



SUBSTANSI

SUMBER ARTIKEL AKUNTANSI AUDITING DAN KEUANGAN

Substansi
ISSN: 2598-0106 (print)
ISSN: 2620-9853 (online)

Artikel 2

Volume 9, Nomor 1,
Tahun 2025

25-06-2025

Apakah Koneksi Politik Penting? Peran Penyertaan Modal Negara dan Kinerja BUMN terhadap Penerimaan Negara Bukan Pajak

Hendra Arie Rachmadhika*

Politeknik Keuangan Negara STAN, Indonesia

Akhmad Solikin

Politeknik Keuangan Negara STAN, Indonesia

**Penulis Koresponden: hendraarierachmadhika@gmail.com*

Dimasukkan:
10-04-2025

Direvisi:
10-06-2025

Diterima:
25-06-2025

Sitasi:

[Rachmadhika, H. A., & Akhmad Solikin. Apakah Koneksi Politik Penting? Peran Penyertaan Modal Negara dan Kinerja BUMN terhadap Penerimaan Negara Bukan Pajak. *Substansi: Sumber Artikel Akuntansi Auditing Dan Keuangan Vokasi*, 9(1) hal 18-40. <https://doi.org/10.47731/subs.v9i1.3282>

<https://jurnal.pknstan.ac.id/index.php/SUBS/article/view/3282>



Artikel ini diterbitkan secara gratis dan terbuka oleh Program Diploma III Akuntansi, Politeknik Keuangan Negara STAN. Naskah ini telah diterima untuk dimasukkan ke dalam Jurnal Substansi: Sumber Akuntansi, Auditing, dan Keuangan oleh Tim Editor resmi jurnal.

Apakah Koneksi Politik Penting? Peran Penyertaan Modal Negara dan Kinerja BUMN terhadap Penerimaan Negara Bukan Pajak

Hendra Arie Rachmadhika*

Politeknik Keuangan Negara STAN, Indonesia

Akhmad Solikin

Politeknik Keuangan Negara STAN, Indonesia

*Penulis Koresponden: hendraarierachmadhika@gmail.com

Abstrak:

Tujuan penelitian: Penelitian berikut bertujuan untuk menganalisa pengaruh Penyertaan Modal Negara (PMN) dan kinerja keuangan perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) terhadap Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP) dengan koneksi politik sebagai variabel moderasi.

Metode: Penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif dengan analisa regresi linear berganda pada 300 data observasi yang dipilih dengan metode *purposive sampling* yang bersumber pada Laporan Keuangan Pemerintah Pusat 2014–2023 dan sumber terbuka lainnya.

Temuan penelitian: Hasil penelitian menunjukkan bahwa PMN berdampak negatif terhadap PNBP. Sebaliknya, kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap PNBP. Koneksi politik memperlemah dampak negatif PMN terhadap PNBP, tetapi tidak memoderasi hubungan antara kinerja keuangan dan PNBP.

Implikasi praktis: Penelitian ini memperkaya literatur mengenai PMN, kinerja keuangan, dan peran koneksi politik dalam BUMN, serta memberikan implikasi praktis bagi pemerintah, manajemen BUMN, dan investor dalam pengambilan keputusan terkait optimalisasi pendapatan negara dan kebijakan keuangan perusahaan.

Kata kunci: Politik Patronase, Joko Widodo, Penerimaan Negara, Komisaris BUMN, Kinerja Keuangan

Abstract:

Research objective: This study analyzes the impact of State Capital Participation (PMN) and financial performance of State-Owned Enterprises (SOEs) on Non-Tax State Revenue (PNBP), with political connections as a moderating factor.

Method: Using a quantitative approach and multiple regression analysis on 300 observations from 2014–2023 Central Government Financial Reports and public data.

Research findings: This research finds that PMN negatively affects PNBP. In contrast, financial performance positively influences PNBP. Interestingly, political connections reduce the negative effect of PMN on PNBP, but they do not alter the relationship between financial performance and PNBP. around the dynamics of PMN, SOE financial performance, and political influence, offering practical value for policymakers, SOE management, and investors in formulating financial strategies and optimizing state revenues.

Keywords: Patronage Politics, Joko Widodo, State Revenue, BUMN Commissioners, Financial Performance

PENDAHULUAN

Indonesia memiliki berbagai sumber penerimaan untuk membiayai belanja negara, di antaranya pajak, Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP), dan hibah. PNBP merupakan sumber pendapatan alternatif yang signifikan, berasal dari berbagai sektor seperti sumber daya alam, jasa layanan pemerintah, dan keuntungan dari Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Berdasarkan data Badan Pusat Statistik (BPS) tahun 2023, pajak berkontribusi sebesar 69% dari total penerimaan negara, sementara PNBP menyumbang 19,5%. Meskipun demikian, kontribusi PNBP mengalami penurunan pada tahun 2021 dan 2023, sehingga diperlukan optimalisasi agar tetap menjadi sumber pendapatan yang andal bagi pemerintah.

Optimalisasi PNBP menjadi penting karena utang negara yang terus meningkat dan pertumbuhan penerimaan pajak yang tidak seimbang dengan utang negara yang harus dibayar. Penelitian Aisyi et al. (2022) menyatakan pendapatan negara non-pajak (PNBP) sangat penting untuk keuangan negara, karena PNBP melengkapi pendapatan pajak. Salah satu sumber utama PNBP berasal dari dividen yang disetorkan oleh BUMN. Berdasarkan LKPP (2023), pendapatan dari dividen BUMN naik dari Rp40,6 triliun pada 2022 menjadi Rp82,058 triliun pada 2023. Menurut Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003, BUMN memiliki tujuan utama, yaitu berkontribusi pada perekonomian nasional dan memberikan pemasukan kepada negara melalui dividen. Lisnawati (2023) menjelaskan bahwa penyetoran dividen oleh BUMN dapat bervariasi antar perusahaan. Salah satunya yaitu kinerja keuangan perusahaan BUMN.

Penelitian sebelumnya umumnya menunjukkan bahwa kinerja keuangan yang baik berkorelasi positif dengan pembayaran dividen, sebagaimana ditemukan oleh Ontorael et al. (2024), yang menemukan hubungan signifikan positif antara kinerja keuangan dan kebijakan dividen di Indonesia, yang didukung oleh temuan Silaban dan Zalukhu (2023), Sartika dan Gantino (2023), Handayani et al. (2022), Lopolusi (2013), dan Kangarlouei et al. (2014). Namun, Karauan et al. (2017) mengungkapkan bahwa pada perusahaan perbankan BUMN, ROA dan ROE tidak berdampak signifikan terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya, laba sering kali dialokasikan sebagai laba ditahan untuk mendukung operasional dan investasi, seperti juga dilaporkan oleh Islam dan Islam & Saha (2012), Anil (2008), serta Sari dan Sudjarni (2015), yang menyatakan bahwa perusahaan dengan laba tinggi justru cenderung menahan laba untuk kepentingan pengembangan usaha.

Di sisi lain, tidak semua BUMN mencetak keuntungan atau membagikan dividen, seperti dicatat CNBC (2022) pada kasus PT Garuda Indonesia dan PT Waskita Karya, mengalami kerugian signifikan meskipun telah menerima Penyertaan Modal Negara (PMN). Data dari Laporan Keuangan Pemerintah Pusat (LKPP) (2021 & 2022) juga menunjukkan bahwa PMN tidak selalu memperbaiki kinerja keuangan, bahkan beberapa BUMN seperti PT Waskita Karya pada tahun 2021 mendapatkan PMN sebesar Rp7,9 triliun merugi sebesar Rp1,59 Triliun pada tahun 2021 dan merugi sebesar Rp1,93 triliun 2022.

Pemerintah memberikan Penyertaan Modal Negara (PMN) kepada BUMN untuk meningkatkan ekuitas dan kinerja keuangan perusahaan, dengan harapan dapat mendorong kontribusi lebih besar terhadap negara. Namun, dalam praktiknya, PMN sering kali digunakan untuk menutup kerugian operasional tanpa memberikan dampak langsung pada peningkatan dividen atau PNBP. Pengamat BUMN dari Datanesia, Herry

Gunawan, menyatakan bahwa PMN umumnya diberikan kepada BUMN yang berkinerja buruk, sehingga menciptakan ketergantungan pada pemerintah (KumparanBisnis, 2023). Le et al. (2020) menyebutkan bahwa kepemilikan negara yang tinggi cenderung menurunkan pembayaran dividen karena pemerintah lebih memprioritaskan reinvestasi, sejalan dengan temuan Duong et al. (2020), Al-Najjar dan Kilincarslan (2016), serta Musallam dan Lin (2019). Di sisi lain, beberapa studi menunjukkan efek positif subsidi terhadap dividen, seperti disampaikan oleh Jiang et al. (2022) yang menyatakan subsidi meningkatkan arus kas dan dividen. Yusuf (2024) juga menemukan bahwa PMN mendorong kapasitas usaha dan kebijakan dividen yang lebih baik.

Selain aspek finansial, koneksi politik turut berperan dalam pengelolaan BUMN. Meskipun Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 melarang komisaris merangkap sebagai pengurus partai politik (Republik Indonesia, 2003), afiliasi politik tetap mewarnai pengangkatan pejabat BUMN pada masa pemerintahan Presiden Joko Widodo 2014–2023. Apriliyanti (2023) menyatakan bahwa patronase politik terbukti dalam pengangkatan anggota dewan di BUMN pada masa pemerintahan 2014–2023, di mana afiliasi politik memainkan peran penting. Praktik ini digunakan oleh presiden untuk mengonsolidasikan kekuasaan dan menjaga stabilitas politik, menguntungkan partai-partainya yang berkuasa dan elit. Redaksi Kompas (2024) mencatat periode pemerintah Joko Widodo pada tahun 2014 sampai dengan 2023 terus melakukan pembiaran, bahkan turut memperoleh manfaat dari praktik elit politik terkait patronase ekonomi dan politik klientelisme ini. Transparency International Indonesia pada Artikel Darma (2024) menunjukkan bahwa banyak komisaris BUMN memiliki koneksi politik yang dapat memengaruhi kebijakan strategis perusahaan. Pada Maret 2021, sebanyak 14,3% komisaris berasal dari relawan atau partai pendukung pemilu 2014 dan 2019, 51,6% dari kalangan birokrat, dan hanya 17,6% dari profesional.

Studi sebelumnya menemukan bahwa koneksi politik dapat berdampak positif terhadap pembayaran dividen, tetapi juga dapat menyebabkan inefisiensi dalam pengelolaan perusahaan jika tidak dikelola dengan baik. Zainudin dan Khaw (2021) serta Yunita dan Yulianto (2020) menemukan bahwa hubungan politik dapat meningkatkan pembayaran dividen karena memperkuat kemampuan perusahaan dalam mendistribusikan keuntungan. Sebaliknya, penelitian Benjamin et al. (2015) menyoroti bahwa koneksi politik juga dapat menurunkan efisiensi dan akuntabilitas, sehingga berdampak negatif terhadap dividen.

Mengamati fenomena yang terjadi pada pengelolaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dan kontribusinya terhadap negara, masih muncul berbagai pertanyaan yang belum terjawab secara tuntas dikarenakan hasil penelitian sebelumnya yang beragam. Salah satunya adalah mengenai bagaimana pengaruh Penyertaan Modal Negara (PMN) pada Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP). Selain itu, penting untuk memahami sejauh mana kinerja keuangan perusahaan memengaruhi PNBP, mengingat indikator kinerja dapat mencerminkan efisiensi dan profitabilitas suatu BUMN. Di sisi lain, isu koneksi politik semakin mendapat perhatian dalam studi korporasi negara, sehingga perlu ditelaah lebih lanjut apakah koneksi politik memiliki peran dalam memperkuat atau justru memperlemah hubungan antara PMN dan kinerja keuangan terhadap PNBP.

Sebagian besar penelitian yang ada berfokus pada perusahaan swasta yang dimiliki oleh publik dan perusahaan BUMD yang ekuitasnya sepenuhnya dimiliki oleh pemerintah. Oleh karena itu, perhitungan Penyertaan Modal Negara (PMN) berbeda jika

dibandingkan dengan BUMN, terutama yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selain itu, hasil penelitian terkait PMN dan kinerja keuangan terhadap kebijakan dividen atau PNPB masih menunjukkan variasi, sehingga penelitian ini menjadi penting untuk dilakukan dikarenakan adanya determinan variabel yang berbeda seperti koneksi politik. Dengan demikian perbedaan penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya adanya perbedaan perhitungan PMN yang menggunakan dua cara perhitungan, menggunakan BUMN sebagai sampel data, dan melibatkan koneksi politik sebagai variabel moderasi. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisa pengaruh PMN dan kinerja keuangan terhadap penerimaan PNPB dari BUMN serta menguji peran koneksi politik sebagai variabel moderasi, mengingat pengaruhnya terhadap pengelolaan dan kebijakan dividen BUMN. Penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif dengan analisa regresi linear berganda pada 300 data observasi yang dipilih dengan metode *purposive sampling* yang bersumber pada Laporan Keuangan Pemerintah Pusat 2014–2023 dan sumber terbuka lainnya.

Penelitian ini memberikan kontribusi akademik dengan memperluas pemahaman mengenai hubungan antara Penyertaan Modal Negara (PMN), kinerja keuangan BUMN, dan PNPB, serta peran koneksi politik sebagai variabel moderasi, yang masih jarang dikaji. Bagi pemerintah, hasil penelitian dapat menjadi dasar penyusunan kebijakan pengelolaan anggaran BUMN untuk mengoptimalkan PNPB. Sementara itu, bagi perusahaan, temuan ini berguna sebagai acuan dalam merumuskan strategi dan kebijakan dividen. Bagi investor, pemahaman tentang dampak PMN, kinerja perusahaan, dan koneksi politik terhadap PNPB dapat memperkuat penilaian atas potensi imbal hasil, risiko, dan prospek investasi di BUMN secara lebih akurat.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Siklus Hidup Dividen

Teori Siklus Hidup Dividen (Dividend Life Cycle Theory) menjelaskan bahwa perusahaan mengalami tiga tahap utama dalam siklusnya: pertumbuhan, kematangan, dan penurunan, yang memengaruhi kebijakan dividen (Anthony & Ramesh, 1992). Pada tahap pertumbuhan, laba biasanya ditahan untuk ekspansi (Munzhelele et al., 2021), dan perusahaan yang belum menguntungkan cenderung tidak membayar dividen (Kumar & Sinha, 2024; Labhane dan Mahakud, 2016). Memasuki tahap kematangan, profitabilitas dan arus kas yang stabil memungkinkan peningkatan pembayaran dividen (DeAngelo et al., 2006; Hasnawati, 2021). *Return on assets* (ROA) yang tinggi dalam tahap matang menandakan efisiensi penggunaan aset dan kestabilan keuangan perusahaan, sehingga mendukung kemampuan membayar dividen lebih (Armyta et al., 2020; Haraqi & Ningsih, 2017). Namun, di tahap penurunan, performa dan arus kas melemah, menyebabkan pengurangan atau penghentian dividen karena tekanan finansial dan risiko kebangkrutan (Jumintang et al., 2022; Rachman et al., 2019).

Teori Keagenan

Teori Keagenan menjelaskan hubungan antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajer), di mana konflik kepentingan dapat muncul karena agen cenderung mengejar tujuan pribadi yang tidak selalu sejalan dengan kepentingan prinsipal (Godfrey et al., 2010; Chen, 2023). Informasi asimetris memberi ruang bagi agen untuk mengambil keputusan yang menguntungkan dirinya sendiri tanpa merasakan langsung dampaknya, sehingga berpotensi menimbulkan moral hazard (Bui et al., 2022; Godfrey et al., 2010).

Dalam konteks BUMN, direksi atau komisaris yang memiliki koneksi politik berperan sebagai agen yang berpotensi lebih fokus pada kepentingan pribadi atau politik dibandingkan tujuan perusahaan, seperti peningkatan PNBP dan kontribusi ekonomi nasional.

Penerimaan Negara Bukan Pajak

Menurut Undang-Undang Nomor 9 Tahun 2018, PNBP mencakup penerimaan negara dari manfaat layanan, pemanfaatan sumber daya, dan dividen BUMN sebagai bagian dari pengelolaan kekayaan negara (Republik Indonesia, 2018). BUMN sebagai Wajib Bayar bertanggung jawab menyetorkan dividen ke Kas Negara, sesuai keputusan RUPS yang mempertimbangkan kebutuhan investasi, kondisi keuangan, dan kebijakan pemerintah. Karena PNBP hanya timbul dari laba yang dibagikan, keputusan antara membayar dividen atau menahan laba menjadi dilema strategis. Kebijakan dividen BUMN harus menyeimbangkan antara optimalisasi penerimaan negara dan pertumbuhan perusahaan jangka panjang.

Penyertaan Modal Negara

Penyertaan Modal Negara (PMN), sebagaimana diatur dalam Peraturan Pemerintah Nomor 72 Tahun 2016 dan Nomor 44 Tahun 2005, bertujuan memperkuat struktur permodalan dan kapasitas usaha BUMN. PMN dapat berupa dana segar maupun non-dana segar seperti konversi utang atau hibah saham, dan dianggap sebagai investasi permanen untuk memperoleh dividen atau menjaga hubungan kelembagaan (Kurniawati, 2017). Namun dalam praktiknya, PMN kerap digunakan untuk mendukung program pemerintah, penugasan BUMN, dan restrukturisasi keuangan (Dinarjito 2019; Nainggolan, 2022). Serta kerap dikritik sebagai upaya menutup kerugian perusahaan BUMN, yang justru meningkatkan ketergantungan terhadap pemerintah (KumparanBisnis, 2023). Marimuthu (2020) dan Dinarjito (2019) menemukan bahwa PMN cenderung digunakan untuk memperbaiki struktur modal tanpa peningkatan signifikan terhadap kinerja keuangan. Selain itu, kepemilikan negara yang tinggi dinilai mengurangi daya saing dan profitabilitas serta menekan pembayaran dividen (Colonescu & Ghosh, 2024). Oleh karena itu BUMN dengan PMN besar cenderung diarahkan untuk proyek-proyek publik yang kurang menguntungkan, sehingga kemampuan membayar dividen dan kontribusi ke PNBP menjadi terbatas atau bahkan dikorbankan.

Teori siklus dividen menjelaskan bahwa perusahaan di tahap pertumbuhan cenderung menahan laba untuk ekspansi, sementara yang matang membayar dividen lebih besar (Jumintang et al., 2022; DeAngelo et al., 2006). Dalam konteks BUMN, fokus pada ekspansi dan stabilitas membuat dividen relatif rendah (Le et al., 2020). Sejalan dengan temuan bahwa laba lebih banyak dialokasikan untuk investasi dan restrukturisasi (Duong et al., 2020; Al-Najjar & Kilincarslan, 2016; Musallam & Lin, 2019). Oleh karena itu berdasarkan teori siklus dividen, kondisi BUMN, dan penelitian sebelumnya, hipotesis yang diajukan adalah:

H1: Penyertaan Modal Negara memiliki pengaruh negatif terhadap Penerimaan Negara Bukan Pajak.

Kinerja Keuangan Perusahaan BUMN

Kinerja keuangan merupakan indikator penting dalam menilai efisiensi dan efektivitas pengelolaan sumber daya perusahaan guna mencapai tujuan pertumbuhan jangka panjang (Sasongko & Rachma, 2021). *Return on assets* (ROA) menjadi salah satu

ukuran utama karena mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimiliki (Aini et al., 2022; Hanafi & Halim, 2016). ROA memiliki pengaruh yang signifikan terutama pada perusahaan dengan struktur modal intensif, seperti manufaktur (Fahrizal, 2013). Pada BUMN, ROA tidak hanya mencerminkan kinerja operasional, tetapi juga secara langsung memengaruhi Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP) melalui dividen kepada pemerintah sebagai pemegang saham mayoritas. Semakin tinggi ROA, semakin besar laba yang dihasilkan dan potensi setoran dividen pun meningkat, mendukung stabilitas fiskal negara.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa indikator profitabilitas seperti ROA, ROE, dan EPS berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (Rinanda, 2022; Pandiangan et al., 2024). Hal ini selaras dengan teori siklus dividen yang menyatakan bahwa perusahaan yang telah matang cenderung meningkatkan distribusi dividen kepada pemegang saham (DeAngelo et al., 2006). Selain itu terdapat berbagai studi lainnya turut memperkuat hubungan positif antara profitabilitas dan PNBP, seperti ditunjukkan oleh Ontorael et al. (2024), Putri dan Mildawati (2017), Silaban dan Zalukhu (2023), Sartika dan Gantino (2023), Handayani et al. (2022), Lopolusi (2013), dan Kangarlouei et al. (2014), yang menyatakan bahwa peningkatan profitabilitas berdampak positif terhadap PNBP. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

H2: Kinerja Keuangan memiliki pengaruh positif terhadap Penerimaan Negara Bukan Pajak.

Koneksi Politik

Koneksi politik mencerminkan hubungan antara perusahaan dan pejabat atau entitas politik, yang dapat memberikan keuntungan seperti pengurangan risiko kebijakan dan kemudahan akses sumber daya (Hadi et al., 2023, Marfuah et al., 2022), namun juga dapat menimbulkan masalah agensi dan konflik kepentingan yang berpotensi merugikan perusahaan (Pang & Wang, 2021). Dalam BUMN, fenomena ini terlihat dari data Transparency International Indonesia (2024) yang mencatat bahwa 14,3% komisaris BUMN berasal dari relawan dan anggota partai pendukung pemerintah, sementara 51,6% merupakan birokrat dan hanya 17,6% berasal dari kalangan profesional (Darma, 2024). Hal ini menimbulkan kekhawatiran terhadap transparansi dan akuntabilitas. Meski begitu, koneksi politik juga bisa memberi manfaat seperti efisiensi manajemen risiko dan tata kelola (Harianto, 2022) serta akses pembiayaan yang lebih baik (Putriani et al., 2024).

Beberapa studi menunjukkan bahwa koneksi politik dapat menurunkan pembayaran dividen karena perusahaan lebih fokus pada agenda politis ketimbang peningkatan nilai pemegang saham (Benjamin et al., 2016; Belghitar et al., 2019; Kristiono et al., 2023). Dalam konteks BUMN, koneksi politik berpotensi memperburuk pengaruh negatif PMN terhadap PNBP melalui penghambatan efisiensi dan penyaluran dividen. Menurut teori siklus hidup perusahaan, kondisi ini umum terjadi pada perusahaan dalam fase pertumbuhan atau yang terhambat oleh struktur politik (Cherkasova & Ivanova, 2019). Hal ini diperkuat oleh temuan Duong et al. (2020), Al-Najjar & Kilincarslan (2016), serta Musallam dan Lin (2019), yang mengaitkan kepemilikan negara dengan kebijakan dividen yang lebih rendah. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

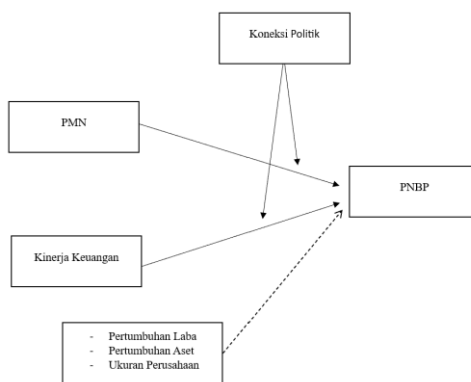
H3: Koneksi Politik memperkuat pengaruh negatif Penyertaan Modal Negara terhadap Penerimaan Negara Bukan Pajak.

Return on assets (ROA) mencerminkan efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aset untuk menghasilkan keuntungan (Mudjijah et al., 2019). Namun, pada perusahaan dengan koneksi politik, efisiensi ini dapat terganggu karena adanya kepentingan politik yang

memengaruhi pengambilan keputusan. Shahzad et al. (2021) menemukan bahwa koneksi politik berdampak negatif terhadap kinerja keuangan, terutama pada perusahaan dengan performa rendah. Koneksi tersebut sering dimanfaatkan untuk kepentingan pribadi atau politik, sehingga mengalihkan sumber daya dari tujuan peningkatan profitabilitas. Akibatnya, hubungan positif antara kinerja keuangan dan PNBPN dapat melemah pada perusahaan yang memiliki koneksi politik, karena keputusan manajerial tidak sepenuhnya berorientasi pada efisiensi dan laba. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

H4: Koneksi Politik memperlemah pengaruh positif kinerja keuangan terhadap Penerimaan Negara Bukan Pajak.

Gambar 1 Model Konseptual



Hubungan antara variabel dependen, independen, moderasi, dan kontrol digambarkan dengan model visual seperti pada Gambar 1 diatas.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan model analisis regresi linear berganda menggunakan alat bantu perangkat lunak *evIEWS 13* untuk menguji hubungan antara variabel dependen, independen, dan moderasi, sebagaimana dijelaskan oleh Sugiyono (2014) bahwa metode kuantitatif mengkaji populasi atau sampel tertentu melalui analisis statistik guna menguji hipotesis yang telah dirumuskan. Objek penelitian ini adalah perusahaan BUMN yang tercantum dalam Laporan Keuangan Pemerintah Pusat (LKPP) periode 2014-2023. Periode penelitian ini dipilih karena periode ini ditandai dengan budaya patronase dan klientelisme yang kental dalam pengelolaan BUMN (Apriliyanti, 2023). Selain data dari LKPP, penelitian ini juga menggunakan data dari laporan tahunan dan laporan keuangan BUMN serta sumber informasi lain dari internet. Dari total 126 perusahaan BUMN pada tahun 2014, sebanyak 57 perusahaan tidak tercatat secara konsisten selama periode 2014-2023. Dari 69 perusahaan yang tercatat dalam Laporan Keuangan Pemerintah Pusat (LKPP) 2023, 37 di antaranya tidak memiliki laporan keuangan yang dapat diakses secara daring, dan 2 perusahaan memiliki ekuitas negatif pada salah satu tahun pengamatan. Dengan demikian, jumlah perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 30 perusahaan selama periode pengamatan 10 tahun, sehingga total sampel yang dianalisis adalah 300 observasi.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP), yang merujuk pada bagian dividen dari perusahaan BUMN yang diterima oleh pemerintah. Variabel PNBPN akan dihitung dengan menggunakan logaritma natural

jumlah PNBPN yang ada pada LKPP. Rumus ini digunakan pada penelitian Bostan et al. (2023) dan Goyal et al. (2020). Variabel independen PMN menggunakan dua rumus yaitu total ekuitas dibagi dengan total aset dan total ekuitas atribusi pemerintah dibagi dengan total aset. Pembagian dua rumus ini dilakukan mengingat penelitian ini mencakup BUMN yang telah terdaftar di bursa efek, penggunaan rasio ekuitas pemerintah terhadap total aset (PMNP) lebih relevan dalam menggambarkan pengaruh spesifik modal negara tanpa melibatkan ekuitas yang berasal dari sumber lain. Selain PMN, penelitian ini juga menggunakan kinerja keuangan sebagai variabel independen, yang diukur *melalui return on assets* (ROA). Perhitungan ROA dalam penelitian ini mengikuti rumus yang umum digunakan dalam studi sebelumnya, seperti oleh Artati (2020), Jatoi et al. (2023), dan Banusu et al. (2022), yaitu perbandingan laba bersih terhadap total aset perusahaan.

Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah koneksi politik yang dapat diukur dengan metode indeks yang dihitung dari rasio jumlah komisaris dan direksi yang memiliki keterkaitan politik terhadap total anggota dewan direksi dan komisaris, sebagaimana diadaptasi dari penelitian Yusoff et al. (2015). Koneksi politik dalam penelitian ini mengolaborasi definisi dari penelitian Fadillah dan Lingga (2021) serta Alfianto et al. (2024) dimana jumlah komisaris dan direksi yang terkoneksi politik adalah jumlah komisaris dan direksi pada laporan keuangan perusahaan yang apabila memiliki jabatan atau sebelumnya memiliki jabatan sebagai (i) anggota partai politik, (ii) anggota sebuah badan legislatif, eksekutif, dan/atau yudikatif, (iii) anggota militer dan/atau kepolisian, (iv) pejabat kementerian, (v) kepala daerah atau perwakilan daerah. Sedangkan, jumlah direksi dan komisaris adalah jumlah direksi dan komisaris yang ada pada laporan keuangan perusahaan. Selain itu penelitian ini menggunakan variabel kontrol pertumbuhan laba, pertumbuhan aset, dan ukuran perusahaan membantu mengisolasi pengaruh utama dari variabel independen dan moderasi terhadap variabel dependen, yaitu PNBPN karena pertumbuhan laba, pertumbuhan aset, dan ukuran perusahaan dikarenakan pada penelitian sebelumnya telah berpengaruh pada variabel dividen (PNBP) perusahaan.

Sehingga terdapat empat model dalam penelitian ini yaitu:

$$PNBP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PMNP_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 PG_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

$$PNBP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PMNT_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 PG_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \dots (2)$$

$$PNBP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PMNP_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 (PMNP_{it} * POC_{it}) + \beta_4 (ROA_{it} * POC_{it}) + \beta_5 PG_{it} + \beta_6 AG_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \dots (3)$$

$$PNBP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PMNT_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 (PMNT_{it} * POC_{it}) + \beta_4 (ROA_{it} * POC_{it}) + \beta_5 PG_{it} + \beta_6 AG_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \dots (4)$$

Dalam rumus tersebut PNBPN adalah logaritma natural Penerimaan Negara Bukan Pajak, PMNP adalah ekuitas pemerintah dibagi total aset, PMNT adalah ekuitas total dibagi total aset, ROA adalah laba bersih dibagi total aset, dan POC adalah koneksi politik.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa variabel independen Penyertaan Modal Negara (PMN) dan kinerja keuangan (ROA) dalam penelitian ini terdiri dari 300 observasi berdasarkan data LKPP 2014–2023. PMN, yang dihitung dengan membandingkan ekuitas pemerintah terhadap total aset, memiliki nilai minimum 0,0294 dan maksimum 0,9895, dengan rata-rata 0,3429. Perusahaan dengan PMN tertinggi adalah PT Penjaminan Infrastruktur Indonesia (PII) pada 2017, sementara PT INKA memiliki PMN 0 pada 2023. Secara keseluruhan, variasi data PMN baik dalam bentuk atribusi ekuitas pemerintah

maupun total ekuitas cenderung stabil, menunjukkan bahwa ekuitas non-pemerintah di BUMN tidak signifikan. Kinerja keuangan yang diukur melalui ROA menunjukkan kisaran dari -0,3528 hingga 0,2455, dengan nilai rata-rata 0,0247 dan standar deviasi 0,0454, yang menunjukkan variasi data cukup tinggi. ROA minimum tercatat pada Lembaga Pembiayaan Ekspor Indonesia tahun 2023, sedangkan maksimum berasal dari PT Biro Klasifikasi Indonesia tahun 2014. Hal ini mengindikasikan adanya perusahaan dengan kinerja keuangan negatif selama periode observasi.

Tabel 1 Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std.Dev.	Observations
PNBP	17,0070	24,9185	30,7766	0,0000	12,8084	300
PMNP	0,3518	0,2699	0,9895	0,0294	0,2733	300
PMNT	0,3971	0,3395	0,9895	0,0319	0,2548	300
ROA	0,0247	0,0219	0,2455	-0,3528	0,0454	300
POC	0,4492	0,4706	0,8571	0,0000	0,1191	300
AG	0,2702	0,1011	17,5027	-0,8763	1,1849	300
PG	-1,8345	0,1137	59,0509	-622,6859	36,2992	300
SIZE	17,7247	17,7805	21,4999	13,3000	1,9481	300

Sumber : Diolah penulis

Hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa variabel dependen PNPB memiliki rata-rata 17,0070 dengan standar deviasi 12,8084, menunjukkan data yang relatif konsisten, meskipun terdapat 107 sampel dengan nilai 0 karena perusahaan tidak menyetorkan dividen. Nilai maksimum PNPB tercatat pada PT Bank Rakyat Indonesia tahun 2023 sebesar 30,77663 setelah transformasi logaritma. Variabel moderasi koneksi politik memiliki rata-rata 0,4492 dan standar deviasi 0,1191, dengan nilai minimum 0 (tanpa koneksi politik) pada PT TASPEN tahun 2014 dan nilai maksimum 0,857143 pada PT Biro Klasifikasi Indonesia tahun 2016, yang menunjukkan data relatif stabil. Variabel kontrol ukuran perusahaan memiliki rata-rata 17,7247 dan standar deviasi 1,9481, dengan nilai minimum pada PT Bank Tabungan Negara tahun 2014 dan maksimum pada PT Bank Mandiri tahun 2015, mencerminkan perbedaan ukuran yang signifikan antar BUMN.

Pertumbuhan laba menunjukkan variasi tinggi dengan rata-rata -1,8345 dan standar deviasi 36,2992, di mana PT Wijaya Karya mencatat nilai terendah -622,6859 pada 2023 dan PT Danareksa tertinggi 59,05092 pada 2022. Sementara itu, pertumbuhan aset memiliki rata-rata 0,2702 dengan standar deviasi 1,1849, dengan PT Bio Farma mengalami pertumbuhan aset terendah -0,8763 pada 2021 dan PT Biro Klasifikasi Indonesia tertinggi 17,50265, menunjukkan fluktuasi aset yang cukup besar antar perusahaan.

Tabel 2 Hasil Pengujian Adjusted R-Square

	R-Square	Adjusted R-Square
Model 1	0,517015	0,455047
Model 2	0,512406	0,449847
Model 3	0,524928	0,457837
Model 4	0,522652	0,455241

Sumber : Diolah penulis

Pengujian hipotesis dalam studi ini dilakukan dengan menerapkan regresi linear berganda berbasis data panel. Sebelum analisis utama dilakukan, terlebih dahulu dijalankan serangkaian uji seleksi model – yaitu uji Chow, uji Lagrange Multiplier, dan uji Hausman – untuk mengidentifikasi model yang paling sesuai dengan karakteristik data. Berdasarkan hasil uji tersebut, model *fixed effect* dipilih sebagai metode estimasi yang paling tepat. Hasil uji signifikansi dengan menggunakan metode estimasi *fixed effect* dapat dilihat pada Tabel 2 dimana model 1 memiliki *Adjusted R-Squared* sebesar 0,455047, yang menunjukkan bahwa 45,5% variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen, sementara 54,5% sisanya dipengaruhi oleh faktor lain. Model 2 memiliki *Adjusted R-Squared* sebesar 0,449847, sedikit lebih rendah dibandingkan Model 1, yang berarti bahwa 44,98% variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh model, sedangkan 55,02% masih dipengaruhi oleh variabel lain di luar model. Penurunan ini mengindikasikan bahwa beberapa variabel mungkin memiliki pengaruh yang lebih lemah terhadap variabel dependen. Model 3 memiliki *Adjusted R-Squared* tertinggi sebesar 0,457837, menunjukkan bahwa model ini paling kuat dalam menjelaskan variasi variabel dependen dibandingkan model lainnya. Sementara itu, Model 4 memiliki *Adjusted R-Squared* sebesar 0,455241, yang sedikit lebih tinggi dari Model 1 dan Model 2, tetapi masih di bawah Model 3. Perbedaan antar model cukup kecil, namun Model 3 terbukti lebih optimal dalam menjelaskan hubungan antara variabel independen dan dependen.

Pengaruh PMN terhadap PNBPN

Hasil uji T pada Tabel 3 menunjukkan bahwa Penyertaan Modal Negara (PMN) yang diukur melalui ekuitas pemerintah terhadap total aset dalam Model 1 memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP). Artinya, semakin besar PMN yang diberikan, semakin kecil kontribusi BUMN terhadap PNBPN. Temuan ini sejalan dengan penelitian Al-Najjar dan Kilincarslan (2016) serta Ben-Nasr (2015), yang menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah sering kali digunakan untuk menutup kerugian atau memperbaiki struktur permodalan daripada meningkatkan profitabilitas. Model 2, yang mengukur PMN berdasarkan total ekuitas perusahaan, juga menunjukkan hubungan negatif dengan PNBPN. Ini mengindikasikan bahwa ketika seluruh ekuitas perusahaan diperhitungkan termasuk modal yang berasal dari akumulasi laba dan sumber modal lainnya seperti kepemilikan saham umum atau publik dampak negatif PMN terhadap PNBPN tidak terlalu berbeda dengan ekuitas yang diatribusikan pada pemerintah. Akibatnya, meskipun modal yang diberikan meningkat (berasal dari pemerintah), dampaknya terhadap PNBPN tidak langsung terasa dalam periode yang sama (Nainggolan, 2022). Beberapa penelitian seperti Saleh et al. (2020) dan Putri dan Yulianto (2020) berpendapat bahwa kepemilikan pemerintah dapat meningkatkan dividen karena perusahaan BUMN memiliki tanggung jawab sosial yang lebih besar. Namun, dalam penelitian ini, PMN yang tinggi justru berhubungan dengan distribusi dividen yang lebih kecil, sebagaimana juga ditemukan dalam studi Ben-Nasr (2015) dan Idrus Salim (2011).

Tabel 3 Hasil Regresi PMN

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	One-Tailed Prob.	Significant
Model 1					
PMNP	-17,325940	6,724164	-2,576668	0,00525	***
Model 2					
PMNT	-13,34288	6,61235	-2,017872	0,0223	**

Sumber : Diolah penulis

PMN juga sering digunakan untuk membiayai proyek strategis yang memiliki manfaat jangka panjang tetapi tidak secara langsung meningkatkan laba perusahaan dalam jangka pendek. Beberapa proyek yang dibiayai dengan PMN juga mengalami kerugian atau sulit dimonetisasi, sehingga tidak berkontribusi signifikan terhadap PNBP. Hal ini diperburuk oleh koneksi politik dalam direksi dan komisaris BUMN, yang sering kali mempengaruhi pengambilan keputusan untuk menerima proyek yang kurang menguntungkan (Al-Najjar & Kilincarslan, 2016).

Teori akuntansi siklus hidup dividen menyatakan bahwa perusahaan yang berada pada tahap kematangan cenderung memberikan dividen lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang masih dalam tahap pertumbuhan maupun yang telah melewati puncak kinerjanya. Hal ini diperkuat oleh temuan Nidar dan Gunawan (2016), yang menyatakan bahwa perusahaan terbuka (listed) secara umum telah mencapai kematangan finansial. Artikel Kementerian Keuangan yang ditulis oleh Ampri (2024) juga menegaskan bahwa kontribusi dividen dari BUMN yang terdaftar di bursa jauh lebih tinggi dibandingkan BUMN non-listed. Data Kemeneg BUMN menunjukkan bahwa pada 2023, sekitar 63% dari total dividen yang diterima negara berasal dari BUMN yang sudah *listing*. Oleh karena itu, kelanjutan program privatisasi, terutama untuk BUMN yang tidak menyangkut layanan publik dasar, menjadi penting.

Sebaliknya, perusahaan yang mengalami penurunan kinerja keuangan cenderung mengurangi atau menahan distribusi dividen untuk menjaga keberlanjutan operasionalnya. Sesuai dengan teori siklus dividen, perusahaan dalam fase menurun biasanya lebih memprioritaskan penggunaan laba untuk restrukturisasi dan pelunasan kewajiban keuangan (DeAngelo et al., 2006). Penelitian oleh Al-Najjar dan Kilincarslan (2016) juga menunjukkan bahwa perusahaan dengan stabilitas keuangan yang rendah, khususnya yang memiliki beban utang tinggi, akan lebih hati-hati dalam menetapkan kebijakan dividen. Selain itu, perusahaan yang terpuruk kerap mengandalkan bantuan dari pemerintah, seperti penyelamatan atau restrukturisasi (Chindooroy et al., 2007). Namun menurut Nulsch (2014) terhadap perusahaan-perusahaan bermasalah di Eropa, bantuan pemerintah kerap hanya berfungsi sebagai penunda kegagalan bisnis dan tidak menjamin kelangsungan hidup jangka panjang.

Beberapa studi menyatakan bahwa BUMN dengan kepemilikan negara tinggi cenderung berorientasi pada kesejahteraan publik. Namun, pendekatan ini sulit diukur secara obyektif karena kurangnya target yang jelas dan absennya sanksi atas kinerja ekonomi yang merugikan. Tim (2024) menyarankan agar evaluasi BUMN yang berorientasi laba sebaiknya menggunakan indikator kinerja ekonomi yang dapat dibandingkan dengan perusahaan swasta sejenis, seperti *opportunity cost*. Dengan membandingkan return yang dihasilkan dari PMN terhadap potensi return pada perusahaan non-BUMN, dapat diperoleh gambaran yang lebih adil mengenai efektivitas penggunaan modal. Tim (2024) juga menekankan bahwa peningkatan daya saing BUMN

perlu dijadikan prioritas, dan perusahaan swasta dapat berfungsi sebagai tolok ukur untuk menilai efisiensi dan kinerja, khususnya dalam kaitannya dengan distribusi dividen. Kurniawati (2017) menambahkan bahwa pemberian PMN hendaknya mempertimbangkan kondisi internal BUMN, terutama dari sisi tata kelola. Jika dialokasikan kepada entitas dengan kinerja buruk, PMN berisiko gagal meningkatkan nilai tambah dan justru menghambat pelaksanaan mandat pemerintah.

Lebih lanjut, baik dalam pendekatan Model 1 maupun Model 2, perusahaan dengan ekuitas besar cenderung memiliki cadangan kas lebih tinggi, yang mengurangi tekanan untuk meningkatkan pendapatan operasional. Hal ini berdampak pada penurunan insentif untuk menyumbang lebih banyak PNBPN. Sekalipun Model 2 mempertimbangkan sumber ekuitas tambahan seperti laba ditahan atau kepemilikan publik, hasil strategisnya tetap serupa. Ketergantungan terhadap ekuitas tanpa dorongan peningkatan pendapatan menyebabkan kontribusi terhadap PNBPN tetap rendah. Secara umum, perusahaan dengan ekuitas tinggi cenderung lebih fokus pada kestabilan dan investasi jangka panjang daripada optimalisasi penerimaan jangka pendek. Maka, meskipun terdapat variasi dalam cara pengukuran PMN, pengaruh negatif ekuitas besar terhadap PNBPN tetap konsisten.

Secara keseluruhan, penelitian ini menegaskan bahwa PMN memiliki dampak negatif terhadap PNBPN karena cenderung digunakan untuk menutup kerugian daripada meningkatkan profitabilitas. Meskipun beberapa penelitian mendukung gagasan bahwa kepemilikan negara dapat meningkatkan dividen, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa BUMN yang menerima PMN justru memiliki insentif lebih kecil untuk membayar dividen. Oleh karena itu, mekanisme pemberian PMN harus lebih diarahkan pada efisiensi pengelolaan modal dan transparansi dalam investasi agar tidak hanya menjadi alat untuk menopang stabilitas keuangan tanpa dampak nyata bagi penerimaan negara.

Pengaruh kinerja keuangan terhadap PNBPN

Pengujian model 1 dan 2 yang dapat dilihat pada Tabel 4 menunjukkan bahwa kinerja keuangan, diukur dengan ROA, berpengaruh positif terhadap PNBPN, sejalan dengan penelitian Ontorael et al. (2024) dan Putri dan Mildawati (2017), Silaban dan Zalukhu (2023), Sartika dan Gantino (2023), Handayani et al. (2022), Lopolusi (2013), Kangarlouei et al. (2014), namun bertentangan dengan temuan Septiani et al. (2020) dan Wonggo (2016). Data statistik menunjukkan kinerja keuangan BUMN yang dihitung dengan ROA stabil pada kisaran 1–3 persen, mengindikasikan profitabilitas yang relatif stagnan. Stabilitas ini menunjukkan bahwa sebagian besar BUMN mempertahankan performa yang sama tanpa lonjakan efisiensi operasional yang signifikan. Fitriyah et al. (2024) menekankan bahwa perusahaan dengan rasio utang tinggi cenderung menahan laba untuk memenuhi kewajiban finansial, yang dapat memengaruhi kebijakan dividen.

Tabel 4 Hasil Regresi ROA

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	One-Tailed Prob.	Significant
Model 1					
ROA	70,558690	18,062530	3,906357	0,00005	***
Model 2					
ROA	68,28083	18,13042	3,766092	0,0001	***

Sumber : Diolah penulis

Berdasarkan teori siklus hidup dividen (DeAngelo et al., 2006), perusahaan yang telah mencapai tahap matang lebih cenderung membagikan dividen besar dibandingkan perusahaan dalam tahap pertumbuhan atau penurunan. Dalam konteks BUMN,

perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki kapasitas lebih besar untuk menyetero dividen sebagai bagian dari PNBP, sedangkan BUMN yang masih berkembang atau mengalami penurunan kinerja lebih cenderung menahan laba untuk ekspansi, restrukturisasi, atau menutupi defisit operasional. Rinanda (2022) menyatakan bahwa peningkatan ROA memperkuat kemampuan perusahaan menghasilkan laba, memungkinkan distribusi dividen yang lebih besar. Badan Kebijakan Fiskal (2018) juga mencatat bahwa beberapa BUMN masih berada pada tahap penurunan atau perkembangan, yang menyebabkan kontribusi dividen yang bervariasi.

Keputusan dividen BUMN selama 2014–2023 masih sesuai dengan kondisi keuangan perusahaan dan regulasi yang berlaku. UU BUMN mengatur bahwa penetapan tarif PNBP mempertimbangkan faktor keuangan, dan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa RUPS tetap mengikuti prinsip keseimbangan antara reinvestasi dan kontribusi negara. Fitriyah et al. (2024) menegaskan bahwa perusahaan dengan laba stabil lebih mampu membagikan dividen.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa BUMN dengan tingkat likuiditas rendah cenderung tidak mampu memberikan dividen secara optimal kepada pemerintah. Hal ini menegaskan bahwa kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek menjadi elemen penting dalam menentukan besaran dividen yang dapat disetorkan sebagai PNBP. Ketika likuiditas terganggu, perusahaan lebih memilih menahan laba untuk menjaga kestabilan keuangan, daripada mendistribusikannya sebagai dividen.

Dengan demikian, untuk meningkatkan penerimaan PNBP, pemerintah sebaiknya memprioritaskan upaya dalam memperbaiki kinerja keuangan BUMN. Hal ini mencakup peningkatan efisiensi operasional, optimalisasi pengelolaan aset, serta pengelolaan utang yang seimbang agar tidak mengurangi tingkat profitabilitas. Perbaikan kinerja keuangan tidak hanya berpotensi meningkatkan besaran dividen yang disetorkan, tetapi juga memperkuat stabilitas keuangan jangka panjang perusahaan, sehingga kontribusi BUMN terhadap penerimaan negara dapat terus ditingkatkan. Upaya peningkatan kinerja keuangan BUMN ini juga berkaitan dengan teori siklus dividen, sebagaimana diungkapkan dalam kajian fiskal oleh BKF, yang menunjukkan bahwa masih terdapat perusahaan yang berada pada tahap *decline* (penurunan) maupun *introduction* (perkembangan), yang pada tahap ini cenderung memiliki tingkat dividen yang rendah (Badan Kebijakan Fiskal, 2018).

Moderasi koneksi politik terhadap hubungan PMN dan PNBP

Pengujian model 3 dan 4 yang dapat dilihat pada Tabel 5 menunjukkan bahwa koneksi politik memoderasi pengaruh PMN terhadap PNBP secara positif, memperlemah dampak negatif PMN terhadap PNBP. Berdasarkan penelitian Mu dan Jiang (2018) koneksi politik dapat meningkatkan stabilitas pengelolaan BUMN dengan mempercepat pengambilan keputusan strategis serta mempermudah koordinasi dengan pemerintah dalam proyek nasional. Selain itu, koneksi politik memberikan akses lebih besar terhadap utang, biaya pembiayaan yang lebih rendah, dan tarif pajak yang lebih ringan, sehingga meningkatkan kinerja perusahaan (Saeed et al., 2019). Dampak ini juga terlihat dalam pengadaan publik, di mana perusahaan dengan koneksi politik memiliki tingkat keberhasilan kontrak yang lebih tinggi (Dicko, 2020).

Tabel 5 Hasil Regresi Moderasi Koneksi Politik pada PMN

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	One-Tailed Prob.	Significant
Model 3					
PMNP*POC	49,62174	29,35755	1,690255	0,0461	**
Model 4					
PMNT*POC	61,1487	30,3743	2,0132	0,02255	**

Sumber : Diolah penulis

Berdasarkan teori keagenan, direksi dan komisaris yang memiliki koneksi politik cenderung memiliki insentif untuk mempertahankan posisi mereka dengan memastikan bahwa perusahaan tetap terlihat berkontribusi terhadap PNBPN, meskipun efektivitas PMN dalam mendorong profitabilitas belum optimal. Sebagai agen, mereka berupaya mengurangi tekanan dari pihak *principal* (pemerintah) melalui penyesuaian kebijakan dividen serta pengalokasian sumber daya, agar tetap memperoleh dukungan politik dan menjaga stabilitas jabatan mereka. Selain itu, suntikan PMN sering menjadi perhatian publik dan diawasi oleh berbagai pemangku kepentingan, termasuk media, akademisi, dan masyarakat. Koneksi politik justru memperbesar tekanan publik, karena terdapat ekspektasi bahwa dana negara yang disalurkan harus memberikan kontribusi nyata bagi penerimaan negara. Oleh karena itu, meskipun PMN tidak selalu secara langsung meningkatkan kinerja perusahaan, direksi dan komisaris tetap dituntut untuk menunjukkan kontribusi dalam bentuk PNBPN, guna menghindari kritik atau polemik yang lebih luas.

Koneksi politik dapat memberikan keleluasaan dalam penetapan kebijakan dividen, di mana BUMN yang memiliki hubungan kuat dengan pemerintah cenderung memperoleh kelonggaran dalam kewajiban penyeteroran dividen kepada negara. Kondisi ini memungkinkan mereka untuk lebih fleksibel dalam menghadapi regulasi serta ekspektasi para pemangku kepentingan (Yunita & Yulianto, 2020). Dengan adanya kebijakan yang lebih longgar, perusahaan tetap mampu memberikan kontribusi terhadap PNBPN meskipun terbebani oleh alokasi PMN yang besar. Fleksibilitas tersebut juga memungkinkan perusahaan untuk mengarahkan sumber daya ke sektor-sektor yang lebih strategis, tanpa harus menghadapi tekanan jangka pendek untuk membagikan dividen dalam jumlah besar.

Dalam praktiknya, BUMN dengan koneksi politik kerap memperoleh persetujuan untuk menunda atau mengurangi setoran dividen guna mendukung program ekspansi usaha, restrukturisasi keuangan, atau investasi jangka panjang yang dipandang penting untuk kepentingan nasional (Mo & Jiang, 2020). Dengan demikian, perusahaan dapat memperkuat daya saingnya tanpa mengurangi kemampuan dalam memberikan kontribusi terhadap PNBPN di masa depan. Secara keseluruhan, peran koneksi politik lebih cenderung mengurangi dampak negatif PMN terhadap PNBPN, bukan dengan cara meningkatkan efisiensi perusahaan, melainkan melalui pemberian ruang strategis bagi direksi dan komisaris untuk mempertahankan posisi mereka, sekaligus tetap menunjukkan kontribusi terhadap PNBPN, meskipun dalam skala yang lebih terbatas.

Namun, fleksibilitas kebijakan ini berpotensi menimbulkan moral hazard, di mana BUMN dengan koneksi politik dapat lebih mengandalkan fleksibilitas ini untuk mengurangi kewajiban finansial mereka kepada negara, menciptakan distorsi dalam

persaingan bisnis. Oleh karena itu, diperlukan pengawasan ketat agar kebijakan dividen tetap mendukung pertumbuhan tanpa mengorbankan kontribusi terhadap PNBPN. Selain itu, pengaruh koneksi politik terhadap kebijakan dividen juga berdampak pada investor dan kreditor yang mengharapkan kepastian pengembalian investasi.

Moderasi koneksi politik terhadap hubungan Kinerja Keuangan dan PNBPN

Hasil pengujian yang dapat dilihat pada Tabel 6 menunjukkan bahwa koneksi politik tidak memoderasi pengaruh kinerja keuangan terhadap PNBPN, baik memperlemah maupun memperkuat hubungan antara ROA dan PNBPN. Temuan ini sejalan dengan penelitian Al-Najjar dan Kilincarslan (2016), yang menyatakan bahwa koneksi politik tidak selalu berdampak langsung terhadap kebijakan dividen perusahaan, terutama jika perusahaan sudah memiliki kebijakan keuangan yang stabil. Selain itu, pembagian dividen dalam BUMN tetap mengacu pada Undang-Undang Nomor 9 Tahun 2018 tentang PNBPN, yang mempertimbangkan kondisi keuangan dan kebijakan pemerintah.

Tabel 6 Hasil Regresi Moderasi Koneksi Politik pada PMN

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	One-Tailed Prob.	Significant
Model 3					
ROA*POC	29,34184	165,9273	0,176835	0,4299	-
Model 4					
ROA*POC	10,2705	167,7110	0,0612	0,4756	-

Sumber : Diolah penulis

Kurangnya pengaruh koneksi politik terhadap PNBPN dapat dikaitkan dengan struktur kepemimpinan dalam BUMN yang lebih mengutamakan hubungan politik daripada kompetensi profesional. Banyak direksi dan komisaris yang ditunjuk berdasarkan kedekatan dengan pemerintah, sehingga keputusan strategis lebih berorientasi pada kepentingan politik dibandingkan optimalisasi profitabilitas (Tan & Wong, 2024). Dalam perusahaan yang dikelola secara profesional, peningkatan ROA biasanya berkontribusi langsung pada dividen dan PNBPN. Namun, dalam BUMN yang dipimpin oleh individu dengan koneksi politik, laba perusahaan lebih sering dialokasikan untuk proyek-proyek politis atau ekspansi yang tidak selalu berorientasi profit (Apriliyanti, 2023). Hal ini sejalan dengan teori keagenan, yang mengemukakan bahwa dalam hubungan principal-agent, agen (manajemen perusahaan) sering kali bertindak demi kepentingan pribadi, bukan semata-mata demi kepentingan principal (pemegang saham, yakni negara). Dalam konteks BUMN, direksi dan komisaris yang memiliki koneksi politik cenderung memanfaatkan sumber daya perusahaan untuk kepentingan politik mereka, seperti mempertahankan posisi, memperluas jaringan politik, atau mendukung kebijakan pemerintah yang belum tentu menguntungkan secara finansial bagi perusahaan.

Selain itu, koneksi politik juga dapat mengurangi tekanan eksternal untuk meningkatkan kinerja keuangan, karena individu yang memiliki hubungan erat dengan pemerintah biasanya tidak menghadapi risiko atau sanksi yang sama seperti manajer profesional di sektor swasta. Dalam banyak situasi, perusahaan yang dipimpin oleh figur politik lebih memilih mempertahankan kondisi yang ada (status quo), daripada mendorong inovasi atau meningkatkan efisiensi operasional. Kurangnya kompetensi manajerial berdampak pada lemahnya proses pengambilan

keputusan berbasis kinerja dan efisiensi. Dalam lingkungan bisnis yang kompetitif, ROA yang tinggi biasanya merupakan hasil dari pengelolaan aset yang optimal, pengendalian biaya yang efisien, serta strategi bisnis yang tepat. Namun, di BUMN yang dipimpin oleh tokoh berlatar belakang politik, peningkatan efisiensi sering bukan menjadi prioritas utama. Akibatnya, meskipun koneksi politik dapat memberikan kemudahan akses ke proyek-proyek besar dan regulasi yang menguntungkan, faktor tersebut tidak serta-merta mendorong peningkatan efisiensi operasional yang menjadi kunci dalam meningkatkan ROA.

Oleh karena itu, agar koneksi politik tidak menghambat optimalisasi profitabilitas BUMN, diperlukan transparansi dalam seleksi direksi dan komisaris, memastikan individu yang menduduki posisi strategis memiliki keahlian sesuai dengan core bisnis perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Penyertaan Modal Negara (PMN) berdampak negatif terhadap PNBPN, baik melalui ekuitas pemerintah maupun total ekuitas perusahaan, karena umumnya digunakan untuk menutup kerugian atau membiayai investasi jangka panjang yang belum menghasilkan laba. Sebaliknya, kinerja keuangan yang diukur dengan ROA berpengaruh positif terhadap PNBPN, mencerminkan bahwa efisiensi pengelolaan aset meningkatkan kontribusi perusahaan kepada negara. Koneksi politik diketahui memperlemah dampak negatif PMN terhadap PNBPN dengan membuka akses ke proyek strategis dan kebijakan yang lebih fleksibel, namun belum terbukti signifikan dalam mendorong profitabilitas. Selain itu, koneksi politik tidak memoderasi hubungan antara kinerja keuangan dan PNBPN, karena banyak pejabat BUMN yang memiliki afiliasi politik tidak menunjukkan kompetensi profesional memadai, sehingga pengambilan keputusan lebih didorong oleh kepentingan politik daripada efisiensi dan inovasi perusahaan.

Penelitian selanjutnya disarankan dapat memperluas cakupan dengan menyertakan seluruh BUMN yang belum dianalisis pada studi ini, mengingat keterbatasan data yang memadai sebelumnya. Pendekatan *unbalanced data panel* dapat digunakan agar tetap mencakup perusahaan yang data historisnya tidak lengkap. Selain itu, pendekatan dalam mengukur koneksi politik dapat lebih disempurnakan, dengan mempertimbangkan bobot atau tingkatan jabatan politik tokoh yang terafiliasi. Misalnya, pengaruh seorang mantan menteri atau ketua partai tentu berbeda dengan anggota partai biasa. Dengan memberi bobot jabatan, hasil analisis akan lebih akurat. Penelitian mendatang juga disarankan untuk memfokuskan pada sektor tertentu seperti manufaktur, pertambangan, atau jasa keuangan guna menangkap dinamika yang lebih spesifik. Selain itu, analisis lebih tajam dapat dilakukan pada BUMN yang hanya menerima PMN dalam periode observasi untuk memahami secara langsung pengaruh suntikan modal terhadap PNBPN, tanpa bias akibat intervensi modal lintas tahun.

Bagi pemerintah sebagai pemegang saham, penting dilakukan evaluasi menyeluruh terhadap efektivitas PMN agar penggunaannya lebih strategis dalam mendorong profitabilitas, disertai target kinerja yang jelas dan mekanisme pertanggungjawaban yang ketat. Sementara itu, pembuat kebijakan dalam hal ini kementerian keuangan dan kementerian BUMN perlu memastikan PMN digunakan secara produktif dengan pengawasan yang ketat, serta mendorong reformasi tata kelola melalui seleksi pimpinan BUMN berbasis kompetensi. Kebijakan dividen juga harus diseimbangkan antara

kontribusi terhadap PNB dan kebutuhan investasi jangka panjang guna mengurangi ketergantungan pada PMN.

Investor diimbau untuk memperhatikan kinerja keuangan BUMN, khususnya efisiensi operasional dan profitabilitas seperti ROA, serta mempertimbangkan dampak ketergantungan terhadap PMN. BUMN yang listing di bursa efek umumnya menawarkan transparansi dan rekam jejak dividen yang lebih jelas. Calon investor juga perlu mewaspadai potensi risiko dari kepemimpinan berbasis politik serta memahami arah kebijakan pemerintah dan rencana privatisasi untuk mengantisipasi perkembangan pasar dan peluang investasi ke depan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang penting untuk diperhatikan. Penelitian ini menggunakan jumlah sampel perusahaan yang terbatas karena minimnya data laporan keuangan atau tahunan yang tersedia, sehingga hasil studi tidak bisa mewakili seluruh BUMN dalam laporan keuangan pemerintah pusat. Selain itu, penilaian terhadap koneksi politik hanya dilakukan pada sebagian kecil individu, yang dapat membuka kemungkinan kesalahan identifikasi. Di sisi lain, tidak semua perusahaan dalam sampel menerima pertambahan PMN selama masa observasi, sehingga hubungan antara perubahan PMN terhadap kontribusi PNB belum dapat terlihat secara menyeluruh.

DAFTAR PUSTAKA

- Aini, A. N., Kusumaningrum, A. W., Pramiswari, E., & Risqyasari, H. (2022). Analisis Return On Asset Untuk Memprediksi Pertumbuhan Laba (Studi Kasus PT Unilever Indonesia Tbk. Tahun 2007-2021). *SENTRI: Jurnal Riset Ilmiah*, 1(4), 1095–1103. <https://doi.org/https://doi.org/10.55681/sentri.v1i4.329>
- Aisyi, R., Anzalni, F., Fajar, Y., Suhaedi, D., & Harahap, E. (2022). Mathematical Modeling to Estimate Non-Tax State Revenues. *International Journal of Quantitative Research and Modeling*, 3(2), 72–76. <https://doi.org/10.46336/ijqrm.v3i2.258>
- Alfianto, F. I., Irianto, G., & Prihatiningtias, Y. W. (2024). Peran Moderasi Koneksi Politik Pada Pengaruh Karakteristik Ceo Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 14(2), 380–397. <https://doi.org/10.22219/jrak.v14i2.31389>
- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance (Bingley)*, 16(1), 135–161. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2015-0129>
- Anil, K. (2008). Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector. *International Research Journal of Finance and Economics*, 15(15), 63–71.
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices. A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2–3), 203–227. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90018-W](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90018-W)
- Apriliyanti, I. D. (2023). Continuity and Complexity: A Study of Patronage Politics in State-owned Enterprises in Post-authoritarian Indonesia. *Critical Asian Studies*, 55(4), 516–537. <https://doi.org/10.1080/14672715.2023.2257223>
- Artati, D. (2020). Pengaruh Return on Assets, Size dan Current Ratio terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Deviden Pengaruh Return On Assets, Size Dan Current Ratio Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Deviden. *Jurnal Bisnis, Manajemen, Dan Akuntansi*, VII(1), 111–131. <http://jurnal.amaypk.ac.id/index.php/jbma/article/view/92/105>

- Badan Kebijakan Fiskal, K. K. R. I. (2018). *Analisis Optimalisasi Penerimaan Dividen BUMN*. Kementerian Keuangan Republik Indonesia. <https://fiskal.kemenkeu.go.id/kajian/2018/10/05/185400790351882-analisis-optimalisasi-penerimaan-dividen-bumn>
- Banusu, M. R., Sia Niha, S., & Manafe, H. A. (2022). Pengaruh Return on Asset (ROA), Net Profit Margin (NPM) dan Earning per Share (EPS) terhadap Dividen Payout Ratio (Suatu Kajian Studi Literatur Manajemen Keuangan Perusahaan). *Jurnal Manajemen Pendidikan Dan Ilmu Sosial*, 4(1), 196–206. <https://doi.org/10.38035/jmpis.v4i1>
- Benjamin, S., Zain, M. M., & Abdul Wahab, E. (2015). Political connections and dividends payout in Malaysia: The influence of institutional investors. *2015 Financial Markets & Corporate Governance Conference*.
- Ben-Nasr, H. (2015). Government ownership and dividend policy: evidence from newly privatised firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5–6), 665–704.
- Bostan, I., Pirtea, M. G., Boțoc, C., & Mihancea, E. A. (2023). The Analysis of Non-Linear Dividend Hypothesis: International Evidence. *Emerging Markets Finance and Trade*, 59(9), 2882–2893. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2023.2202795>
- Bui, N. D., Wang, Y. Y., & Lee, J. P. (2022). Payout policies, government ownership, and financial constraints: Evidence from Vietnam. *International Review of Finance*, 22(4), 600–636.
- Chindooroy, R., Muller, P., & Notaro, G. (2007). Company survival following rescue and restructuring State aid. *European Journal of Law and Economics*, 24(2), 165–186.
- Colonescu, C., & Ghosh, S. (2024). The Effect of Mixed Ownership on Competition. *Preprints*, 1–11. <https://doi.org/https://doi.org/10.20944/preprints202403.1851.v1>
- Darma, S. (2024). BUMN dan Praktik Patronase. *TIMES Indonesia*. <https://timesindonesia.co.id/kopi-times/509999/bumn-dan-praktik-patronase>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Dicko, S. (2020). Firms' Political Connections and Winning Public Procurements in Canada. *Researching Elites and Power: Theory, Methods, Analyses*, 113–128.
- 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>
- Duong, D. K., Phan, T. T. P., Pho, K. H., & McAleer, M. (2020). Impact of board characteristics and state ownership on dividend policy in Vietnam. *Advances in Decision Sciences*, 24(4), 1–34. <https://doi.org/10.47654/v24y2020i4p1-34>
- Fadillah, A. N., & Lingga, I. S. (2021). Pengaruh Transfer Pricing, Koneksi Politik dan Likuiditas Terhadap Agresivitas Pajak (Survey Terhadap Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di BEI Tahun 2016-2019). *Jurnal Akuntansi*, 13(2), 332–343. <https://doi.org/https://doi.org/10.28932/jam.v13i2.4012>
- Fahrizal, H. (2013). *Pengaruh Return On Assets (ROA), Return On Equity (ROE) Dan Investment Opportunity Set (IOS) Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Jenis Consumer Goods yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)*. Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah. <https://repository.uinjkt.ac.id/dspace/handle/123456789/24017>
- Firstian Hadi, J. D. B., Yulianti, R., & Hastuti, S. (2023). Political Connection Effect towards Firm Value. *Journal of International Conference Proceedings*, 6(6), 254–263. <https://doi.org/10.32535/jicp.v6i6.2730>

- Fitriyah, F., Nadhiroh, U., & Restuningdiah, N. (2024). The role of financial performance in mediating capital structure, ownership structure on dividend policy. *MEC-J (Management and Economics Journal)*, 8(2), 113–132.
- Godfrey, J., Hodgson, A., Tarca, A., Hamilton, J., & Holmes, S. (2010). *Accounting Theory Seventh Edition*. National Library of Australia.
- Goyal, A., Jategaonkar, S. P., & Muckley, C. B. (2020). Why do privatized firms pay higher dividends? *Journal of Corporate Finance*, 60, 6. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101493>
- Hanafi, M. M., & Halim, A. (2016). *Analisis laporan keuangan*. Yogyakarta: UPPSTIM YKPN.
- Handayani, H., Niandari, N., Perdana, D., & Jati, B. P. (2022). Profitability, liquidity, leverage, and corporate dividend policy. *Journal of Business and Information Systems (e-ISSN: 2685-2543)*, 4(2), 79–87. <https://doi.org/10.36067/jbis.v4i2.128>
- Haraqi, M., & Ningsih, E. (2017). Pengaruh Return On Asset, Secure Dan Maturity Terhadap Rating Sukuk. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi (JIMEKA)*, 2(4), 116–124.
- Hariato, S. (2022). Political Connections impact on Corporate Governance Quality. *Studi Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 5(2), 190–218. <https://doi.org/https://doi.org/10.21632/saki.5.2.190-218>
- Hasnawati, S. (2021). Life Cycle Theory of Dividend: A Review Literature. *ICEBE 2020: Proceedings of the First International Conference of Economics, Business & Entrepreneurship*, 28. <https://doi.org/10.4108/eai.1-10-2020.2304742>
- Idrus Salim U., M. S. I. (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.
- Indonesia, R. (2021). *Laporan Keuangan Pemerintah Pusat Tahun 2021*. Menteri Keuangan Republik Indonesia.
- Indonesia, R. (2022). *Laporan Keuangan Pemerintah Pusat Tahun 2022*. Menteri Keuangan Republik Indonesia.
- Irfan Bintang Firdausi Muhammad Yusuf, A. Z. (2024). Pengaruh Penyertaan Modal Negara (PMN) dan Pertumbuhan Aset terhadap Kinerja Keuangan pada BUMN dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi, Perpajakan, Dan Auditing*, 5(3), 656–669. <https://doi.org/10.26740/akunesa>
- Islam, Z., & Saha, T. K. (2012). An empirical analysis of determinants of dividend policy: Evidence from the Bangladeshi Private Commercial Banks. *Journal of Financial Economics*, 4(1), 1–22. https://www.academia.edu/download/51145451/DPR_Corrected_ZI_09.03.2014_revised.pdf
- Jatoi, M. Z., Rasheed, A., & Wahla, K.-U.-R. (2023). Impact of Dividend Policy on Firm Performance: Evidence from Non-Financial Firms of Pakistan. *Pakistan Journal of Humanities and Social Sciences*, 11(2), 1220–1228. <https://doi.org/10.52131/pjhss.2023.1102.0430>
- Jiang, M., Guo, T., & Liang, Z. (2022). The impact of government grants on the level of corporate cash dividend payments Research. In *Business, Economics and Management EBMEE* (Vol. 2022).
- Jumintang, F., Amani, J. Z., Fauzan, G. A., & Mulyantini, S. (2022). Review Kebijakan Dividen Pada Siklus Hidup Perusahaan. *AKUA: Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 1(1), 28–38.

- Kangarlouei, S. J., Hasanzadeh, A., & Motavassel, M. (2014). Life Cycle Theory, Free Cash Flow and Dividend Policy in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Commerce & Accounting Research*, 3(1), 1–17.
- Khusnul Armyta, Z., Suhendro, & Chomsatu Samrotun, Y. (2020). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Return On Assets. *JRB-Jurnal Riset Bisnis*, 3(2), 124–130. <https://doi.org/10.35592/jrb.v3i2.1220>
- Kumar, A., & Sinha, P. (2024). Changing dividend payout behavior and predicting dividend policy in emerging markets: Evidence from India. *Investment Management and Financial Innovations*, 21(1), 259–274. [https://doi.org/10.21511/imfi.21\(1\).2024.20](https://doi.org/10.21511/imfi.21(1).2024.20)
- KumparanBisnis. (2023). Suntikan PMN ke BUMN Dikritik: Modal Negara Buat Tambal Kinerja Perseroan Sakit. In *Kumparan*. <https://kumparan.com/kumparanbisnis/suntikan-pmn-ke-bumn-dikritik-modal-negara-buat-tambal-kinerja-perseroan-sakit-233vLp0FL3f/2>
- Kurniawati, L. (2017). Optimalisasi penerimaan laba badan usaha milik negara sebagai upaya memperkuat penerimaan negara. *Jurnal Manajemen Keuangan Publik*, 1(2), 90–106.
- Labhane, N. B., & Mahakud, J. (2016). Study of aggregate dividends, aggregate earnings among Indian companies: A case of emerging market. *Business Management and Strategy*, 7(1), 125–158.
- Le, H. duc, Tuan Anh, N., Que Phuong, N., & Thu Phuong, T. (2020). Impact of ownership structure on dividend policy: Case study of the listed oil and gas companies in Vietnam. *International Journal of Social Science and Economics Invention*, 6(08), 330–338. <https://doi.org/10.23958/ijsssei/vol06-i08/225>
- Lin, H. (2019). *Essay on Contract Structure in Principal-Agent Problems with Behavioral Models*. <https://www.proquest.com/openview/9b73363e4ac92f99757fe66c661d57dd/1?pq-origsite=gscholar&cbl=51922&diss=y>
- Lisnawati. (2023). *Analisis Proyeksi Setoran Dividen Bumn Kepada Negara Tahun 2024*. 16–20. https://berkas.dpr.go.id/pusaka/files/info_singkat/Info%20Singkat-XV-15-I-P3DI-Agustus-2023-246.pdf
- Lopolusi, I. (2013). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen sektor manufaktur yang terdaftar BEI periode 207-2011. *Calyptra: Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1), 1–18. <https://journal.ubaya.ac.id/index.php/jimus/article/view/339/208>
- Marfuah, M., Dinar, C. R., Ardiarmi, K. P., & Prasetyo, P. P. (2022). Student Academic Fraud: Fraud Diamond Dimensions and Locus of Control. *Nominal Barometer Riset Akuntansi Dan Manajemen*, 11(1), 1–14. <https://doi.org/10.21831/nominal.v11i1.36986>
- Marimuthu, F. (2020). Government assistance to state-owned enterprises: a hindrance to financial performance. *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 17, Issue 2, 40–50. [https://doi.org/10.21511/imfi.17\(2\).2020.04](https://doi.org/10.21511/imfi.17(2).2020.04)
- Mo, X., & Jiang, J. (2020). Political connections, debt restructuring, and enterprise investment: Evidence from China. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2020(1), 5041768.
- Mu, W., & Jiang, X. (2018). Political connections, innovation decision making, and firm performance. *Academy of Management Proceedings*, 2018(1), 15788.

- Munzhelele, N. F., Wolmarans, H., & Hall, J. (2021). Corporate life cycle and dividend payout: A panel data analysis of companies in an emerging market. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 14(1), 1–9. <https://doi.org/10.4102/jef.v14i1.701>
- Musallam, S. R. M., & Lin, C. C. P. (2019). Ownership structures and dividend policy: Evidence from listed plantation companies in malaysia. *Management and Accounting Review*, 18(2), 21–46. <https://doi.org/10.24191/mar.v18i2.706>
- Nainggolan, E. U. (2022). *Memahami Penyertaan Modal Negara*. <https://www.djkn.kemenkeu.go.id/artikel/baca/14634/Memahami-Penyertaan-Modal-Negara.html>
- Nulsch, N. (2014). *Is Subsidizing Companies in Difficulties an Optimal Policy? An Empirical Study on the Effectiveness of State Aid in the European Union*. IWH discussion papers.
- Ontoraël, R., Saifi, M., Firdausi Nuzula, N., & Zahroh, Z. A. (2024). Firm Size Moderating Effect On Financial Performance And Dividend Policy From Indonesia. *Revista de Gestao Social e Ambiental*, 18(4), 1. <https://doi.org/10.24857/rgsa.v18n4-109>
- Pang, C., & Wang, Y. (2021). Political connections, legal environments and firm performance around the world. *International Journal of Finance and Economics*, 26(3), 4393–4409. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2021>
- Purwanti, T. (2022). *Deretan BUMN yang Rugi Gede di Indonesia, Siapa Paling Parah?* <https://www.cnbcindonesia.com/market/20220620083547-17-348429/deretan-bumn-yang-rugi-gede-di-indonesia-siapa-paling-parah>
- Putri, P., & Yulianto, A. (2020). Government Ownership and Dividend Payment Policy. *Management Analysis Journal*, 9(2), 179–186. <https://doi.org/10.15294/maj.v9i2.37344>
- Putri, R. S., & Mildawati, T. (2017). Pengaruh Kinerja Keuangan Dan Pertumbuhan Potensial Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 1–16. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/1205>
- Putriani, E., Midiastuty, P. P., Suranta, E., & Putra, D. A. (2024). The Influence of Political Connections on Banking Performance with Board of Directors Diversity as a Moderating Variable. *Ilomata International Journal of Management*, 5(1), 62–78. <https://doi.org/10.52728/ijjm.v5i1.1003>
- Rachman, L. C. T. P., Firdaus, M., & Sanim, B. (2019). The transition of enhancing financial performance in the mining and agriculture sector. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 23(3), 351–360.
- Redaksi Kompas. (2024). Membongkar Jalinan Patronase Ekonomi dan Politik: Klientelisme di Pusaran Pemilu 2024. *Kompas.Id*. <https://www.kompas.id/baca/opini/2024/02/17/membongkar-jalinan-patronase-ekonomi-dan-politik-klientelisme-di-pusaran-pemilu-2024>
- Republik Indonesia. (2003). Undang Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara (BUMN). In *Kementerian BUMN*.
- Rinanda, Y. (2022). *The Influence of Macroeconomic Factors and Financial Performance on Dividend Policy During Pandemic (Manufacturing Company Listed on the IDX)*. 2(6), 637–646. <https://doi.org/10.38035/dijefa.v2i6>
- Saeed, A., Belghitar, Y., & Clark, E. (2019). Political connections and corporate performance: Evidence from Pakistan. *Economics of Transition and Institutional Change*, 27(4), 863–889.
- Saleh, M., Ibrahim, Y., & Shahr, H. K. (2020). The simultaneous effect of corporate ownership on dividends and capital structure: Malaysian evidence. *International Journal of Financial Research*, 11(6), 46.

- Sari, K. A. N., & Sudjarni, L. K. (2015). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Pertumbuhan Perusahaan, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI. *E-Jurnal Manajemen*, 4(10), 3346–3374. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/manajemen/article/view/14595/10543>
- Sartika, D., & Rilla Gantino. (2023). The Effect of Profitability, Leverage, and Company Size on Dividend Policy: A Case Study of Transportation Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2017-2022 Period. *Open Access Indonesia Journal of Social Sciences*, 6(6), 1228–1235. <https://doi.org/10.37275/oaijss.v6i6.194>
- Sasongko, F. N., & Rachma, E. (2021). The Effect Of Financial Performance On Roa Projected As Profitability. *Majapahit Journal of Islamic Finance and Management*, 1(1), 60–74. <https://doi.org/https://doi.org/10.31538/mjifm.v1i1.5>
- Septiani, M., Ariyani, N., & Ispriyahadi, H. (2020). The effect of stock prices, return on assets, and firm size on dividend payout ratio: evidence from Indonesian financial service companies. *Diponegoro International Journal of Business*, 3(1), 17–27.
- Silaban, A., & Zalukhu, N. T. O. (2023). Studi Empiris Pengaruh Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen. *Journal of Economic, Bussines and Accounting (COSTING)*, 6(2), 2296–2300. <https://doi.org/10.31539/costing.v6i2.6088>
- Statistik, B. P. (2023). Statistik Indonesia 2024 Statistical Yearbook of Indonesia 2024. In *Statistik Indonesia 2023* (Vol. 1101001).
- Sugiyono. (2014). *Metode Penelitian kuantitatif, kualitatif dan R & D*. Alfabeta.
- Tan, K. W., & Wong, M. F. (2024). Heterogeneous political connections and corporate overinvestment: evidence from Malaysian firms. *Managerial Finance*, 50(10), 1705–1726.
- Tim, D. E. B. S. V. U. G. M. (2024). Penyertaan Modal Negara pada Perusahaan BUMN: Berhasilkah? *DEB SV UGM*. <https://deb.sv.ugm.ac.id/penyertaan-modal-negara-pada-perusahaan-bumn-berhasilkah/>
- Wonggo, F. (2016). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Leverage Dan Harga Saham Terhadap Kebijakan Dividen Tunai (Studi Pada Perusahaan Lq-45 Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009–2013). *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 16(1).
- Yunita, R., & Yulianto, A. (2020). Management Analysis Journal Institutional Ownership, Political Connestions and Dividend Payment. *Management Analysis Journal*, 9(1), 46–52. <https://journal.unnes.ac.id/sju/maj/article/view/34971>
- Yusoff, W. S., Salleh, M. F. Md., Ahmad, A., & Idris, F. (2015). Estimating the Value of Political Connection to Malaysia's Richest Tycoon Companies. *The Journal of Developing Areas*, 49(5), 87–100. <https://doi.org/10.1353/jda.2015.0059>
- Zainudin, R., & Khaw, K. L. H. (2021). Dividend payout policies of politically connected firms: Evidence from Malaysia. *Borsa Istanbul Review*, 21(4), 384–393. <https://doi.org/10.1016/J.BIR.2020.12.005>

LAMPIRAN

Hasil Regresi 4 Model Penelitian

Hasil Uji Regresi Berganda Model 1, 2, 3, dan 4					
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob</i>	<i>Significant</i>
C	33,72425	19,32852	1,744792	0,0411	**
PMN	-17,3259	6,724164	-2,57667	0,00525	***
ROA	70,55869	18,06253	3,906357	0,00005	***
AG	0,48634	0,511639	0,950555	0,17135	
LG	0,017695	0,016508	1,071882	0,14235	
SIZE	-0,70326	1,086407	-0,64733	0,259	
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob</i>	<i>Significant</i>
C	31,23769	19,38574	1,611375	0,05415	**
PMN	-13,3429	6,61235	-2,01787	0,0223	**
ROA	68,28083	18,13042	3,766092	0,0001	***
AG	0,579294	0,518382	1,117505	0,1324	
LG	0,018501	0,016607	1,114033	0,13315	
SIZE	-0,60611	1,097091	-0,55247	0,29055	
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob</i>	<i>Significant</i>
C	38,01349	19,69895	1,929722	0,02735	**
PMNT	-39,8482	15,25593	-2,61198	0,00475	***
ROA	60,43437	77,51895	0,779608	0,21815	
POC	-10,8152	12,67452	-0,8533	0,19715	
PMNT*POC	49,62174	29,35755	1,690255	0,0461	**
ROA*POC	29,34184	165,9273	0,176835	0,4299	
AG	0,504546	0,511138	0,987105	0,16225	
LG	0,017185	0,016501	1,041497	0,1493	
SIZE	-0,71884	1,090656	-0,65909	0,2552	
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>	<i>Significant</i>
C	37,1676	19,743	1,8826	0,03045	**
PMNT	-41,1426	15,6128	-2,6352	0,00445	***
ROA	67,614	78,3676	0,8628	0,1945	
POC	-16,1123	13,4514	-1,1978	0,11605	
PMNT*POC	61,1487	30,3743	2,0132	0,02255	**
ROA*POC	10,2705	167,711	0,0612	0,4756	
AG	0,5928	0,5164	1,1479	0,126	
PG	0,0179	0,0166	1,0802	0,1405	
SIZE	-0,5863	1,0994	-0,5333	0,29715	