

Dampak Current Ratio, Debt to Equity, dan Efisiensi terhadap Kinerja Keuangan BUMN Holding

Muhammad Joni Barus

Universitas Islam Sumatera Utara

jhonibarus@fe.uisu.ac.id

Abstrak

Salah satu isu penting pada saat ini ialah bagaimana kinerja keuangan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) setelah menerapkan kebijakan holding. Isu ini diharapkan akan menjadi topik yang serius dalam kajian ilmu pengetahuan, karena kebijakan ini diyakini kemampuannya untuk meningkatkan sinergi dan efisiensi antar entitas. Oleh sebab itu, studi ini bertujuan untuk menguji dampak pengaruh dari hubungan current ratio atau CR, debt to equity ratio atau DER, serta beban operational pendapatan (BOPO) terhadap kinerja dengan menggunakan rasio return on equity atau ROE. BUMN yang melakukan holding adalah objek dari penelitian ini. Pemilihan data dilakukan dengan purposive sampling, dengan beberapa kriteria yang digunakan, yaitu data dari BUMN holding yang melaporkan keuangannya secara lengkap dan konsisten serta memiliki data yang memadai terkait variabel CR, DER, BOPO, dan ROE. Dari beberapa kriteria yang sudah ditentukan diperoleh sampel penelitian sebanyak 56. Data dianalisis dengan metode regresi linier berganda. Hasil penelitian dari olah data yang dilakukan menunjukkan bahwa CR memberi dampak pengaruh yang positif terhadap ROE. Temuan ini mengindikasikan bahwa Pasca pembentukan holding, BUMN di Indonesia perlu menjaga tingkat likuiditas yang optimal, struktur leverage yang sehat dan efisiensi operasional, guna mendukung peningkatan kinerja keuangan perusahaan.

Kata Kunci

CR, DER, BOPO, ROE

PENDAHULUAN

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) memainkan peran strategis sebagai agen pembangunan sekaligus entitas bisnis yang dituntut menciptakan kinerja keuangan berkelanjutan. Dalam upaya meningkatkan daya saing dan efisiensi, pemerintah Indonesia mendorong restrukturisasi melalui pembentukan BUMN Holding, dengan tujuan memperkuat struktur permodalan, memanfaatkan skala ekonomi, dan menciptakan sinergi operasional. Namun, literatur tata kelola dan keuangan korporasi menegaskan bahwa restrukturisasi organisasi tidak secara otomatis menghasilkan peningkatan kinerja, terutama pada perusahaan dengan kepemilikan negara yang menghadapi tujuan ganda antara nilai ekonomi dan kepentingan publik (Megginson & Netter, 2001).

Kinerja keuangan merupakan indikator utama untuk menilai keberhasilan BUMN Holding dalam mengelola sumber daya dan mencapai tujuan ekonomi. Rasio keuangan menjadi alat analisis yang penting karena mampu merefleksikan kondisi likuiditas, struktur modal, serta efisiensi operasional perusahaan. Current Ratio digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek, sementara Debt to Equity Ratio menggambarkan kebijakan pendanaan dan tingkat risiko keuangan yang dihadapi perusahaan (Brigham & Ehrhardt, 2020). Kedua rasio ini memiliki implikasi langsung terhadap stabilitas keuangan dan kemampuan perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham.

Selain likuiditas dan leverage, efisiensi operasional merupakan faktor kunci dalam menentukan kinerja keuangan, terutama dalam struktur holding yang mengandalkan sinergi antar

entitas. Efisiensi yang diproksikan melalui BOPO atau Operating Expense Ratio menunjukkan sejauh mana perusahaan mampu mengendalikan biaya operasional untuk menghasilkan pendapatan yang optimal. Menurut efficiency theory, perusahaan dengan tingkat efisiensi yang tinggi memiliki keunggulan kompetitif karena mampu memaksimalkan output dari sumber daya yang terbatas (Berger & Humphrey, 1997). Dalam konteks BUMN Holding, tingginya biaya operasional dapat mengindikasikan belum optimalnya integrasi, lemahnya pengendalian biaya, atau kegagalan realisasi sinergi pasca holdingisasi.

Meskipun hubungan antara likuiditas, leverage, dan efisiensi terhadap kinerja keuangan telah banyak dikaji, sebagian besar penelitian masih berfokus pada perusahaan swasta atau BUMN secara individual. Karakteristik BUMN Holding dengan kepemilikan negara dominan, kompleksitas tata kelola, serta potensi masalah keagenan membatasi generalisasi temuan sebelumnya (Agency Theory). Oleh karena itu, terdapat research gap terkait relevansi dan kekuatan pengaruh indikator keuangan konvensional dalam menjelaskan kinerja keuangan BUMN Holding. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh Current Ratio, Debt to Equity Ratio, dan efisiensi operasional (BOPO) terhadap kinerja keuangan BUMN Holding di Indonesia, sekaligus memberikan kontribusi empiris bagi literatur keuangan korporasi sektor publik dan perumusan kebijakan pengelolaan BUMN yang lebih efektif dan berkelanjutan.

LANDASAN TEORI

Pengertian dan Peran ROE

ROE sering digunakan untuk melambangkan ukuran profitabilitas yang paling penting dan sering digunakan dalam analisis dan menilai kinerja keuangan sebuah perusahaan. ROE dapat menggambarkan kemampuan suatu perusahaan dalam memperoleh atau menghasilkan laba bersih dari modal yang diberikan para pemegang saham (Brigham & Houston, 2019). Para investor dan analisis keuangan sering menggunakan rasio ini untuk menilai efisiensi penggunaan modal sendiri dan potensi pengembalian investasi. Nilai rasio ROE yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan mampu memaksimalkan laba dari modal yang tersedia, sedangkan ROE rendah dapat mencerminkan masalah efisiensi operasional atau struktur modal yang kurang optimal. Menurut (Zutter & Smart, 2019), ROE tidak hanya mencerminkan profitabilitas, tetapi juga merupakan hasil interaksi berbagai rasio keuangan yang mencakup likuiditas, *leverage*, dan efisiensi operasional. Dengan demikian, pemahaman dan pengetahuan terhadap faktor-faktor yang dapat memberikan pengaruh terhadap ROE merupakan aspek penting dalam manajemen keuangan perusahaan.

Hubungan CR dengan ROE

Likuiditas menjadi salah satu determinan utama kinerja keuangan yang banyak dibahas dalam literatur. Current Ratio digunakan secara luas untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek dan mengurangi risiko likuiditas. Teori trade-off likuiditas menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang memadai meningkatkan stabilitas keuangan, tetapi likuiditas yang berlebihan dapat mengindikasikan penggunaan aset lancar yang tidak optimal dan menurunkan profitabilitas (Brigham & Houston, 2019). Temuan empiris terkait pengaruh Current Ratio terhadap kinerja keuangan masih beragam, dengan beberapa studi menemukan pengaruh positif (Eljelly, 2004), sementara penelitian lain menunjukkan hubungan negatif atau tidak signifikan, khususnya pada perusahaan besar dengan struktur organisasi kompleks, seperti BUMN Holding. Aset lancar yang tidak produktif dapat mengurangi efisiensi modal perusahaan (Brigham & Ehrhardt, 2020). Likuiditas yang berlebihan dapat mengakibatkan dana menganggur yang seharusnya digunakan untuk investasi yang produktif, sehingga menekan laba dan ROE.

Namun, studi lain menunjukkan bahwa likuiditas yang memadai justru dapat meningkatkan kinerja keuangan dengan memberikan keamanan finansial yang lebih besar dalam menghadapi risiko jangka pendek, yang pada akhirnya mendukung keberlanjutan operasional dan profitabilitas (Gitman & Zutter, 2019). Perbedaan temuan ini menjadi dasar pentingnya penelitian

yang memperhitungkan konteks industri dan struktur modal dalam mengevaluasi pengaruh CR terhadap ROE.

Hubungan DER dengan ROE

Selain likuiditas, struktur modal yang diproksikan melalui Debt to Equity Ratio (DER) memainkan peran penting dalam menjelaskan variasi kinerja keuangan. Berdasarkan trade-off theory, penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat pajak, namun pada tingkat tertentu meningkatkan risiko kebangkrutan dan biaya keagenan (Modigliani & Miller, 1958). Empirically, hubungan DER dan kinerja keuangan menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Sebuah studi oleh (Frank & Goyal, 2009) menunjukkan bahwa hubungan antara DER dan kinerja profitabilitas bersifat kompleks dan dipengaruhi oleh berbagai faktor seperti stabilitas arus kas, risiko operasional, dan kondisi ekonomi makro. Sejumlah penelitian lain juga menemukan pengaruh negatif leverage terhadap profitabilitas akibat meningkatnya beban bunga (Zeitun & Tian, 2007), sementara studi lain menunjukkan bahwa utang dapat meningkatkan disiplin manajerial dan kinerja melalui mekanisme pengawasan kreditur (Jensen, 1986).

Dalam konteks perusahaan milik negara, pengaruh leverage terhadap kinerja keuangan menjadi semakin kompleks. Kepemilikan negara sering kali menciptakan implicit guarantee yang melemahkan disiplin pasar dan mendorong penggunaan utang yang kurang efisien (Shleifer & Vishny, 1997). Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa BUMN cenderung memiliki struktur modal yang lebih tinggi dan kurang optimal dibandingkan perusahaan swasta, yang berdampak negatif terhadap kinerja keuangan (Boubakri et al., 2017). Kondisi ini menegaskan perlunya pengujian empiris DER dalam konteks BUMN Holding yang menghadapi tingkat kompleksitas organisasi dan kebijakan yang lebih tinggi.

Efisiensi Operasional dan ROE

Efisiensi operasional merupakan faktor krusial lain dalam menjelaskan kinerja keuangan, khususnya pada perusahaan berskala besar dan terdiversifikasi. Efisiensi yang diproksikan melalui BOPO atau Operating Expense Ratio mencerminkan kemampuan perusahaan mengendalikan biaya operasional dalam menghasilkan pendapatan. Menurut efficiency theory, perusahaan dengan tingkat efisiensi yang tinggi cenderung memiliki profitabilitas yang lebih baik karena mampu memaksimalkan output dari input yang tersedia (Berger & Humphrey, 1997). Empirical evidence secara konsisten menunjukkan bahwa BOPO berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan, terutama pada sektor perbankan dan perusahaan milik negara. Semakin rendah nilai rasio dari BOPO, maka semakin efisien operasi perusahaan dalam menghasilkan pendapatan, sehingga berkontribusi pada peningkatan laba dan ROE (Berger & Humphrey, 1997).

Pembentukan struktur holding company diharapkan dapat meningkatkan efisiensi melalui sinergi operasional, konsolidasi fungsi, dan pemanfaatan skala ekonomi. Namun, literatur organisasi dan manajemen menunjukkan bahwa holdingisasi tidak selalu menghasilkan efisiensi yang diharapkan. Masalah koordinasi, birokrasi, dan konflik kepentingan antar entitas justru dapat meningkatkan biaya dan menurunkan kinerja keuangan (Chang & Hong, 2000). Oleh karena itu, efisiensi operasional menjadi variabel kunci dalam mengevaluasi keberhasilan BUMN Holding pasca-restrukturisasi.

Integrasi Rasio Keuangan dalam Menjelaskan ROE

Dari perspektif agency theory, likuiditas, leverage, dan efisiensi operasional saling berinteraksi dalam memengaruhi kinerja keuangan. Tingginya likuiditas dan akses utang yang mudah dapat meningkatkan potensi moral hazard dan inefisiensi biaya ketika mekanisme pengawasan lemah (Jensen & Meckling, 1976). Hal ini relevan bagi BUMN Holding yang menghadapi tujuan ganda, tekanan politik, serta kompleksitas tata kelola, sehingga hubungan antara variabel keuangan dan kinerja tidak selalu mengikuti pola perusahaan swasta.

Meskipun literatur mengenai Current Ratio, Debt to Equity Ratio, dan efisiensi operasional telah berkembang luas, penelitian yang secara khusus mengkaji BUMN Holding di Indonesia masih terbatas. Sebagian besar studi menganalisis perusahaan secara individual dan mengabaikan dinamika holdingisasi. Dengan demikian, terdapat research gap terkait sejauh mana indikator keuangan konvensional tetap relevan dalam menjelaskan kinerja keuangan BUMN Holding. Penelitian ini berkontribusi untuk mengisi kesenjangan tersebut dengan menguji secara empiris dampak likuiditas, leverage, dan efisiensi terhadap kinerja keuangan BUMN Holding di Indonesia.

METODOLOGI PENELITIAN

Pendekatan kuantitatif dengan desain pebelitian kausalitas (*causal research*) digunakan dalam penelitian ini. Pemilihan pendekatan kuantitatif dilakukan karena fokus dan arah studi ini adalah menguji berdasarkan data dampak dari pengaruh yang ditimbulkan akibat adanya hubungan antara variabel bebas, yaitu CR, DER dan BOPO dengan Return on Equity (ROE) yang merupakan variable terikat melalui analisis statistik inferensial. Desain kausalitas digunakan untuk mengidentifikasi dan memahami hubungan sebab-akibat antar variabel berdasarkan data keuangan perusahaan (Sekaran & Bougie, 2016). Dalam studi ini digunakan jenis data yang bersifat kuantitatif. Data diperoleh dari data yang disajikan dalam laporan keuangan tahunan audited oleh akuntan public dan telah dipublikasikan melalui situs Bursa Efek Indonesia (BEI) atau laporan tahunan perusahaan terkait. Penggunaan data sekunder dianggap relevan karena laporan keuangan telah melalui proses audit sehingga memiliki tingkat reliabilitas dan validitas yang tinggi untuk analisis akademik (Sekaran & Bougie, 2010).

Populasi penelitian adalah seluruh BUMN yang melakukan holding selama periode pengamatan penelitian dengan jumlah 96. Metode purposive sampling digunakan untuk pemilihan sampel, yaitu suatu teknik yang digunakan untuk pengambilan sampel didasarkan pada kriteria tertentu supaya sampel yang dipilih sesuai dengan arah dan tujuan dari penelitian (Sekaran & Bougie, 2010), dengan kriteria meliputi: (1) BUMN holding yang sudah menerbitkan laporan keuangan audited secara lengkap dan konsisten selama rentang waktu 2020-2023; dan (2) BUMN holding yang memiliki data lengkap terkait variabel CR, DER, BOPO, dan ROE. Oleh karena itu diperoleh sampel penelitian ini sebanyak 56.

Analisis regresi linear berganda dipakai untuk menganalisi dan menguji dampak atau pengaruh dari hubungan CR, DER, dan BOPO dengan ROE. Berikut adalah model rumus model regresi yang digunakan:

$$\text{ROE} = \alpha + \beta_1 \text{CR} + \beta_2 \text{DER} + \beta_3 \text{BOPO} + e$$

Dimana:

- α : konstanta
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3$: koefisien regresi masing-masing variable independen
 e : adalah eror term

Untuk memastikan validitas model regresi, studi ini melakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, merupakan uji yang dibuat untuk dapat mengetahui apakah data berdistribusi normal. Selanjutnya adalah uji multikolinearitas, merupakan tes atau uji yang dilakukan untuk melihat apakah ada atau tidak korelasi yang terjadi antar variabel independen. Kemudian tes heteroskedastisitas, ini dilakukan untuk mengetahui apakah ada kesamaan varians residual. Uji autokorelasi, khususnya jika data bersifat time series atau panel. Pemenuhan asumsi klasik diperlukan agar estimasi regresi bersifat Best Linear Unbiased Estimator (Gujarati & Porter, 2009).

Selanjutnya melakukan pengujian hipotesis melalui uji t, ini dilakukan agar dapat diketahui pengaruh yang terjadi secara sebagian atau parsial dari tiap-tiap variabel independen

terhadap ROE. Uji F dilakukan untuk mengetahui pengaruh simultan CR, DER, dan BOPO terhadap ROE. Koefisien determinasi (R^2), untuk menilai kekuatan dari variabel independen apakah mampu menjelaskan variasi ROE. Studi ini menggunakan tingkat signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$), yang umum digunakan dalam penelitian ekonomi dan keuangan (Hair Jr et al., 2010).

HASIL DAN PEMBAHASAN

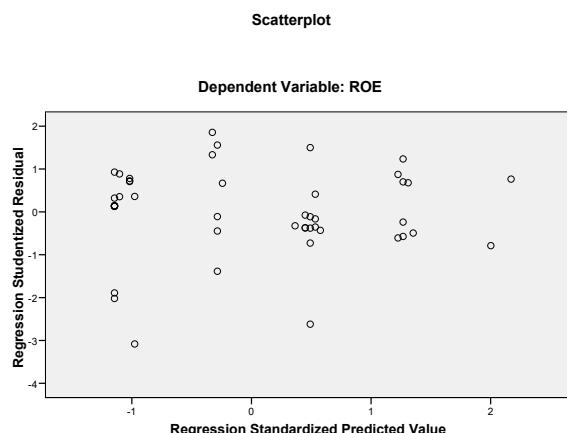
Setelah data penelitian dikumpulkan, dilakukan pengujian asumsi klasik sebagai prasyarat untuk memastikan kelayakan pengujian hipotesis. Pengujian asumsi klasik diawali dengan melakukan uji normalitas yang menggunakan Kolmogorov Smirnov dimana hasil dari olah data yang telah dilakukan diperoleh nilai signifikansi 2.56. Hal ini berarti nilai signifikansi yang dihasilkan tersebut lebih besar dari 0.05, maka dapat dikatakan bahwa data penelitian berdistribusi dengan normal. Selanjutnya, uji multikolinearitas dilakukan untuk melihat adanya korelasi antarvariable independent. Berikut ini adalah hasil pengujian *variance inflation factor* atau VIF yang disajikan pada tabel 1 di bawah, menunjukkan bahwa seluruh variable independent memiliki nilai VIF kurang dari 10, sebab itu dapat disimpulkan tidak terdapat gejala multikolinearitas pada model penelitian.

Tabel 1. Result of VIF

Variable	VIF
CR	1.04
DER	1.23
BOPO	2.86
ROE	2.99

Sumber: Hasil Analisis Data

Lebih lanjut, uji heterokedastisitas dilakukan untuk mengidentifikasi adanya ketidaksamaan varians residual dengan menggunakan metode scatterplot. Hasil pengujian pada gambar 1 menunjukkan bahwa sebaran data residual yang dihasilkan tidak terbentuk pola tertentu tetapi tersebar secara acak, dengan demikian disimpulkan model regresi tidak mengalami masalah heterokedastisitas. Dengan terpenuhinya seluruh asumsi, analisis selanjutnya dapat diteruskan ke proses pengujian hipotesis.



Gambar 1. Hasil Uji Heterokedastisitas dengan Scatter Plot

Hasil pengujian empiris pada table 2 menunjukkan bahwa CR memberikan dampak pengaruh positif kepada ROE, sementara DER dan BOPO memberikan dampak pengaruh yang negatif kepada ROE. Temuan ini mengindikasikan bahwa kinerja profitabilitas perusahaan sangat dipengaruhi oleh kemampuan likuiditas, struktur pendanaan, dan efisiensi operasional

perusahaan. Pengaruh positif current ratio terhadap ROE menunjukkan bahwa tingkat likuiditas yang memadai mampu memaksimalkan pengembalian investasi atau laba para pemegang saham. Current ratio mencerminkan kapabilitas perusahaan untuk pemenuhan kewajiban jangka pendek dengan memanfaatkan aset lancarnya yang dimilikinya. Likuiditas yang baik memungkinkan perusahaan menjalankan aktivitas operasional secara lancar tanpa tekanan keuangan, sehingga dapat meminimalkan risiko gangguan operasional dan biaya tambahan akibat keterlambatan pembayaran kewajiban (Brigham & Houston, 2019).

Table 2. Hasil Analisis Regresi

Variable	Predicted Sign	Coef	t-statistic	p-value
CR	+	0.284	5.47	0.046
DER	-	2.940	6.64	0.031
BOPO	-	7.042	-7.20	0.000
F value	23.82			
R2	0.421			

Dependen variable: ROE

Sumber: Hasil Analisis Data

Selain itu, pengelolaan aset lancar yang efektif, seperti piutang, persediaan dan kas, dapat meningkatkan efisiensi modal kerja. Efisiensi tersebut mendorong peningkatan laba bersih yang pada akhirnya berdampak langsung pada peningkatan ROE. Hasil ini sejalan dengan teori manajemen keuangan yang menyatakan bahwa likuiditas yang optimal berkontribusi positif terhadap profitabilitas perusahaan (Gitman & Zutter, 2019; Jordan et al., 2016). Temuan ini juga konsisten dengan penelitian (Deloof, 2003) dan (Eljelly, 2004) yang menemukan bahwa likuiditas memiliki hubungan positif dengan kinerja keuangan.

Hasil studi ini memperlihatkan bahwa DER memberikan dampak pengaruh yang negatif kepada ROE, yang mengindikasikan bahwa proporsi utang yang tinggi dalam struktur modal perusahaan justru menurunkan tingkat pengembalian ekuitas. Nilai rasio DER yang cukup besar/tinggi menggambarkan ketergantungan dari perusahaan terhadap pendanaan berbasis utang, yang mengakibatkan beban bunga dan risiko keuangan meningkat. Nilai yang tinggi dari beban bunga dengan sendirinya mengakibatkan laba bersih yang tersedia berkurang bagi pemegang saham, sehingga berdampak negatif terhadap ROE (Brigham & Houston, 2019; Modigliani & Miller, 1963). Dari perspektif trade-off theory, penggunaan utang memang dapat memberikan manfaat pajak (tax shield), namun pada tingkat tertentu akan meningkatkan biaya kebangkrutan dan risiko finansial yang melebihi manfaatnya. Kondisi ini menyebabkan penurunan profitabilitas dan kinerja keuangan perusahaan. Hasil studi ini sejalan dengan temuan empiris yang dilakukan (Salim & Yadav, 2012; Zeitun & Tian, 2007) yang menyiratkan bahwa tingginya nilai leverage akan memberikan dampak negatif kepada profitabilitas perusahaan.

Hasil penelitian yang telah dilakukan mendapati bahwa BOPO memberikan dampak pengaruh negatif kepada ROE, hal ini mengisyaratkan bahwa biaya operasional relative yang semakin tinggi dari pendapatan operasional, menyebabkan semakin rendah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Tingginya BOPO mencerminkan ineffisiensi operasional, di mana peningkatan biaya tidak diimbangi dengan peningkatan pendapatan yang sepadan (Subramanyam, 2014). Ineffisiensi operasional menyebabkan penurunan laba bersih, sehingga mengurangi pengembalian yang diterima pemegang saham. Dalam konteks teori efisiensi, perusahaan yang tidak mampu mengendalikan biaya operasional akan mengalami penurunan kinerja keuangan secara keseluruhan. Studi ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan (Berger & Humphrey, 1997) dan (Pasiouras & Kosmidou, 2007) yang menunjukkan bahwa efisiensi operasional berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas perusahaan, khususnya ROE.

Secara keseluruhan, hasil studi ini menegaskan bahwa likuiditas yang baik (current ratio) mampu meningkatkan ROE, sementara tingginya leverage (DER) dan rendahnya efisiensi operasional (BOPO) justru menekan profitabilitas perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan harus menjaga posisi keseimbangan baik likuiditas, struktur modal, dan efisiensi operasional guna mengoptimalkan kinerja keuangan agar dapat meningkatkan nilai bagi pemegang saham.

KESIMPULAN

Performa atau kinerja dari keuangan merupakan issu yang sangat penting untuk dikaji dalam konteks entitas korporasi, termasuk pada BUMN yang tergabung dalam struktur holding di Indonesia. Isu tersebut menjadi perhatian serius mengingat kebijakan holding diharapkan mampu meningkatkan sinergi dan performa dari keuangan suatu perusahaan. Arah dan tujuan dari studi ini yakni, untuk mengidentifikasi kinerja keuangan BUMN Holding di Indonesia dengan mengaitkannya pada sejumlah indikator-indikator keuangan, diantaranya CR, DER dan BOPO. Penelitian ini mengungkapkan bahwa CR berpengaruh kepada ROE, sedangkan DER dan BOPO memberikan dampak pengaruh negatif kepada ROE. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasca pembentukan holding, BUMN di Indonesia perlu menjaga tingkat likuiditas, leverage dan efisiensi operasional secara optimal, agar dapat berkontribusi terhadap peningkatan kinerja keuangan perusahaan.

Penelitian ini memiliki keterbatasan, karena hanya menganalisis CR, DER dan BOPO untuk melihat pengaruhnya terhadap kinerja keuangan. Sebab itu, untuk penelitian selanjutnya sangat disarankan untuk dapat memasukkan variable lain yang berpotensi mempengaruhi kinerja keuangan, seperti ukuran Perusahaan dan pertumbuhan pendapatan. Selain itu penelitian mendatang juga perlu mengkaji dampak kebijakan holding terhadap kinerja keuangan BUMN dalam jangka Panjang guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Berger, A. N., & Humphrey, D. B. (1997). Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research. *European Journal of Operational Research*, 98(2), 175–212. [https://doi.org/10.1016/S0377-2217\(96\)00342-6](https://doi.org/10.1016/S0377-2217(96)00342-6)
- Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. (2017). The constraints on full privatization: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 42, 392–407. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.06.005>
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2020). *Financial management: Theory & Practice* (16e ed.). Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management* (15e ed.). Cengage Learning.
- Chang, S. J., & Hong, J. (2000). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions. *Academy of Management Journal*, 43(3), 429–448. <https://doi.org/10.2307/1556403>
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(3–4), 573–588. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>
- Eljelly, A. M. A. (2004). Liquidity – profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market. *International Journal of Commerce and Management*, 14(2), 48–61. <https://doi.org/10.1108/10569210480000179>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-221X.2009.00001.x>

053X.2009.01026.x

- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2019). Principles of Managerial Finance. In *Pearson Education Limited*. www.pearsonmylab.com.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). Basic Econometrics. In *McGraw-Hill/Irwin* (Fifth Edit).
- Hair Jr, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). Multivariate Data Analysis. In *Pearson Education* (Seventh Ed). <https://doi.org/10.3390/polym12123016>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jordan, B. D., Ross, S. A., Westerfield, R., & Roberts, G. S. (2016). Fundamentals of Corporate Finance. In *McGraw-Hill Education* (9th Editio). <https://doi.org/10.1093/bja/aes534>
- Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). Megginson and Netter: From State Market:A Survey of Empirical Studies on Privatization to. *Market Journal of Economic Literature*, XXXIX(June), 321–389.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Pasiouras, F., & Kosmidou, K. (2007). Factors influencing the profitability of domestic and foreign commercial banks in the European Union. *Research in International Business and Finance*, 21(2), 222–237. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2006.03.007>
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65(ICIBSoS), 156–166. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2010). Research methods for business: A Skill-Building Approach. In *John Wiley & Sons* (Fifth).
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach* (Seventh Ed). John Wiley & Sons, Ltd. <http://repository.lppm.unila.ac.id/id/eprint/12007>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. *Journal of Finance*, 52(1), 35–55. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03807.x>
- Subramanyam, K. R. (2014). *Financial Statement Analysis* (Eleventh E). McGraw-Hill Education.
- Zeitun, R., & Tian, G. (2007). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4), 40–61. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v1i4.3>
- Zutter, C. J., & Smart, S. B. (2019). *Principles Of Managerial Finance* (Fifteenth). Pearson Education Limited. http://books.google.com/books?id=fWG2_eTKbM4C&pgis=1