



TATA KELOLA BUMN DAN PERTUMBUHAN EKONOMI MENURUT KLASTER LAPANGAN USAHA PERUSAHAAN NEGARA DI INDONESIA

Agustinus Febi Dwi Purnama¹ Anhar Fauzan Priyono² Sutvastie Soemitro Remi³

Abstract

Keywords:

Good Corporate Governance;
Government Support;
State-Owned Enterprises;
Economic Growth

This study analyzes the effect of good corporate governance and government capital support in SOEs on financial performance and economic growth according to business groups. State enterprises were grouped into 13 business groups based on the Central Statistics Agency for 2011-2019. Technical data analysis of this research panel uses the Fixed Effect Model (FEM), and Random Effect Model (REM). The results show that corporate governance has a positive effect on the financial performance of SOEs in the Information and Communication sector, as well as the Real Estate group. However, government support has a significant effect on reducing the financial performance of state companies engaged in the Construction sector; Procurement of Electricity and Gas; Manufacturing Industry; Agriculture, Forestry, and Fisheries. Nevertheless, in general, state enterprises still contribute to increasing economic growth.

Kata Kunci:

Tata Kelola Perusahaan Yang Baik;
Dukungan Pemerintah;
Perusahaan Milik Negara;
Pertumbuhan Ekonomi

Abstrak

Penelitian ini menganalisis pengaruh tata kelola perusahaan yang baik dan dukungan modal pemerintah di BUMN pada kinerja keuangan dan pertumbuhan ekonomi menurut kelompok lapangan usaha. Perusahaan negara dikelompokkan pada 13 kelompok lapangan usaha berdasarkan Badan Pusat Statistik tahun 2011-2019. Teknis analisis data panel penelitian ini menggunakan *Fixed Effect Model (FEM)* dan *Random Effect Model (REM)*. Hasil analisis menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan berpengaruh signifikan meningkatkan kinerja keuangan BUMN sektor Informasi dan Komunikasi, serta kelompok *Real Estate*. Namun, dukungan pemerintah berpengaruh signifikan menurunkan kinerja keuangan perusahaan negara yang bergerak pada sektor Konstruksi; Pengadaan Listrik dan Gas; Industri Pengolahan; serta Pertanian, Kehutanan dan Perikanan. Meskipun demikian, secara umum perusahaan negara tetap berkontribusi meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Koresponding:

Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas Padjadjaran,
Jawa Barat, Indonesia
Email:
agustinusfdp@gmail.com

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Padjadjaran, Jawa Barat, Indonesia^{1 2 3}

Email: anhar.fauzan.priyono@unpad.ac.id²

Email: sutvastie.remi@unpad.ac.id³

PENDAHULUAN

Penelitian tentang kontribusi perusahaan negara pada perekonomian terus mengalami peningkatan. Szarzec et al. (2021) menyatakan dua faktor pendorong penelitian tersebut terus meningkat, yaitu pertama adanya peningkatan program privatisasi perusahaan negara di negara maju dan berkembang sejak tahun 1980-an hingga awal 2000-an. Dorongan privatisasi perusahaan milik negara meningkat karena melalui peran kepemilikan swasta pada perusahaan negara dapat mendorong tata kelola perusahaan menjadi lebih baik dan efisien. Kedua, perusahaan negara di Brasil, Rusia, India, Cina, dan Afrika Selatan telah berkontribusi meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Bahkan beberapa tahun terakhir, perusahaan milik negara di Cina dan Rusia telah berekspansi ke pasar modal internasional.

Tren efisiensi perusahaan negara juga terjadi di Indonesia. Selama sepuluh tahun terakhir, jumlah perusahaan milik negara terus mengalami penurunan mulai dari 141 perusahaan pada tahun 2011 menjadi 107 perusahaan pada tahun 2020. Penurunan jumlah ini disebabkan adanya strategi Kementerian Badan Usaha Milik Negara (BUMN) meningkatkan efisiensi dengan cara membangun *holding* perusahaan. Apabila melihat laporan keuangan konsolidasi BUMN, pengurangan jumlah perusahaan tidak lantas menurunkan nilai aset perusahaan. Pada bulan September 2021, nilai aset BUMN mencapai Rp8.767 triliun atau meningkat sebesar 50,06% dibandingkan dengan tahun 2015. Begitu juga dengan dukungan pemerintah pada BUMN terus mengalami peningkatan. Pada rentang waktu 6 tahun terakhir BUMN rata-rata menerima penyertaan modal negara sebesar Rp29,07 triliun. Namun, apabila mencermati kontribusi BUMN pada pendapatan negara, hanya pembayaran pajak yang jumlahnya meningkat signifikan dalam rentang tahun 2011-2020, sedangkan setoran dividen relatif stagnan berada di kisaran Rp42,5 triliun. Begitu juga dengan kinerja keuangan BUMN yang diukur dengan *Return on Equity (ROE)*, sebelum terjadi krisis akibat pandemi Covid-19, rata-rata ROE berada pada 7,16% di berbagai bidang perusahaan negara. Sementara itu, ROE pada tahun 2020 mencapai titik terendah selama 7 tahun terakhir yakni mengalami penurunan signifikan sebesar 4,45%.

Tingginya nilai aset dan dukungan pemerintah berupa penyertaan modal pada BUMN perlu diimbangi dengan pengelolaan perusahaan negara yang baik atau dikenal dengan istilah *good corporate governance*. Perusahaan milik negara seringkali menghadapi permasalahan agensi dan korupsi, sehingga menyebabkan inefisiensi dan menurunkan kinerja perusahaan. Penyebab terjadinya permasalahan kelembagaan perusahaan diantaranya karena informasi tidak sempurna dan biaya transaksi tinggi (Yustika, 2012). Permasalahan perusahaan negara ini apabila terakumulasi dalam perekonomian dapat menurunkan kinerja dan pertumbuhan *output* perekonomian.

Teori Prinsipal Agen menganalisis hubungan kepentingan pihak-pihak yang bekerja sesuai kontraknya (Yustika, 2012). Permasalahan agensi biasanya terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara prinsipal (pemilik modal) dengan agen perusahaan (manajer). Manajer wajib mengelola perusahaan sesuai kontrak kerjanya untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik usaha. Sementara itu, manajer berkepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraannya. Selain permasalahan agensi, perusahaan negara umumnya menghadapi masalah informasi yang tidak simetris. Misalnya ketika salah satu pihak memiliki informasi lebih akurat dibandingkan dengan pihak lainnya pada suatu transaksi, sehingga pihak yang memiliki informasi yang kurang akurat, biasanya akan lebih dirugikan. Permasalahan ini disebut juga *adverse selection*. Perusahaan juga menghadapi permasalahan *moral hazard* atau terjadinya perlakuan menyimpang dari pelaku ekonomi.

Penelitian ini akan menganalisis pengaruh tata kelola dan dukungan pemerintah pada kinerja BUMN dan pengaruhnya bagi pertumbuhan ekonomi menurut lapangan usaha masing-masing BUMN. Tata kelola perusahaan yang baik sangat diperlukan untuk mendorong efektifitas kerja, meningkatkan *output* perusahaan, serta secara akumulatif berpengaruh pada pertumbuhan ekonomi untuk masing-

masing lapangan usaha. Bukti empiris menyatakan bahwa praktik *Good Corporate Governance* (GCG) mendukung peningkatan kinerja dan nilai perusahaan (Hermanto et al., 2021) dan (Warganegara et al., 2012). Bahkan menurut Heo (2018), terdapat tiga unsur tata kelola yang baik telah terbukti berpengaruh positif pada kinerja perusahaan milik negara, yaitu ukuran dewan, korporatisasi, transparansi dan pengungkapan. Namun studi kasus di Mesir menyatakan bahwa adanya hubungan negatif antara praktik *corporate governance* dengan kemungkinan perusahaan mengalami masalah keuangan (Shahwan, 2015). Adanya risiko tersebut perlu diantisipasi dengan perubahan struktur hukum dan budaya hukum menggunakan prinsip-prinsip GCG pada peraturan BUMN yang baru, karena BUMN menghadapi hambatan birokrasi dari pemerintah itu sendiri, buruknya kualitas sumber daya manusia, dan budaya perusahaan yang cenderung korup (Tijow & Hayat, 2021). Lebih lanjut Tijow & Hayat (2021) mengungkapkan urgensi pembangunan tata kelola yang baik di BUMN karena BUMN berperan dalam memproduksi barang dan/atau jasa yang dibutuhkan dalam rangka mewujudkan kesejahteraan masyarakat. Sesuai dengan uraian tersebut, hipotesis penelitian ini, H_1 : tata kelola yang baik berpengaruh positif pada kinerja keuangan BUMN.

Tata kelola perusahaan yang baik tentunya diimplementasikan dalam mengelola modal dari pemerintah sebagai prinsipal atau pemilik modal mayoritas pada perusahaan negara. Beberapa penelitian terdahulu telah menganalisis hubungan dukungan pemerintah pada kinerja perusahaan. Seperti penelitian Lee et al. (2014) menganalisis subsidi pemerintah telah meningkatkan kinerja perusahaan kecil dan perusahaan terbuka di Cina. Analisis lebih mendalam pada penelitiannya membuktikan bahwa subsidi berbasis pajak dinilai lebih relevan meningkatkan nilai perusahaan dibandingkan subsidi non pajak, karena penyaluran subsidi pajak dinilai lebih adil dan transparan. Dukungan pemerintah berupa pengaturan akses perusahaan mendapatkan faktor produksi berupa modal, lahan, tenaga kerja, bahkan akses politik juga telah menjadi bahan analisis penelitian sebelumnya. Adanya kontrol pemerintah Cina untuk mengalokasikan modal dan investasi telah menjadi keuntungan lebih bagi perusahaan negara (Li et al., 2012). Perusahaan negara di Cina lebih mudah mendapatkan persetujuan memperoleh modal dibandingkan dengan perusahaan swasta, sehingga perusahaan negara dapat berkinerja lebih baik dibandingkan perusahaan swasta di Cina. Sementara itu, Panibratov & Michailova (2019) mengungkapkan analisisnya pada perusahaan negara di Rusia, dukungan politik dinilai lebih kuat dibandingkan dengan peningkatan porsi kepemilikan negara pada perusahaan untuk mendorong internasionalisasi perusahaan di Rusia.

Dukungan pemerintah juga bisa berupa bantuan *Research and Development* (R&D) pada pelaku usaha. Guo et al. (2016) mengungkapkan bahwa usaha kecil dan menengah yang didukung dana pemerintah Cina menghasilkan *output* yang lebih tinggi daripada perusahaan tanpa dukungan pemerintah. Akan tetapi, kebijakan subsidi *Research and Development* (R&D) pada perusahaan terdaftar di pasar saham Cina mengakibatkan penurunan R&D perusahaan swasta dalam jangka pendek (Boeing, 2016). Begitu juga dengan kebijakan insentif keuangan pemerintah Cina berupa kebijakan pinjaman khusus dan pajak pinjaman bagi perusahaan manufaktur tidak memberi dampak signifikan pada kemajuan teknologi perusahaan (Guan & Yam, 2015). Hasil penelitian ini menangkap bahwa adanya efek negatif dari dukungan pemerintah pada perusahaan. Seperti dalam penelitian Musallam (2020) yang menyelidiki efek endogenitas antara kepemilikan negara dan nilai perusahaan pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009-2013. Hasilnya kepemilikan negara pada perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan secara negatif dalam jangka pendek, tetapi efeknya berbalik menjadi positif pada jangka panjang (Musallam, 2020). Analisis hampir senada dilakukan oleh Nugroho (2019) menyatakan bahwa dukungan pemerintah berupa penyertaan modal langsung, pengalihan infrastruktur pemerintah, dan bantuan pemerintah untuk BUMN tidak memiliki efek signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN. Dukungan

pemerintah selama ini lebih cenderung meningkatkan aset BUMN, tetapi belum memberikan manfaat finansial bagi BUMN. Literatur terdahulu telah mengkaji dampak berbagai dukungan pemerintah kepada BUMN di beberapa negara dengan hasil analisis yang beragam. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis penelitian ini adalah: H₂: dukungan pemerintah berpengaruh negatif pada kinerja keuangan BUMN.

Eskalasi kerangka pemikiran dari tata kelola perusahaan dan dukungan pemerintah pada kinerja perusahaan perlu diperluas pada dampak kinerja BUMN bagi perekonomian makro. Beberapa penelitian mengungkapkan hasil analisisnya secara eksplisit bahwa porsi kepemilikan pemerintah yang tinggi pada perusahaan telah menurunkan pertumbuhan ekonomi (La Porta et al., 2002) dan (Huang & Xiao, 2012). Hasil analisis La Porta et al. (2002) pada kepemilikan pemerintah atas bank di seluruh dunia, menyebutkan bahwa semakin tinggi porsi kepemilikan negara pada bank berkaitan dengan pertumbuhan ekonomi lebih rendah, perkembangan keuangan lebih lambat, pertumbuhan pendapatan dan produktivitas per kapita lebih rendah. Secara eksplisit Huang & Xiao (2012) mengungkapkan porsi kepemilikan negara yang lebih kecil (privatisasi) mendorong peningkatan produktivitas dan profitabilitas perusahaan. Hasil analisis tersebut turut mendukung semakin meningkatnya privatisasi perusahaan negara seperti diungkapkan Szarzec et al. (2021). Analisis lebih mendalam dengan mengaitkan kinerja perusahaan negara dengan kualitas kelembagaan negara dilakukan oleh Szarzec et al. (2021). Menurutnya, perusahaan negara tidak memberikan pengaruh signifikan bagi pertumbuhan ekonomi, tetapi dampaknya sangat bergantung pada kualitas kelembagaan suatu negara. Negara dengan kualitas institusi baik, maka keberadaan perusahaan negara menjadi lebih bermanfaat pada perekonomian. Negara-negara yang ingin memperoleh manfaat dari perusahaan negara, maka harus menciptakan kualitas kelembagaan yang baik.

Berbeda dengan hasil analisis Huang & Xiao, (2012), La Porta et al. (2002), dan Szarzec et al. (2021), hasil analisis Dollar & Wei (2007) pada perusahaan negara di Cina memiliki tujuan yang lebih luas dibandingkan dengan perusahaan swasta dan perusahaan asing. Perusahaan milik negara memiliki tanggungjawab untuk tujuan sosial dalam mengurangi pengangguran dan mendorong aktivitas perekonomian (Dollar & Wei, 2007). Penelitian Antonelli et al. (2014) juga menyatakan peran penting perusahaan negara di Italia yang tidak hanya berperan dalam pembangunan infrastruktur dasar, tetapi juga berperan aktif mengembangkan penelitian khususnya di industri hulu. Qi & Kotz, (2020) juga memberikan hasil analisis tentang pengaruh positif dari perusahaan negara bagi pertumbuhan ekonomi jangka panjang di Cina. Bahkan keberadaan perusahaan negara di Cina dapat mengimbangi efek buruk dari resesi ekonomi di tingkat regional. Tiga peran penting perusahaan negara di Cina, yaitu: menstabilkan pertumbuhan dalam kelesuan ekonomi dengan melakukan investasi besar-besaran, mempromosikan kemajuan teknis dengan berinvestasi di bidang teknologi risiko tinggi, dan memperlakukan pekerja dengan upah layak (Qi & Kotz, 2020). Ketiganya telah menguntungkan Cina untuk bergerak menuju model pertumbuhan yang lebih berkelanjutan di masa depan. Dari uraian tersebut, maka hipotesis penelitian ini adalah: H₇: aset perusahaan negara berpengaruh positif pada pertumbuhan ekonomi.

Penelitian ini menggunakan data BUMN per klaster lapangan usaha, sehingga dapat mengukur kinerja BUMN pada pertumbuhan ekonomi pada masing-masing lapangan usaha. Selain itu, hasil analisis penelitian ini dapat digunakan untuk memberikan gambaran kondisi BUMN sesuai kebijakan efisiensi menurut Kementerian BUMN yaitu penggabungan atau *holding* perusahaan menurut kelompok usahanya. Di masa yang akan datang jumlah BUMN di Indonesia akan semakin sedikit karena adanya penggabungan unit usaha sesuai klaster usahanya. Penelitian ini adalah yang pertama menganalisis perusahaan negara berdasarkan kelompok usahanya. Kebaruan lainnya dari penelitian ini adalah menggunakan GCG perusahaan negara sebagai transmisi kualitas kelembagaan

BUMN, berbeda dengan Szarzec et al. (2021) yang melihat faktor kualitas kelembagaan negara untuk menganalisis pertumbuhan ekonomi.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder berbentuk data panel pada 13 kelompok usaha BUMN yaitu: Pertanian, Kehutanan dan Perikanan; Pertambangan dan Penggalian; Industri Pengolahan; Pengadaan Listrik dan Gas; Pengadaan Air, Pengelolaan Sampah, Limbah, dan Daur Ulang; Konstruksi; Perdagangan Besar dan Eceran, Reparasi Mobil dan Sepeda Motor; Transportasi dan Pergudangan; Penyediaan Akomodasi dan Makan Minum; Informasi dan Komunikasi; Aktivitas Keuangan dan Asuransi; *Real Estate*; dan Aktivitas Profesional, Ilmiah dan Teknis selama 9 tahun antara tahun 2011-2019. Pengelompokan BUMN menurut lapangan usahanya sesuai dengan klaster atau kelompok usaha pada Badan Pusat Statistik (BPS), sehingga dapat menggambarkan pertumbuhan ekonomi menurut lapangan usahanya. Model persamaan empiris penelitian ini adalah sebagai berikut:

Persamaan 1

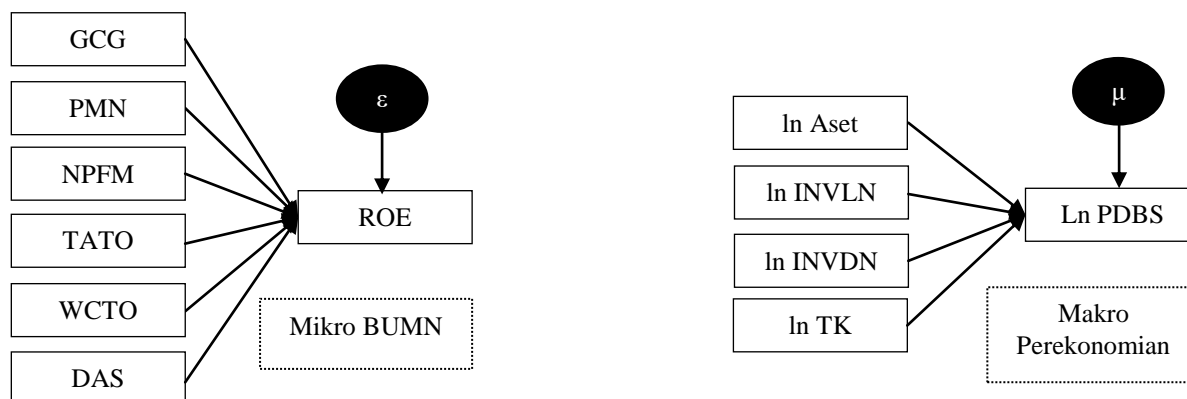
$$ROE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GCG_{i,t} + \alpha_2 PMN_{i,t} + \alpha_3 NPFM_{i,t} + \alpha_4 TATO_{i,t} + \alpha_5 WCTO_{i,t} + \alpha_6 DAS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

dan,

Persamaan 2

$$\ln PDBS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln Aset_{i,t} + \beta_2 \ln INVLN_{i,t} + \beta_3 \ln INVDN_{i,t} + \beta_4 \ln TK_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Subscripts *i* pada kedua model persamaan menunjukkan kelompok usaha BUMN dan *t* mewakili periode waktu penelitian, sementara $\varepsilon_{i,t}$ dan $\mu_{i,t}$ merupakan *error term* masing-masing model penelitian.



Sumber : Peneliti, 2022

Gambar 1.
Kerangka Model Penelitian

Model persamaan dianalisis dengan regresi data panel statis sesuai dengan penelitian Nugroho (2019) dan Qi & Kotz (2020) karena ukuran data yang relatif kecil ($N = 117$). Analisis regresi menggunakan data panel dilakukan pada masing-masing Persamaan 1 dan Persamaan 2 dengan kelompok usaha BUMN dan waktu yang sama. Persamaan 1 menganalisis pada tataran mikro perusahaan negara yakni menggambarkan hubungan antara tata kelola BUMN dan dukungan pemerintah pada BUMN pada kinerja keuangan BUMN. Sementara Persamaan 2 menggambarkan elastisitas hubungan variabel makro ekonomi dengan nilai Aset BUMN sebagai transmisi dari *input* perusahaan negara. Persamaan 2 dibangun menggunakan konsep fungsi produksi *Cobb-Douglas* yang menggambarkan keterkaitan *input* produksi dalam menghasilkan *output* produksinya. Koefisien nilai

Aset BUMN juga menunjukkan besaran *return to scale* input dalam menghasilkan *output*. Penelitian ini juga memastikan model dan hasil estimasi telah andal dan *robust* secara statistik. Oleh karena itu, dilakukan beberapa pengujian statistik terkait pemilihan model *Common Effect*, *Fixed Effect* atau *Random Effect*, serta uji asumsi klasik pada data yang digunakan (Gujarati, 2004).

Definisi operasional variabel dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini terinci pada Tabel 1.

Tabel 1.
Definisi Operasional Variabel dan Sumber Data

Variabel	Deskripsi	Sumber
ROE	Perubahan <i>Return On Equity</i> hasil perhitungan laba bersih dibagi ekuitas (%)	Statistik Keuangan BUMN dan BUMD berbagai tahun, Badan Pusat Statistik
GCG	Perubahan Rata-rata skor akhir penilaian GCG setiap kelompok lapangan usaha BUMN	Data Rekapitulasi Hasil Penilaian (<i>Skor</i>) GCG BUMN, Kementerian BUMN RI
PMN	Perubahan porsi modal kepemilikan pemerintah pada BUMN untuk setiap kelompok lapangan usaha BUMN (Rp triliun)	Ikhtisar Laporan Keuangan Perusahaan Negara (BUMN) yang terlampir dalam Laporan Keuangan Pemerintah Pusat
NPFM	Perubahan <i>Net Profit Margin</i> hasil perhitungan laba bersih dibagi pendapatan usaha (%)	Statistik Keuangan BUMN dan BUMD berbagai tahun, Badan Pusat Statistik
TATO	Perubahan <i>Total Asset Turnover</i> hasil perhitungan pendapatan usaha dibagi total aset (%)	Statistik Keuangan BUMN dan BUMD berbagai tahun, Badan Pusat Statistik
WCTO	Perubahan <i>Working Capital Turnover</i> hasil perhitungan pendapatan usaha dibagi ekuitas (%)	Statistik Keuangan BUMN dan BUMD berbagai tahun, Badan Pusat Statistik
DAS	Perubahan <i>Debt Asset Ratio</i> hasil perhitungan total utang dibagi total aset (%)	Statistik Keuangan BUMN dan BUMD berbagai tahun, Badan Pusat Statistik
Ln PDBS	Logaritma Natural Produk Domestik Bruto berdasarkan harga konstan per kelompok lapangan usaha	Publikasi Statistik berbagai tahun, Badan Pusat Statistik
Ln Aset	Logaritma Natural Total Aset BUMN pada kelompok lapangan usaha	Statistik Keuangan BUMN dan BUMD berbagai tahun, Badan Pusat Statistik
Ln INVLN	Logaritma natural dari nilai realisasi penanaman modal langsung luar negeri	Publikasi Statistik berbagai tahun, Kementerian Investasi RI/BKPM
Ln INVDN	Logaritma natural dari nilai realisasi penanaman modal langsung dalam negeri	Publikasi Statistik berbagai tahun, Kementerian Investasi RI/BKPM
Ln TK	Logaritma natural dari penduduk 15 Tahun Ke Atas yang Bekerja menurut Lapangan Pekerjaan Utama	Publikasi Statistik berbagai tahun, Badan Pusat Statistik

Sumber : Berbagai sumber, 2022

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil pengujian *Chow Test*, *Hausman Test*, dan *Lagrange Multiplier Test* terhadap kedua persamaan maka disimpulkan Persamaan 1 menggunakan *Fixed Effect Model* sedangkan Persamaan 2 menggunakan *Random Effect Model*.

Hasil estimasi model Persamaan 1 menggambarkan faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja kelompok usaha BUMN. Berdasarkan hasil pengujian parsial (uji t statistik), dapat disimpulkan masing-masing variabel bebas berpengaruh signifikan pada kinerja BUMN. Variabel tata kelola BUMN (GCG) dan dukungan pemerintah (PMN) untuk masing-masing kelompok usaha.

GCG menggambarkan kualitas tata kelola atau kelembagaan BUMN dengan indikator rata-rata nilai akhir *assessment* GCG pada masing-masing kelompok usaha. Nilai GCG merupakan akumulasi dari 6 (enam) aspek penilaian, yaitu aspek Komitmen Terhadap Penerapan Tata Kelola Perusahaan; Pemegang Saham dan RUPS/Pemilik Modal; Dewan Komisaris/Dewan Pengawas; Direksi; Pengungkapan dan Keterbukaan Informasi; serta Faktor Lainnya. Sesuai dengan hasil estimasi pada Tabel 2., pada umumnya setiap peningkatan 1 poin perubahan nilai GCG maka akan meningkatkan nilai perubahan ROE dengan nilai koefisien yang berbeda untuk setiap kelompok usaha BUMN, dengan asumsi faktor lainnya tetap. Keterkaitan positif antara variabel tersebut sesuai dengan hasil penelitian Warganegara et al.(2012), Heo (2018), dan Hermanto et al., (2021).

Hubungan signifikan positif antara GCG dan ROE terjadi pada kelompok usaha Informasi dan Komunikasi, serta kelompok *Real Estate*. Perusahaan negara pada kelompok Pengadaan Air; Aktivitas Keuangan; Industri Pengolahan; Perdagangan; Pertambangan; dan Pertanian juga mengindikasikan adanya hubungan positif antara GCG dan ROE, namun nilainya tidak signifikan secara statistik. Perusahaan negara pada kelompok usaha tersebut lebih banyak telah *go public* dalam permodalanya, sehingga meningkatkan upaya pengawasan, *check and balance* dalam pengelolaan perusahaan. Sementara itu, kelompok usaha BUMN yang bergerak pada Pengadaan Listrik dan Aktivitas Profesional perlu mendapatkan perhatian khusus karena adanya peningkatan perubahan nilai GCG berpotensi signifikan menurunkan perubahan ROE. Pembangunan tata kelola perusahaan yang baik tidak cukup hanya membangun infrastruktur atau pemenuhan dokumen *assessment*, namun juga diperlukan komitmen untuk menginternalisasi tata kelola yang baik pada perusahaan negara.

Perusahaan dengan nilai GCG relatif tinggi menggambarkan tata kelola perusahaan telah mapan, sehingga dapat memitigasi permasalahan prinsipal agensi dan kesenjangan informasi. Salah satu ciri perusahaan yang sehat adalah adanya pemisahan kewenangan antara pemilik modal dengan pengelola modal. Selain itu, tata kelola yang baik pada perusahaan negara dapat memitigasi risiko kesenjangan informasi baik berupa *adverse selection*, maupun *moral hazard* pada perusahaan negara. Nilai aspek pengungkapan dan keterbukaan informasi pada penilaian GCG dapat menjadi indikator suatu perusahaan telah mengimplementasikan praktik *good corporate governance*. Direksi mengelola modal yang diberikan pemilik modal (pemerintah sebagai pemilik modal mayoritas) dengan menerapkan tata kelola yang baik, maka dapat meningkatkan *return* perusahaan sebagai salah satu indikator kinerja perusahaan.

Pemerintah sebagai pemilik perusahaan BUMN telah mendorong penerapan tata kelola yang baik pada perusahaan negara. Salah satunya dengan menerbitkan Surat Keputusan Menteri BUMN Nomor SK-16/S.MBU/2012 tanggal 6 Juni 2012 tentang Indikator/Parameter Penilaian dan Evaluasi Atas Penerapan Tata Kelola Perusahaan Yang Baik (*Good Corporate Governance*). Penerapan GCG pada perusahaan negara tidak hanya berupa melengkapi infrastruktur GCG untuk setiap aspeknya, namun juga perlu sampai pada membentuk budaya dan etos kerja di perusahaan negara. Hasil penelitian Tijow & Hayat (2021) yang mengkaji dari aspek hukum juga mempertegas perlunya reformasi struktur dan budaya hukum menggunakan prinsip-prinsip GCG pada peraturan BUMN. Hal ini disebabkan perusahaan negara menghadapi hambatan birokrasi dari pemerintah itu sendiri, buruknya kualitas sumber daya manusia, dan budaya perusahaan yang cenderung korup. Selain itu, reformasi peraturan BUMN dipandang urgen karena peran BUMN dalam memproduksi barang dan/atau jasa yang dibutuhkan masyarakat luas, sehingga dapat terwujud kesejahteraan masyarakat.

Sementara itu, hasil estimasi model Persamaan 1 mendeteksi adanya hubungan negatif antara variabel dukungan pemerintah pada BUMN dengan variabel kinerja keuangan BUMN. Perubahan ROE berpotensi menurun dengan besaran yang berbeda pada masing-masing klaster usaha, setiap perubahan PMN meningkat sebesar 1 juta rupiah, *ceteris paribus*. Dukungan pemerintah pada kualitas

kelembagaan BUMN telah menekan turunnya ROE perusahaan negara semakin dalam. Kondisi ini menyiratkan hasil serupa dengan penelitian Musallam (2020) yang menyatakan peningkatan kepemilikan negara pada perusahaan akan menurunkan nilai perusahaan.

Meskipun salah satu tujuan perusahaan negara adalah mengejar keuntungan, namun sesuai Undang Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara tujuan pertama didirikannya BUMN adalah memberikan sumbangan bagi perkembangan perekonomian nasional dan penerimaan negara. Kementerian BUMN mempertegas pernyataan tersebut dengan menyebutkan bahwa peningkatan porsi modal negara dengan pemberian PMN bukan digunakan untuk menutup kerugian perusahaan, akan tetapi digunakan untuk penugasan pemerintah.

Sejalan dengan adanya fakta tersebut, hasil estimasi Persamaan 1 pada Tabel 2 menggambarkan adanya hubungan signifikan negatif antara dukungan pemerintah dengan kinerja perusahaan negara yang bergerak di bidang usaha Konstruksi; Pengadaan Listrik dan Gas; Industri Pengolahan; serta Pertanian, Kehutanan dan Perikanan. Perusahaan negara pada kelompok usaha tersebut aktif dalam penugasan strategis pemerintah. Misalnya, seperti PT Utama Karya memperoleh anggaran PMN tahun 2023 sebesar Rp28,9 triliun, dialokasikan untuk pembangunan Jalan Tol Trans Sumatera (JTTS). Contoh lainnya adalah pembangunan energi listrik oleh PT PLN, serta program ketahanan pangan nasional yang ditugaskan pada kelompok usaha Pertanian, Kehutanan dan Perkebunan. Artinya, tuntutan utama perusahaan negara adalah berperan dalam pembangunan ekonomi nasional sesuai dengan produk usaha masing-masing BUMN.

Namun demikian sesuai dengan hasil estimasi Tabel 2, hubungan negatif antara dukungan pemerintah dengan kinerja perusahaan negara tidak terjadi pada kelompok usaha Akomodasi, Pertambangan dan Perdagangan tetap menunjukkan adanya hubungan positif. Bahkan hubungan signifikan positif terjadi pada kelompok usaha Perdagangan. Setiap perubahan PMN meningkat 1 miliar rupiah, akan meningkatkan perubahan ROE sektor Perdagangan sebesar 2,68%, *ceteris paribus*. Hasil ini mengindikasikan bahwa pemerintah tetap harus selektif dalam memberikan tambahan modal usaha pada BUMN. Adanya BUMN yang terbukti meningkatkan *return* perusahaan atas setiap modal yang diberikan pemerintah perlu menjadi salah satu indikator penilaian dan pemberian penghargaan bagi perusahaan negara tersebut.

Mencermati adanya perbedaan hubungan antara GCG dan PMN dengan variabel ROE, menyiratkan sebaik apapun tata kelola perusahaan yang tercermin dari penilaian GCG tidak akan menjamin peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Di sisi lain, perusahaan negara tetap menghadapi adanya penugasan khusus pada setiap tambahan PMN dan keterlambatan penyaluran PMN ke perusahaan negara. Perusahaan BUMN juga tetap menghadapi permasalahan agensi karena Shen & Lin (2009) menyatakan bahwa birokrat pada perusahaan pemerintah seringkali menjadikan tujuan politik sebagai fokus utama dibandingkan untuk memaksimalkan profit perusahaan. Potensi adanya permasalahan agensi tetap menjadi topik yang perlu diperhatikan. Namun demikian pemilihan birokrat yang juga menjabat sebagai Direksi atau Komisaris perusahaan negara tetap harus diukur dengan kompetensi, keahlian, serta kesesuaian dengan bidang usaha yang digelutinya.

Apabila melihat dari sudut pandang internal perusahaan, hasil estimasi model Persamaan 1 menggambarkan bahwa peningkatan porsi modal negara telah meningkatkan ekuitas perusahaan, namun Direksi BUMN belum mampu meningkatkan laba bersih operasional. Selain permasalahan tata kelola dan kemungkinan penyebab lainnya adalah terjadinya keterlambatan pencairan PMN atau mendekati akhir tahun. BUMN tetap melaksanakan operasional perusahaan termasuk penugasan pemerintah, meskipun belum menerima tambahan modal dari pemerintah. Namun demikian, jangka waktu pencairan tambahan modal atau *time lag* pencairan PMN ini perlu dikaji tersendiri, karena penelitian ini belum mengidentifikasi permasalahan tersebut.

Tabel 2.
Hasil Estimasi Model Regresi Data Panel

Variabel Independen	Persamaan 1 FEM		Persamaan 2 REM	
	Variabel Dependen: ROE		Variabel Dependen: Ln PDBS	
	Koef.	Prob.	Koef.	Prob.
Konstanta (C)	-0,422	0,811	5,427	0,000*
Air (GCG)	0,506	0,621		
Akomodasi (GCG)	-1,132	0,840		
Informasi (GCG)	0,345	0,084**		
Keuangan (GCG)	0,041	0,970		
Konstruksi (GCG)	-2,109	0,572		
Listrik (GCG)	-0,863	0,031*		
Pengolahan (GCG)	1,270	0,248		
Perdagangan (GCG)	0,550	0,780		
Profesi (GCG)	-14,158	0,061**		
<i>Real Estate</i> (GCG)	1,783	0,007*		
Pertambangan (GCG)	2,760	0,211		
Pertanian (GCG)	0,055	0,901		
Transportasi (GCG)	-0,307	0,468		
Air (PMN)	-11,767	0,778		
Akomodasi (PMN)	2,375	0,686		
Informasi (PMN)	-0,458	0,411		
Keuangan (PMN)	-0,131	0,345		
Konstruksi (PMN)	-2,067	0,094**		
Listrik (PMN)	-0,033	0,000*		
Pengolahan (PMN)	-0,371	0,012*		
Perdagangan (PMN)	26,875	0,028*		
Profesi (PMN)	-16,478	0,234		
<i>Real Estate</i> (PMN)	-3,771	0,871		
Pertambangan (PMN)	0,010	0,953		
Pertanian (PMN)	-0,727	0,011*		
Transportasi (PMN)	-0,048	0,798		
NPFM	1,269	0,000*		
WCTO	-0,218	0,000*		
TATO	0,182	0,006*		
DAS	0,214	0,016*		
Ln(Aset)			0,014	0,093**
Ln(INVLN)			-0,006	0,739
Ln(INVDN)			0,038	0,000*
Ln(TK)			0,459	0,000*
<i>Adjusted R</i> ²	0,958		0,625	
<i>Prob (F-Stat)</i>	0,000*		0,000*	

Sumber : Hasil olah data sekunder, 2022

Catatan : * signifikan *p-value* < 0,05; ** signifikan *p-value* < 0,10

Variabel penjelas lainnya memiliki kesamaan arah korelasi dengan hasil penelitian Nugroho (2019) yakni variabel NPFM dan WCTO. NPFM merupakan indikator profitabilitas perusahaan,

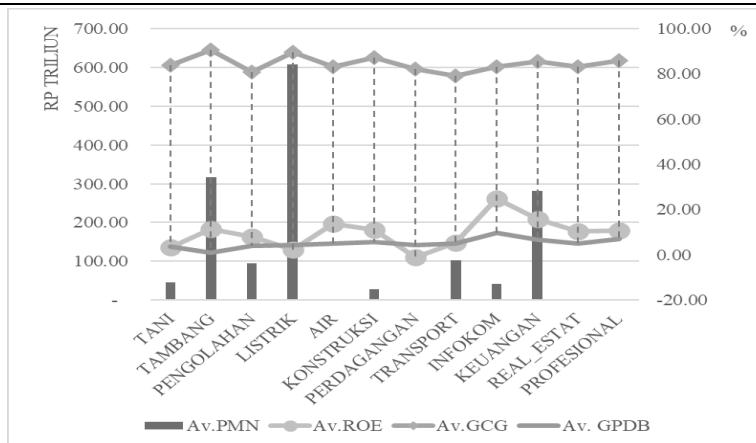
memiliki arah hubungan positif terhadap kinerja keuangan BUMN (ROE). Sedangkan WCTO mengindikasikan tambahan modal yang diterima perusahaan tidak dikelola secara efisien, sehingga menurunkan *return* (laba operasional) perusahaan negara. Indikator TATO menunjukkan produktivitas dan efisiensi aset perusahaan. Arah hubungan positif pada variabel ini menggambarkan bahwa semakin produktif dan efisien perusahaan negara mengelola aset, maka akan meningkatkan kinerja keuangan (ROE) BUMN. Sementara itu, variabel DAS menunjukkan proporsi antara utang dengan aset perusahaan. Sesuai dengan hasil estimasi Persamaan 1, semakin ingginya nilai DAS maka kinerja keuangan (ROE) akan meningkat. Dari kedua arah korelasi variabel TATO dan DAS pada ROE, dapat disimpulkan bahwa perusahaan negara telah produktif mengelola asetnya, meskipun pengadaan aset perusahaan masih bergantung pada utang.

Setelah menganalisis pengaruh tata kelola BUMN dan dukungan pemerintah pada skala mikro perusahaan negara dengan indikator kinerja keuangan BUMN (ROE), penelitian ini juga mengeskalisasi kontribusi BUMN pada pertumbuhan perekonomian. Hasil estimasi model Persamaan 2 memberikan gambaran pengaruh variabel aset BUMN (Ln Aset), realisasi investasi langsung luar negeri (Ln INVLN), realisasi investasi langsung dalam negeri (Ln INVDN), dan jumlah tenaga menurut lapangan pekerjaan utama (Ln TK) pada variabel pertumbuhan ekonomi menurut lapangan usaha (Ln PDBS). Aset tidak hanya sebagai indikator nilai ukuran BUMN, namun juga menggambarkan *input* BUMN dalam memproduksi *output* sehingga berkontribusi menyediakan barang dan jasa dalam perekonomian.

Korelasi positif antara variabel Ln Aset dan Ln PDBS menunjukkan bahwa setiap kinerja BUMN meningkat 1% maka akan berkontribusi pada peningkatan pertumbuhan ekonomi sebesar 0,014%, *ceteris paribus*. Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya dari (Antonelli et al., 2014; Dollar & Wei, 2007; Qi & Kotz, 2020). Meskipun nilainya relatif kecil, perusahaan negara tidak hanya berkontribusi pada pendapatan negara tetapi juga berkontribusi pada pertumbuhan ekonomi masing-masing lapangan usaha. Peran nyata BUMN bagi perekonomian terlihat jelas pada Pemulihan Ekonomi Nasional (PEN) Covid-19. Walaupun beberapa BUMN mengalami kerugian dan kontribusi pada pendapatan negara menurun, tetapi BUMN berperan aktif dalam penyaluran program bantuan PEN, pembangunan infrastruktur, dan penyediaan pangan sampai dengan energi bagi masyarakat. Program kegiatan BUMN tersebut turut mempercepat proses *recovery* pasca krisis.

Faktor lainnya yang turut mendorong peningkatan pertumbuhan ekonomi adalah realisasi investasi langsung dalam negeri dan jumlah tenaga kerja menurut lapangan pekerjaan utama. Setiap peningkatan 1% nilai realisasi investasi langsung dalam negeri akan meningkatkan pertumbuhan ekonomi sebesar 0,038%, *ceteris paribus*. Sementara itu, setiap jumlah tenaga menurut lapangan pekerjaan utama meningkat 1%, maka berkontribusi meningkatkan pertumbuhan ekonomi sebesar 0,459%, *ceteris paribus*. Meskipun demikian variabel Ln INVLN tidak berpengaruh signifikan dengan arah korelasi negatif pada pertumbuhan ekonomi. Hal ini mengindikasikan adanya investasi langsung luar negeri memerlukan waktu relatif lebih lama untuk meningkatkan volume *output* dan pengembalian. Selain itu, alih teknologi dari penanaman modal asing perlu memerlukan waktu dan sumber daya yang memadai.

Kondisi pada Gambar 3. terlihat pola rata-rata nilai GCG relatif sama pada kategori Baik atau nilai sekitar lebih dari 80, sedangkan rata-rata nilai porsi modal negara pada BUMN pada tahun 2011-2020 bervariasi untuk setiap sektor usaha. Sementara nilai rata-rata ROE lebih bervariasi dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi menurut kelompok lapangan usaha selama 10 tahun terakhir.

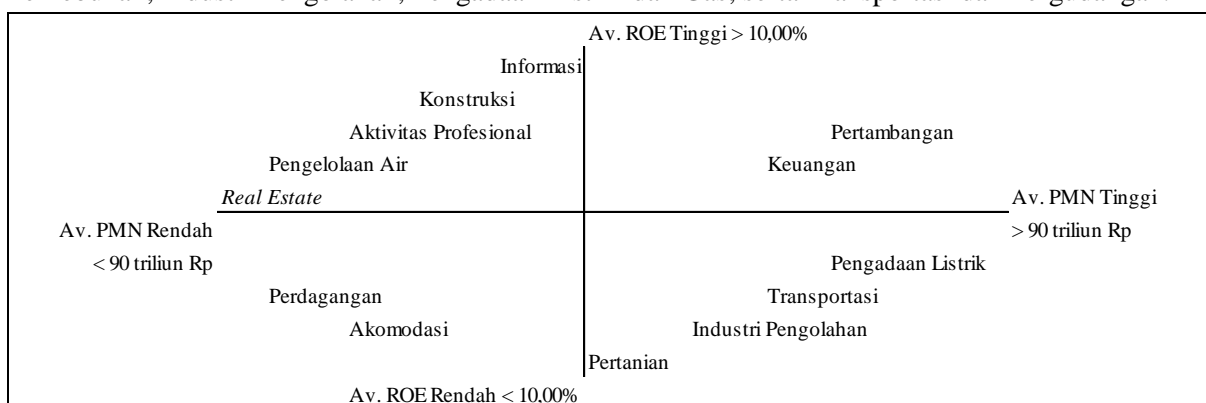


Sumber: BPS, Kementerian Keuangan, Kementerian BUMN (diolah), 2011-2020

Gambar 2.
Perbandingan Rata-Rata Porsi Modal Negara, GCG, ROE, dan Pertumbuhan Ekonomi Menurut Kelompok Lapangan Usaha

Secara umum pola pada Gambar 2. Menunjukkan hubungan negatif antara dukungan pemerintah pada kinerja BUMN dan pertumbuhan ekonomi. Misalnya pada sektor usaha Pengadaan Listrik dan Gas; Pertambangan dan Penggalian; serta Aktivitas Keuangan dan Asuransi menunjukkan rata-rata porsi kepemilikan modal negara relatif lebih tinggi dibandingkan dengan sektor lainnya. Tingginya dukungan pemerintah pada sektor tersebut tidak diiringi dengan peningkatan kinerja perusahaan (ROE) dan juga menekan pertumbuhan ekonomi pada lapangan usahanya. Apabila mencermati lebih rendahnya porsi modal yang diterima perusahaan sektor Pengadaan Air, Pengelolaan Sampah, Limbah, dan Daur Ulang; Informasi dan Komunikasi; Industri Pengolahan; *Real Estate*; serta Aktivitas Pofesional, Ilmiah dan Teknis, namun tetap diimbangi dengan kinerja perusahaan yang tinggi dan pertumbuhan ekonomi lapangan usaha yang lebih tinggi juga.

Dari 13 klaster usaha, terdapat lima klaster yang menonjol kinerja keuangannya walaupun dengan dukungan pemerintah yang relatif lebih kecil, yaitu kelompok usaha Aktivitas Provesional; *Real Estate*; Informasi dan Komunikasi; Konstruksi; Pengadaan Air, Pengelolaan Sampah, Limbah, dan Daur Ulang. Sementara itu, klaster usaha dengan kinerja keuangan rendah meskipun memperoleh dukungan pemerintah yang lebih tinggi terjadi pada kelompok usaha Pertanian, Kehutanan, dan Perkebunan; Industri Pengolahan; Pengadaan Listrik dan Gas; serta Transportasi dan Pergudangan.



Gambar 3.
Pemetaan Dukungan Pemerintah dan Kinerja Keuangan BUMN tahun 2011-2020

Analisis mendalam fenomena tersebut dapat dilihat dari sudut pandang adanya perusahaan pesaing di sektor usaha masing-masing BUMN. Seperti PT Perusahaan Listrik Negara (PT PLN) pada kelompok Pengadaan Listrik dan Gas adalah satu-satunya perusahaan penyedia listrik di Indonesia. Kemudian ada PT Pertamina pada sektor Pertambangan dan Penggalian juga memiliki sedikit perusahaan pesaing di pasar nasional. Lain halnya dengan sektor Aktivitas Keuangan dan Asuransi, perusahaan negara lebih beragam porsi kepemilikannya, bahkan hanya kelompok perbankan yang porsi kepemilikan negaranya berada pada kisaran 51% - 60%. Industri Jasa Keuangan dan Asuransi juga dinilai memiliki perusahaan pesaing relatif lebih banyak di pasar nasional. Semakin banyak perusahaan pesaing di pasar, maka BUMN dituntut lebih efisien mengelola sumber daya perusahaan dan dapat menghasilkan barang dan jasa yang berkualitas. Di sisi lain, porsi kepemilikan modal negara yang lebih rendah juga mendorong adanya pengawasan lebih optimal karena melibatkan investor atau pemilik modal lain selain negara yang lebih memprioritaskan pencapaian profit. Tujuan pencapaian profit dapat mendorong peningkatan produktivitas perusahaan dan turut meningkatkan pertumbuhan *output* pada masing-masing lapangan usaha secara agregat.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, penelitian menghasilkan tiga simpulan utama. Pertama, kualitas kelembagaan/tata kelola perusahaan berpengaruh signifikan pada peningkatan kinerja keuangan perusahaan negara, khususnya pada sektor Informasi dan Komunikasi, serta kelompok *Real Estate*. Kedua, adanya dukungan pemerintah pada peningkatan porsi modal negara berpengaruh signifikan menurunkan kinerja keuangan perusahaan negara yang bergerak pada sektor Konstruksi; Pengadaan Listrik dan Gas; Industri Pengolahan; serta Pertanian, Kehutanan dan Perikanan. Ketiga, aset perusahaan negara berpengaruh signifikan meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Hasil penelitian ini juga memberikan saran untuk perbaikan implementasi kebijakan tata kelola yang baik pada perusahaan negara serta pengembangan untuk penelitian selanjutnya. Pertama, Komisaris dan Direksi Perusahaan BUMN berkomitmen dan berperan aktif mengimplementasikan praktik tata kelola yang baik serta mematuhi Peraturan Pemerintah Nomor 23 Tahun 2022 Pasal 59 Ayat 2 yang menyatakan bahwa komisaris dan dewan pengawas bertanggung jawab penuh atas kerugian BUMN yang dikelolanya. Kedua, Kementerian Keuangan RI dan Kementerian BUMN RI menilai secara selektif dalam memberikan tambahan porsi modal negara pada BUMN. Ketiga, Badan Pengawasan Keuangan dan Pembangunan bersama Satuan Pengawasan Intern BUMN bekerjasama dalam mengembangkan praktik GCG, baik dalam kegiatan *assurance* maupun *consulting*. Keempat, penelitian selanjutnya dapat merinci hasil penilaian GCG pada masing-masing aspek penilaian, memperhitungkan pengaruh *time lag* realisasi penambahan modal negara pada BUMN, serta dapat memisahkan jenis perusahaan negara berdasarkan bentuk perusahaan yang diakui oleh Peraturan Pemerintah Indonesia baik berupa Perusahaan Umum, Perusahaan Perseroan, Perusahaan Perseroan Terbuka.

REFERENSI

- Antonelli, C., Amidei, F. B., & Fassio, C. (2014). The mechanisms of knowledge governance: State owned enterprises and Italian economic growth, 1950-1994. *Structural Change and Economic Dynamics*, 31, 43–63. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2014.08.004>
- Boeing, P. (2016). The allocation and effectiveness of China's R&D subsidies - Evidence from listed firms. *Research Policy*, 45(9), 1774–1789. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2016.05.007>

- Dollar, D., & Wei, S.-J. (2007). Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China. *IMF Working Papers*, 07(9), 1. <https://doi.org/10.5089/9781451865738.001>
- Guan, J. C., & Yam, R. C. M. (2015). Effects of government financial incentives on firms' innovation performance in China: Evidences from Beijing in the 1990s. *Research Policy*, 44(1), 273–282. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.09.001>
- Gujarati, D. N. (2004). Basic Econometrics. In *New York* (Fourth Edi). The McGraw-Hill Companies. <https://doi.org/10.1126/science.1186874>
- Guo, D., Guo, Y., & Jiang, K. (2016). Government-subsidized R&D and firm innovation: Evidence from China. *Research Policy*, 45(6), 1129–1144. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2016.03.002>
- Heo, K. (2018). Effects of Corporate Governance on the Performance of State-Owned Enterprises. *Policy Research Working Paper World Bank, August*, 1–18. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-8555>
- Hermanto, Y. B., Lusy, L., & Widyastuti, M. (2021). How financial performance and state-owned enterprise (Soe) values are affected by good corporate governance and intellectual capital perspectives. *Economies*, 9(4). <https://doi.org/10.3390/economies9040134>
- Huang, L., & Xiao, S. (2012). How does government ownership affect firm performance? A simple model of privatization in transition economies. *Economics Letters*, 116(3), 480–482. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2012.04.046>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002). Government ownership of banks. *Journal of Finance*, 57(1), 265–301. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00422>
- Lee, E., Walker, M., & Zeng, C. (2014). Do Chinese government subsidies affect firm value? *Accounting, Organizations and Society*, 39(3), 149–169. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2014.02.002>
- Li, O. Z., Su, X., & Yang, Z. (2012). State control, access to capital and firm performance. *China Journal of Accounting Research*, 5(2), 101–125. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2012.05.001>
- Musallam, S. R. M. (2020). State ownership and firm value: simultaneous analyses approach. *Journal of Asia Business Studies*, 14(1), 50–61. <https://doi.org/10.1108/JABS-02-2019-0062>
- Nugroho, H. (2019). The Impact of Government Support on The Performance of Indonesia's State-Owned Enterprises. *ADB Working Paper Series*, 983. <https://www.adb.org/publications/impact-government-support-performance-indonesia-state-owned-enterprises>
- Panibratov, A., & Michailova, S. (2019). The role of state ownership and home government political support in Russian multinationals' internationalization. *International Journal of Emerging Markets*, 14(3), 436–450. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-10-2017-0380>
- Qi, H., & Kotz, D. M. (2020). The Impact of State-Owned Enterprises on China's Economic Growth. *Review of Radical Political Economics*, 52(1), 96–114. <https://doi.org/10.1177/0486613419857249>
- Shahwan, T. M. (2015). The Effects of Corporate Governance on Financial Performance and Financial Distress: Evidence from Egypt. *The International Journal of Business in Society*, 15(4), 365–374. <http://dx.doi.org/10.1108/14720701011069605%5Cnhttp://dx.doi.org/10.1108/09513570810872978%5Cnhttp://dx.doi.org/10.1108/cpoib-06-2013-0019>
- Shen, W., & Lin, C. (2009). Firm profitability, state ownership, and top management turnover at the listed firms in China: A behavioral perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 443–456. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00725.x>
- Szarzec, K., Dombi, Á., & Matuszak, P. (2021). State-owned enterprises and economic growth: Evidence from the post-Lehman period. *Economic Modelling*, 99(September 2020). <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.03.009>
- Tijow, L. M., & Hayat, H. (2021). Application of Good Corporate Governance (GCG) in State-Owned Enterprises. *Jurnal Aristo (Social, Politic, Humaniora)*, 09(2), 396–411. <http://dx.doi.org/10.24269/ars.v9i2.2545>
- Warganegara, D. L., Alamsjah, F., & Soentoro, M. (2012). The Impact of Governance Practices on the Operating Performance: A Study on the Indonesian State-Owned Enterprises. *International Research Journal of Business Studies*, 5(1), 35–55. <https://doi.org/10.21632/irjbs.5.1.35-55>
- Yustika, A. E. (2012). *Ekonomi Kelembagaan: Paradigma, Teori, dan Kebijakan* (N. I. Sallama (ed.)). Penerbit Erlangga.