebagai sampel karena dapat menyebabkan pengukuran yang tidak akurat, khususnya pengukuran kinerja yang menggunakan *Return on Equity* (ROE).

Data dalam penelitian ini merupakan data panel yang terdiri dari beberapa objek dengan satuan unit yang serupa (*cross section*) dengan periode penelitian yang dilakukan selama beberapa kurun waktu yang berbeda (*time series*) (Kennedy dalam Park, 2011, 1). Periode penelitian dilakukan selama lima tahun mulai dari 2014-2018. Oleh karena itu, sampel dalam penelitian ini sejumlah 76 BUMN selama 5 tahun sehingga berjumlah total 380 observasi. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data berupa informasi keuangan BUMN diperoleh dari LKPP (*Audited*) dan laporan keuangan masing-masing BUMN. Data berupa tahun pendirian perusahaan dan persentase kepemilikan negara diperoleh dari Kementerian BUMN dan laporan tahunan masing-masing BUMN. Adapun data berupa penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN) didapatkan dengan pendekatan yuridis normatif berdasarkan Peraturan Pemerintah yang diperoleh melalui website Kementerian Hukum dan HAM.

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah kinerja keuangan BUMN yang diukur dengan rasio profitabilitas perusahaan

menggunakan *Return on Asset* (ROA), *Return on Equity* (ROE) dan *Return on Sales* (ROS). ROA digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari penggunaan seluruh sumber daya atau aset yang dimilikinya (Brigham dan Houston, 2015, 110). ROE dipakai untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan (Kasmir, 2013, 204). Adapun ROS yang digunakan dalam penelitian ini mengacu pada perhitungan Nugroho (2019, 8) yang memperlihatkan seberapa besar tingkat efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba sebelum beban bunga dan beban pajak (EBIT) dibandingkan dengan pendapatan penjualan.

Variabel bebas dalam penelitian ini adalah penambahan PMN yang diukur dalam bentuk *logaritma natural*. Penambahan PMN tersebut antara lain berasal dari APBN berupa dana segar, pengalihan BMN dari Kementerian/Lembaga APBN serta pengalihan aset negara lainnya yang dimaksudkan untuk dijadikan penyertaan modal negara. Selain itu, agar pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat tidak dipengaruhi faktor luar yang tidak diteliti dalam penelitian, perlu ditambahkan beberapa variabel kontrol (Sugiyono, 2013, Darmawan dkk, 2023). Variabel kontrol yang digunakan antara lain *Net Profit Margin*, *Total Asset Turnover*, *Debt to Equity Ratio*, umur perusahaan dan persentase kepemilikan pemerintah.

Net Profit Margin digunakan untuk menunjukkan profitabilitas yang dimiliki oleh setiap perusahaan dengan membandingkan laba bersih terhadap pendapatan penjualan (Titman, Keown dan Martin, 2014, 92). *Total Asset Turnover* digunakan untuk menunjukkan produktivitas atas penggunaan aset dengan membandingkan pendapatan penjualan terhadap total aset yang dimiliki oleh setiap perusahaan (Titman, Keown dan

Martin, 2014, 90). Selain itu, *Debt to Equity Ratio* digunakan untuk menunjukkan tingkat *leverage* dengan membandingkan utang terhadap total ekuitas yang dimiliki oleh setiap perusahaan (Kasmir, 2013, 157).

Model dalam penelitian ini dikembangkan dari Nugroho (2019) dengan beberapa perubahan terkait variabel kontrol yang digunakan, yaitu:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1LN_PMN_{it} + \beta_2NPM_{it} + \beta_3TATO_{it} + \beta_4DER_{it} + \beta_5AGE_{it} + \beta_6GVT_PERC_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1LN_PMN_{it} + \beta_2NPM_{it} + \beta_3TATO_{it} + \beta_4DER_{it} + \beta_5AGE_{it} + \beta_6GVT_PERC_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (2)$$

$$ROS = \beta_0 + \beta_1LN_PMN_{it} + \beta_2NPM_{it} + \beta_3TATO_{it} + \beta_4DER_{it} + \beta_5AGE_{it} + \beta_6GVT_PERC_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

- ROA = *Return on Asset*
- ROE = *Return on Equity*
- ROS = *Return on Sales*
- LN_PMN = Penambahan Penyertaan Modal Negara (dalam logaritma natural)
- NPM = *Net Profit Margin*
- TATO = *Total Asset Turnover*
- DER = *Debt to Equity Ratio*
- GVT_PERC = Persentase Kepemilikan Pemerintah
- AGE = Umur Perusahaan
- i = BUMN
- t = tahun
- β = koefisien
- ε = error

paling sesuai, uji asumsi klasik dan pengujian hipotesis menggunakan perangkat lunak STATA. Untuk menentukan model regresi yang paling sesuai, dilakukan pengujian seperti uji Chow, uji Hausman dan uji Breusch-Pagan LM. Uji kondisi Gauss-Markov yang dilakukan antara lain berupa uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi. Adapun uji kecocokan model yang dilakukan berupa uji signifikansi simultan (uji F), uji signifikansi parameter individual (uji t) dan uji koefisien determinasi (R^2).

Pada model (1) dan (2), setelah dilakukan uji Chow, uji Hausman dan uji Breusch-Pagan LM, diperoleh hasil bahwa model regresi yang paling tepat untuk digunakan adalah FEM. Namun, setelah dilakukan pengujian asumsi klasik, data

Setelah data penelitian lengkap, selanjutnya dilakukan analisis statistik deskriptif, pemilihan model regresi yang

dalam penelitian terindikasi memiliki gejala heteroskedastisitas. Oleh karena itu, perlu dilakukan analisis tambahan menggunakan estimasi *robust standard errors*. Pada model (3), setelah dilakukan uji diperoleh hasil bahwa model regresi yang paling tepat untuk digunakan adalah REM.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Secara umum, data penelitian memiliki standar deviasi yang cukup bagus karena nilainya tidak terlalu besar. Berdasarkan Tabel 2, terlihat bahwa nilai rata-rata (*mean*) variabel ROA adalah

0,0444. Lukviarman (dalam Saefullah, Listiawati & Abay, 2018) menyatakan bahwa nilai rasio ROA pada standar industri adalah sebesar 5,98%. Artinya, mayoritas BUMN sampel dalam penelitian ini masih belum efisien dalam memanfaatkan aset yang dimilikinya untuk menghasilkan laba. Nilai terendah dari variabel ini adalah -0.2392 yang dimiliki oleh PT Amarta Karya (Persero) pada tahun 2016. Adapun untuk nilai terbesar dari variabel ini adalah 0,2824 yang dimiliki oleh PT Kawasan Industri Wijayakusuma (Persero) pada tahun 2014.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min.	Max.
ROA	380	0,0444089	0,0576889	-0,2391965	0,2824248
ROE	380	0,0610849	0,4977668	-8,920563	0,5830461
ROS	380	0,1855123	0,1953759	-0,9815772	1,630565
LN-PMN	380	2,053357	4,929334	0	17,59011
NPM	380	0,1244133	0,1665573	-1,134854	0,6529212
TATO	380	0,50122	0,35614	0,0227373	2,24712
DER	380	2,423941	5,698013	0,0106524	99,36002
AGE	380	40,60526	16,63918	5	73
CVT_PERC	380	0,90032	0,1692441	0,51	1

Sumber: Diolah dari data penelitian

Tidak berbeda jauh dengan ROA, variabel ROE memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,061. Lukviarman (dalam Saefullah, Listiawati & Abay, 2018) menyatakan bahwa nilai rasio ROE pada standar industri adalah sebesar 8,32%. Hal

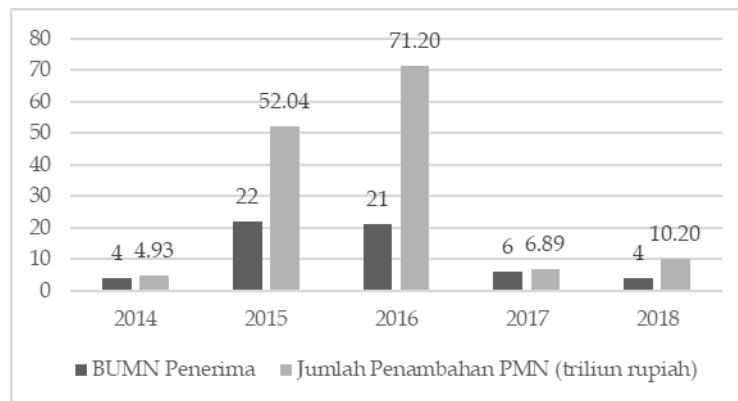
ini menandakan bahwa kebanyakan BUMN sampel dalam penelitian ini belum secara efisien dapat memanfaatkan modal yang dimilikinya untuk menghasilkan laba. Nilai terendah dari variabel ini adalah -8,9206 yang dimiliki oleh PT Hotel Indonesia Natour (Persero) pada tahun 2015. Sedangkan untuk nilai terbesar dari variabel

ini adalah 0,583 yang juga dimiliki oleh PT Hotel Indonesia Natour (Persero) pada tahun 2014.

Di sisi lain, variabel ROS dalam penelitian ini memiliki nilai rata-rata sebesar 0,1855. Hal ini menandakan bahwa rata-rata BUMN sampel dalam penelitian ini dapat menghasilkan laba sebelum beban bunga dan beban pajak (EBIT) sebesar 18,55% dari pendapatan penjualan perusahaan. Nilai terendah dari variabel ini adalah -0,9816 yang dimiliki oleh PT Amarta Karya (Persero) pada tahun 2016. Adapun untuk nilai terbesar dari variabel ini adalah 1,6306 yang dimiliki oleh PT Danareksa (Persero) pada tahun 2018.

Dalam penelitian ini, dari total sebanyak 380 data observasi, hanya sekitar

25% data pengamatan yang memperoleh penambahan PMN. Adapun nilai terbesar variabel LN_PMN adalah 17,5901 atau sebesar Rp43,58 triliun. Nilai tersebut merupakan penambahan PMN yang diberikan pada PT PLN (Persero) pada tahun 2016. Pada periode tersebut, PT PLN (Persero) menerima penambahan PMN sebanyak tiga kali, yaitu sebesar Rp8,86 triliun berdasarkan PP Nomor 16 Tahun 2016, Rp11,16 triliun berdasarkan PP Nomor 17 Tahun 2016 dan Rp23,56 triliun berdasarkan PP Nomor 91 Tahun 2016. Berdasarkan *trend* perkembangannya dari tahun ke tahun, penambahan PMN yang diberikan pada BUMN sampel dapat dilihat pada Gambar 3.



Gambar 3. Trend Penambahan PMN pada BUMN Sampel
 Sumber: Diolah dari data penelitian

Berdasarkan Gambar 3, tampak bahwa penambahan PMN pada tahun 2015 dan 2016 jumlahnya meningkat dengan signifikan. Pada tahun 2015, terdapat 22 BUMN sampel yang menerima penambahan PMN dengan total penambahan PMN mencapai Rp52,04 triliun. Di lain pihak,

pada tahun 2016, BUMN sampel yang menerima penambahan PMN jumlahnya sebanyak 21 perusahaan dengan total penambahan PMN mencapai Rp71,2 triliun. Hal tersebut merupakan salah satu strategi pemerintah untuk mendukung program nawa cita pembangunan.

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Model Pertama

Variabel	Koefisien	t	Signifikansi
LN_PMN	0,0001451	0,82	
NPM	0,2448392	8,52	***
TATO	0,658705	4,12	***
DER	-0,0005662	-3,28	***
AGE	0,0014866	3,66	***
GVT_PERC	0,0069407	0,21	
Konstanta	-0,0846053	-2,26	*
Observasi			380
Prob. > F			0,000
R ² within			0,5991

Keterangan: *** = Prob. < 0,001, ** = Prob. < 0,01, * = Prob. < 0.05

Sumber: Hasil olahan penulis

Pengaruh Penambahan PMN Terhadap Return on Asset (ROA)

Hasil analisis regresi model empiris yang pertama ditunjukkan pada Tabel 3, di mana merupakan hasil analisis regresi *fixed effect* dengan tambahan estimasi *robust standard errors*. Berdasarkan pengujian signifikansi simultan (uji F), variabel LN_PMN bersama-sama dengan variabel kontrol lainnya secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel ROA. Namun, berdasarkan uji signifikansi parameter individu diperoleh hasil bahwa variabel LN_PMN tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Adapun berdasarkan uji koefisien determinasi (R²), diperoleh nilai R² *within* sebesar 0,5991. Artinya, variabel LN_PMN bersama-sama dengan variabel kontrol lainnya dapat menjelaskan perubahan yang terjadi pada variabel ROA sebesar 59,91% dan sisanya disebabkan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa model

yang digunakan telah memiliki *goodness of fit* yang baik. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa penambahan PMN yang dilakukan pemerintah tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN yang diukur menggunakan ROA.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nugroho (2019) khususnya setelah ditambahkan metode estimasi berupa *firm fixed-effect* dan *HAC-clustered standard error*. Hal ini dapat diartikan bahwa penambahan PMN yang dilakukan pemerintah pada satu sisi dapat memberikan tambahan atas laba bersih perusahaan. Namun, tambahan tersebut nilainya menjadi tidak signifikan mengingat penambahan PMN juga mengakibatkan aset perusahaan bertambah. Dengan kata lain, perusahaan masih kurang optimal dalam memanfaatkan aset yang dimilikinya untuk menghasilkan tambahan laba.

Selain itu, faktor lainnya yang dapat menyebabkan didapatkannya hasil tersebut adalah sebagian penambahan PMN berasal dari tambahan aset yang berupa Bantuan Pemerintah yang Belum Ditetapkan Statusnya (BPYBDS). Pada 31 Desember 2018, nilai aset ini di LKPP mencapai Rp22,92 triliun atau berkurang sebesar Rp5,9 triliun bila dibandingkan pada tahun sebelumnya. Aset ini dicatat menggunakan prinsip *substance over form* dan *matching cost against revenue* yang berarti aset tersebut secara substansi telah digunakan oleh perusahaan dalam kegiatan operasionalnya namun statusnya masih milik Kementerian/Lembaga karena adanya kelalaian dalam penyelesaian *legal*

administrasi pada saat pemindahtanganan BMN.

Oleh karena itu, setelah aset BPYBDS ditetapkan statusnya untuk dijadikan penambahan PMN pada BUMN, tidak terdapat pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Adapun nilai penambahan PMN yang bersumber dari aset BPYBDS tersebut, menggunakan nilai Berita Acara Serah Terima Operasional (BASTO) yang telah di-review oleh BPK dan tidak menggunakan nilai wajar sesuai mekanisme PP Nomor 6 Tahun 2006 (DJKN, 2012, 18). Hal ini mengakibatkan nilai penambahan PMN tersebut kurang representatif apabila digunakan sebagai dasar untuk menganalisis persamaan regresi dalam penelitian ini.

Tabel 4. Hasil Analisis Regresi Model Kedua

Variabel	Koefisien	t	Signifikansi
LN_PMN	-0,0043415	-3,74	***
NPM	0,8919647	4,84	***
TATO	0,2023167	2,56	*
DER	-0,0871226	-32,55	***
AGE	0,00573	2,24	*
GVT_PERC	0,0399316	0,24	
Konstanta	-0,199818	-0,96	
Observasi	380		
Prob. > F	0,000		
R ² within	0,9198		

Keterangan: *** = Prob. < 0,001, ** = Prob. < 0,01, * = Prob. < 0,05

Sumber: Diolah oleh penulis

Pengaruh Penambahan PMN Terhadap Return on Equity (ROE)

Hasil analisis regresi model empiris yang kedua ditunjukkan pada Tabel 4. Berdasarkan pengujian signifikansi simultan (uji F), variabel LN_PMN bersama-sama

dengan variabel kontrol lainnya secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel ROE. Berdasarkan pengujian signifikansi parameter individu, diperoleh hasil bahwa variabel LN_PMN mempunyai pengaruh

yang signifikan terhadap variabel ROE. Selanjutnya berdasarkan uji koefisien determinasi (R^2), diperoleh nilai R^2 *within* sebesar 0,9198. Artinya, variabel LN_PMN bersama-sama dengan variabel kontrol lainnya dapat menjelaskan perubahan yang terjadi pada variabel ROE sebesar 91,98%. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa model yang digunakan telah memiliki *Goodness of Fit* yang baik. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa penambahan PMN berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan BUMN yang dinilai dengan tolak ukur ROE.

Berbeda dengan hasil penelitian yang diperoleh Dinarjito (2019) maupun Nugroho (2019), hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Kelbulan dan Kurniawan (2015) maupun Sudarno et al. (2011). Temuan ini membuktikan bahwa penambahan penyertaan modal yang dilakukan pemerintah selama ini belum digunakan secara produktif oleh masing-masing perusahaan untuk meningkatkan laba penghasilannya. Adanya pengeluaran yang kurang produktif tersebut justru akan menambah beban perusahaan dan mengakibatkan laba perusahaan semakin kecil. Hasil penelitian ini sekilas membenarkan kritikan beberapa anggota Komisi XI DPR yang menyatakan bahwa kajian penambahan PMN yang dilakukan pemerintah saat ini masih belum optimal. Pemerintah seharusnya dapat lebih memonitor perkembangan atas realisasi

penambahan PMN yang telah diberikan sehingga tidak digunakan untuk kegiatan lain yang tidak direncanakan sebelumnya. Namun apabila dilihat secara lebih mendalam, terdapat beberapa faktor lain yang menyebabkan diperolehnya hasil tersebut. Pada beberapa kasus, pemerintah justru mengalokasikan penambahan PMN karena mengetahui bahwa perusahaan tersebut akan merugi di masa mendatang. Misalnya saja penambahan PMN yang diberikan pada PT Aneka Tambang pada tahun 2015. Pada saat itu, pemerintah berencana untuk mengeluarkan kebijakan baru mengenai larangan ekspor bijih nikel (ore) yang belum dimurnikan. Apabila pemerintah tidak mengalokasikan penambahan PMN, pendapatan PT Aneka Tambang tidak akan setinggi biasanya dan bahkan bisa merugi. Untuk mencegah kerugian tersebut, pemerintah mengalokasikan penambahan PMN agar PT Aneka Tambang dapat membangun fasilitas pemurnian (*smelter*). Dibutuhkan waktu yang tidak singkat untuk pembangunan *smelter* tersebut, yaitu diperkirakan baru akan selesai pada akhir tahun 2020. Oleh karena itu, kondisi keuangan perusahaan dapat saja semakin merugi meskipun telah dialokasikan penambahan PMN. Apabila dilihat berdasarkan tren penambahan PMN tiap tahunnya, penambahan PMN tahun 2015 dan 2016 jumlahnya meningkat pesat bahkan hingga mencapai lebih dari tujuh kali lipatnya. Hal tersebut merupakan salah

satu strategi pemerintah untuk mendukung program nawa cita pembangunan.

Tabel 5. Hasil Analisis Regresi Model Ketiga

Variabel	Koefisien	z	Signifikansi
LN_PMN	0,0000997	0,12	
NPM	1,065487	35,48	***
TATO	-0,0365511	-2,46	*
DER	0,0002748	0,37	
AGE	-0,0000469	-0,14	
GVT_PERC	0,0135687	0,42	
Konstanta	0,0600908	1,63	
Observasi	380		
Prob. > F	0,000		
R ² within	0,7195		

Keterangan: *** = Prob. < 0,001, ** = Prob. < 0,01, * = Prob. < 0.05

Sumber: Olahan penulis

Pengaruh Penambahan PMN Terhadap Return on Sales (ROS)

Berdasarkan hasil analisis regresi menggunakan REM pada Tabel 5, berdasarkan uji signifikansi parameter individu diperoleh hasil bahwa hubungan antara LN_PMN dengan ROS bukanlah hubungan yang pengaruhnya signifikan. Adapun berdasarkan pengujian signifikansi simultan (uji F) pada model empiris yang ketiga, variabel LN_PMN bersama-sama dengan variabel kontrol lainnya secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel ROS. Berdasarkan uji koefisien determinasi (R²), diperoleh nilai R² *within* sebesar 0,7195. Artinya, variabel LN_PMN bersama-sama dengan variabel kontrol lainnya dapat menjelaskan perubahan yang terjadi pada variabel ROS sebesar 71,95% dan 28,05% sisanya disebabkan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini.

Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa model yang digunakan telah memiliki *goodness of fit* yang baik. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa penambahan PMN yang dilakukan pemerintah tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN yang dinilai menggunakan tolak ukur ROS.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nugroho (2019) yang menyatakan bahwa penambahan PMN yang dilakukan pemerintah pada tahun 2010-2015 tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN apabila diukur dengan variabel ROS. Hal ini dapat diartikan bahwa penambahan PMN yang dilakukan pemerintah pada satu sisi dapat memberikan tambahan pendapatan penghasilan yang diperoleh perusahaan. Namun, tambahan tersebut bukanlah tambahan yang secara signifikan

memberikan kontribusi positif karena perusahaan masih harus menanggung biaya/beban yang jumlahnya juga meningkat. Atau dengan kata lain, tingkat efisiensi yang dilakukan oleh perusahaan masih belum optimal.

Sebagaimana dijelaskan pada pembahasan sebelumnya, penambahan PMN pada tahun 2015 dan 2016 jumlahnya meningkat pesat. Hal tersebut merupakan salah satu strategi pemerintah untuk mendukung program nawa cita pembangunan. Pengukuran kinerja BUMN setelah dialokasikannya penambahan PMN tersebut tentunya tidak dapat dilakukan dalam jangka waktu yang relatif singkat. Pada tahun-tahun awal dialokasikannya penambahan PMN, perusahaan masih harus menanggung biaya/beban operasional yang tinggi. Selain itu, faktor lainnya yang dapat menyebabkan diperolehnya hasil tersebut adalah penambahan PMN yang diberikan pemerintah sebagian besar dicairkan pada akhir periode akuntansi. Akibatnya, perusahaan belum secara efektif dapat memanfaatkan penambahan PMN yang telah diterima untuk memberikan nilai tambah atas pendapatan penjualan.

SIMPULAN DAN SARAN

Setelah dilakukan beberapa pengujian, diperoleh hasil bahwa penambahan PMN tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN yang dinilai dengan tolak ukur ROA dan ROS. Adapun penambahan PMN yang

dilakukan pemerintah secara signifikan berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan BUMN yang dinilai dengan tolak ukur ROE. Artinya, semakin banyak dilakukannya penambahan PMN justru dapat menurunkan kinerja keuangan BUMN. Temuan ini mengindikasikan bahwa selama tahun 2014-2018, penambahan PMN yang dialokasikan pemerintah lebih banyak digunakan oleh perusahaan untuk pengeluaran yang sifatnya belum dapat memberikan kontribusi positif terhadap laba bersih yang diperoleh perusahaan. Adanya pengeluaran yang kurang produktif tersebut justru akan menambah beban perusahaan dan mengakibatkan laba perusahaan semakin kecil.

Hasil penelitian ini sekilas mendukung pendapat bahwa pemerintah selama ini masih kurang komprehensif dalam mengkaji efek penambahan PMN. Namun apabila dilihat dengan lebih mendalam, terdapat beberapa faktor yang dapat menyebabkan diperolehnya hasil tersebut. Penambahan PMN yang diberikan pemerintah jumlahnya meningkat pesat pada tahun 2015 dan 2016. Hal tersebut merupakan salah satu strategi pemerintah untuk mendukung program nawa cita pembangunan. Pada tahun-tahun awal diberikannya penambahan PMN, perusahaan masih harus menanggung beberapa biaya/beban tertentu yang mengakibatkan laba perusahaan semakin kecil. Rentang waktu penelitian yang difokuskan pada

tahun 2014-2018 membuat hasil penelitian ini tidak dapat digunakan untuk menggeneralisasi kinerja pemerintah pada periode-periode sebelumnya. Peneliti selanjutnya diharapkan dapat menggunakan sampel perusahaan yang lebih banyak dengan periode penelitian yang lebih panjang. Peneliti selanjutnya juga dapat mengembangkan model penelitian yang digunakan dan menganalisis kinerja perusahaan tidak hanya dari sisi keuangan, melainkan juga dari sisi kinerja nonkeuangan.

Melalui penelitian ini, pemerintah diharapkan dapat lebih selektif dalam menentukan BUMN yang dapat menerima penambahan PMN. Pemerintah seharusnya juga dapat membuat kajian penambahan PMN dengan lebih komprehensif. Kajian tersebut setidaknya berisi mengenai tujuan utama dialokasikannya PMN dan bagaimana efeknya terhadap proyeksi laporan keuangan perusahaan di masa mendatang. Apabila sudah ditentukan dengan jelas peruntukannya, maka jumlah penambahan PMN yang diberikan dapat dialokasikan dengan lebih efisien. Waktu pengalokasian PMN juga harus diperhatikan oleh pemerintah agar nantinya pengalokasian PMN dapat berjalan dengan tepat sasaran. Selain itu, pemerintah juga harus dapat mengkomunikasikan hal tersebut dengan masing-masing BUMN. Setiap perusahaan haruslah dapat membuat rencana kerja yang jelas sesuai dengan tujuan awal dialokasikannya PMN. Selanjutnya,

pemerintah juga harus selalu rutin dalam memonitor perkembangan kinerja masing-masing BUMN.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E. F. & Houston, J. F. (2015). *Fundamentals of Financial Management, 8th Edition*. Mason OH: Cengage Learning.
- Darmawan, I. P. A., Octavianus, S., Lesmi, K., Rahmantya, Y. E. K., Souisa, L., Uktolseja, L. J., Tauran, S. F., Pudjiastuti, S. R., & Solikin, A. (2023). *Metode Penelitian Pendidikan Praktis*. Bandung: Widina Bhakti Persada.
- DPR. (2019). *Efektivitas PMN Perlu Dikaji Mendalam*.
<http://dpr.go.id/berita/detail/id/26743/t/Efektivitas+PMN+Perlu+Dikaji+Mendalam> (diakses 21 Maret 2020).
- Dinarjito, A. (2019). Penyertaan Modal Negara, pertumbuhan aset dan kinerja Badan Usaha Milik Negara. *E-Jurnal Akuntansi*, 28(2), 1323-1345. <https://doi.org/10.24843/EJA.2019.v28.i02.p20>.
- DJKN. (2012). *Media Kekayaan Negara Edisi No. 10 Tahun III/2012 - Pengelolaan Investasi Pemerintah*. Jakarta: Direktorat Jenderal Kekayaan Negara.
- Fauzia, M. (2019). *Ini 8 BUMN yang Disuntik PMN oleh Pemerintah Rp17,7 Triliun*.
<https://money.kompas.com/read/2019/12/02/145309126/ini-8-bumn-yang-disuntik-pmn-oleh-pemerintah-rp-177-triliun?page=all> (diakses 22 Maret 2020).
- Guo, D., Guo, Y. & Jiang, K. (2016). Government subsidized R&D and firm innovation: Evidence from China. *Stanford Working Paper*, no. 494 (Februari).

- Kasmir. (2013). *Analisis Laporan Keuangan, Edisi 1, Cetakan Ke-6*. Jakarta: Rajawali Grafindo Persada.
- Kelbulan, I. & Kurniawan, H. (2015). Analisis pengaruh Penyertaan Modal Pemerintah Daerah terhadap pertumbuhan aktiva, efisiensi, dan kinerja keuangan BUMD di Provinsi DIY. *E-Jurnal UAJY* 8677, 1-15. <http://e-journal.uajy.ac.id/8677/1/JURNALEA15189.pdf>
- Kementerian BUMN. (2017). *Kiprah BUMN Membangun Negeri*. Jakarta: Kementerian BUMN Republik Indonesia. http://bumn.go.id/upload/download_image/file_download/5a9debb0744f7_20180306081528/ (diakses 15 April 2020).
- Kementerian BUMN. (2019a). *Laporan Kinerja BUMN 2019: Bakti Untuk Negeri*. Jakarta: Kementerian BUMN Republik Indonesia.
- Kementerian BUMN. (2019b). *Profil BUMN 2019*. Jakarta: Kementerian BUMN Republik Indonesia. http://bumn.go.id/upload/download_image/file_download/5e2c0e00de527_20200125044432/ (diakses 21 Maret 2020).
- Kim, S., Kim, E., Suh, Y. & Zheng, Z. (2016). The effect of service innovation on R&D activities and government support systems: The moderating role of government support systems in Korea. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 2(5), 1-13. <http://dx.doi.org/10.1186/s40852-016-0032-1>.
- Makki, S. (2019). *Sri Mulyani Sebut 7 BUMN Masih Rugi Meski Dapat PMN*. <https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20191202134216-92-453363/sri-mulyani-sebut-7-bumn-masih-rugi-meski-dapat-pmn> (diakses 21 Maret 2020).
- Merchant, K. A. & van der Stede, W. A. (2007). *Management Control Systems: Performance Measurement, Evaluation and Incentives, 2nd Edition*. Harlow: Prentice Hall.
- Nazaruddin, I. (2000). Pengukuran kinerja non finansial: Suatu cara meningkatkan *value* perusahaan. *Jurnal Akuntansi & Investasi*, 1(1), 32-40.
- Nguyen, T. M., Tran, T. Q. & Do. L. T. (2018). Government support and firm profitability in Vietnam. *Comparative Economic Research*. 21(4), 105-120. <https://doi.org/10.2478/cer-2018-0029>.
- Nugroho, H. (2019). The impact of government support on the performance of Indonesia's State-Owned Enterprises. *ADB Working Paper* 983.
- Nugroho, L., Fajarsari, I. M., Solikin, A., Yusdita, E. E., Fatriansyah, A. A. A., Irwanto, Atiningsih, S., Susilawati, N., Gainau, P. C., Hippy, M. Z., Rahmadi, H., Januarsari, Y., & Faisol, I. A. (2023). *Metodologi Penelitian Akuntansi dan Praktik Penulisan Artikel Bidang Akuntansi*. Bandung: Widina Media Utama.
- OECD. (2005). *Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Survey of OECD Countries*. Paris, France: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264009431-en>.
- OECD. (2014). *Financing State-Owned Enterprises: An Overview of National Practices*. Paris, France: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264209091-en>.
- Park, H. M. (2011). Practical Guides to Panel Data Modeling: A Step-by-step Analysis Using Stata. *Tutorial Working Paper, Graduate School of International Relations, International University of Japan*.
- Phi, N. T. M., Taghizadeh-Hesary, F., Tu, C. A., Yoshino, N. & Chul Ju Kim, C. J. (2019). Performance differential between private and state-owned

enterprises: An analysis of profitability and leverage. *ADB Working Paper* 950.

Saefullah, E., Listiawati, L. & Abay, P. M. (2018). Analisis kinerja keuangan menggunakan rasio profitabilitas pada PT XL Axiata, Tbk dan PT Indosat Ooredoo, Tbk periode 2011-2016 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Banque Syar'i*, 4(1), 15-32.

Sekaran, U. & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach, 7th Edition*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.

Sudarno, Idrus, M. S., Salim, U. & Djumahir. (2011). Pengaruh penyertaan modal terhadap pertumbuhan aktiva, efisiensi dan kinerja keuangan pada Badan Usaha Milik Daerah (BUMD): Studi pada BUMD/perusahaan daerah di Propinsi Riau. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 9(2), 515-524.

Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.

Sumarna, R. A. & Solikin, A. (2018). Pengaruh restrukturisasi melalui pembentukan *holding* BUMN terhadap kinerja keuangan BUMN. *Substansi: Sumber Artikel Akuntansi Auditing dan Keuangan Vokasi*, 2(2), 240-260.

Titman, S, Keown, A. J. & John D. Martin, J. D. (2014). *Financial Management: Principles and Applications, 12th Edition*. New Jersey: Pearson Education, Inc.

Yu, M. (2013). State ownership and firm performance: Empirical evidence from Chinese Listed Companies. *China Journal of Accounting Research*, 6(2), 75-87. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2013.03.003>.