



EVALUASI DAN STRATEGI OPTIMISASI KINERJA BUMN PASCA KEBIJAKAN HOLDINGISASI DI INDONESIA

SUDARYONO



**PROGRAM STUDI MANAJEMEN DAN BISNIS
SEKOLAH BISNIS
INSTITUT PERTANIAN BOGOR
BOGOR
2026**



@Hak cipta milik IPB University

IPB University



IPB University

Bogor Indonesia

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.

Perpustakaan IPB University



PERNYATAAN MENGENAI DISERTASI DAN SUMBER INFORMASI SERTA PELIMPAHAN HAK CIPTA

Dengan ini saya menyatakan bahwa disertasi dengan judul “Evaluasi dan Strategi Optimisasi Kinerja BUMN Pasca Kebijakan Holdingisasi di Indonesia” adalah karya saya dengan arahan dari dosen pembimbing dan belum diajukan dalam bentuk apa pun kepada perguruan tinggi mana pun. Sumber informasi yang berasal atau dikutip dari karya yang diterbitkan maupun tidak diterbitkan dari penulis lain telah disebutkan dalam teks dan dicantumkan dalam daftar pustaka di bagian akhir disertasi ini.

Dengan ini saya melimpahkan hak cipta dari karya tulis saya kepada Institut Pertanian Bogor.

Bogor, Januari 2026

Sudaryono
K16190065



RINGKASAN

SUDARYONO. Evaluasi dan Strategi Optimisasi Kinerja Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Pasca Kebijakan Holdingisasi di Indonesia. Dibimbing oleh DEDI BUDIMAN HAKIM, ADLER HAYMANS MANURUNG, dan ZENAL ASIKIN.

Kebijakan holdingisasi BUMN diduga belum optimal sebagaimana diindikasikan oleh *trend* peningkatan *revenue* tidak dibarengi dengan *trend* peningkatan kinerja profitabilitas. Kebijakan holdingisasi didasarkan pada upaya untuk meningkatkan kinerja BUMN secara berkelanjutan, mengingat perannya yang sangat strategis yang tidak hanya berfokus pada aspek korporasi, namun juga turut berperan bagi perekonomian Indonesia secara berkelanjutan. Oleh karena itu diperlukan analisis secara komprehensif untuk mengukur dampak kebijakan holdingisasi terhadap kinerja keuangan BUMN. Untuk tujuan tersebut penelitian ini dilakukan dengan menggunakan pendekatan empiris, dengan komposisi model yang variabelnya diturunkan dari teori utama (*grand theory*) yaitu Teori Keuangan Perusahaan dan Teori Manajemen Strategik. Pemilihan teori ini didasarkan pada pertimbangan bahwa efektivitas dari kebijakan holdingisasi diindikasikan melalui peningkatan efisiensi operasional dan peningkatan profitabilitas. Di sisi lain penelitian ini menggunakan *moderating factor* sebagai *middle theory* dengan pertimbangan bahwa secara konseptual kebijakan merger dan akuisisi merupakan katalisator dari dampak aspek fundamental (operasional) perusahaan terhadap kinerjanya, sehingga implikasi teknisnya merger dan akuisisi tidak berdiri sendiri sebagai satu variabel, namun berinteraksi pada variabel lainnya. Kinerja perusahaan yang menjadi tolak ukur efektivitas dampak merger dan akuisisi adalah laba (*income*) dan menjadi *substantive theory* pada penelitian ini. Dari hasil tinjauan terhadap literatur (teori) dan penelitian terdahulu maka variabel yang digunakan adalah kinerja fundamental mencakup pendapatan (*revenue*), rasio likuiditas (*current ratio*), rasio *leverage* (*debt to equity ratio*), serta faktor eksternal yang mencakup nilai tukar (*exchange rate*), dan harga minyak mentah dunia (*oil price*).

Dengan demikian maka terdapat tiga pertanyaan penelitian yang diturunkan dari rumusan masalah pada penelitian ini, yaitu i) tujuan holdingisasi; ii) kesesuaian tujuan dan realisasi kinerja BUMN pasca holdingisasi, dan; iii) determinan kinerja BUMN pasca holdingisasi. Kebaruan utama (*novelty*) penelitian berfokus pada dua aspek utama yaitu dari sisi metodologi dan dari sisi cakupan analisis. Pada aspek metodologi kebaruan penelitian ini berfokus pada hubungan sebab akibat di mana kebijakan holdingisasi (merger dan akuisisi) ditempatkan sebagai katalisator (variabel moderasi) pengaruh kinerja fundamental terhadap laba. Penelitian-penelitian empiris yang telah ada sebelumnya lebih banyak berfokus pada perbandingan empiris, sehingga uji hubungan sebab akibat dalam konteks penelitian merger dan akuisisi menjadi salah satu kebaruan (*novelty*) yang kuat sebagai kontribusi akademik. Kebaruan (*novelty*) yang kedua adalah dari sisi cakupan analisis di mana determinan utama penelitian ini diturunkan dari tinjauan literatur dan didapatkan dua klasifikasi determinan yang mencakup kinerja fundamental dan faktor eksternal. *Sample* yang digunakan pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan BUMN dan swasta yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode observasi sepanjang periode 2010 hingga 2023. Kriteria

Hak cipta milik IPB University

IPB University

utama dari pemilihan *sample* tersebut adalah perusahaan yang secara konsisten mempublikasikan laporan keuangan (tahunan) sepanjang periode 2010 hingga 2023, dan tidak termasuk ke dalam bagian dari entitas pada sektor layanan jasa keuangan (bank dan non-bank). Dengan demikian penelitian ini mengumpulkan sebanyak 219 perusahaan yang membentuk total observasi sebanyak 2.940.

Untuk menjawab pertanyaan pertama dan kedua terkait tujuan holdingisasi dan kesesuaian kinerja BUMN, penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif berupa *desk study* pada tinjauan peraturan perundang-undangan dan pada laporan kinerja keuangan BUMN. Selanjutnya untuk menjawab pertanyaan ketiga terkait determinan kinerja, penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif berbasis kepada *panel regression – fixed effect model* (FEM) untuk mengukur peran kebijakan holdingisasi, yang secara operasional berbentuk merger dan akuisisi, terhadap kinerja BUMN yang mencakup *Return on Asset* (ROA), *Return on Equity* (ROE), dan *Price to Earnings Ratio* (P/E Ratio). Analisis pada penelitian ini juga mencakup *sample* yang merupakan perusahaan swasta sebagai *benchmark* peranan merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan BUMN.

Analisis pada pertanyaan penelitian pertama menegaskan bahwa tujuan utama kebijakan holdingisasi adalah peningkatan daya saing (*competitive advantage*) BUMN pada pasar domestik maupun internasional. Tujuan ini dapat dicapai melalui peningkatan efisiensi operasional, sinergi yang kuat, mitigasi risiko, hingga adaptasi teknologi yang dapat mendorong peningkatan efisiensi operasional.

Analisis pertanyaan penelitian yang kedua menegaskan bahwa sepanjang periode terjadinya kebijakan holdingisasi terdapat dua *trend* berbeda. Pada periode 2010 hingga 2020, *trend* peningkatan *revenue* justru dibersamai oleh penurunan kinerja profitabilitas (ROA dan ROE). Pasca 2020, kinerja *revenue* dan profitabilitas tumbuh dengan *trend* yang searah. Perbedaan arah *trend* antara *revenue* dan profitabilitas ini mengindikasikan dua hal utama. Pertama, perlunya integrasi yang kuat khususnya pada aspek non-komersil seperti budaya dan standar kerja operasional. Kedua adalah indikasi adanya *lag* waktu hingga kebijakan holdingisasi dapat menghasilkan kinerja positif.

Analisis pertanyaan penelitian yang ketiga menegaskan dua aspek penting, di mana yang pertama adalah kebijakan holdingisasi dapat mengkatalisasi kinerja *current ratio* khususnya terhadap kinerja profitabilitas (ROA dan ROE). Hal ini mengindikasikan adanya peningkatan kualitas pengelolaan modal kerja. Aspek yang kedua adalah *debt to equity ratio* yang semula negatif signifikan menjadi tidak signifikan terhadap profitabilitas (ROA dan ROE). Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan holdingisasi cukup efektif dalam mendorong optimisasi pembiayaan eksternal (utang) BUMN. Dengan demikian maka optimisasi dampak kebijakan holdingisasi terhadap kinerja BUMN perlu difokuskan pada penguatan aspek tata kelola. Bentuk dari penguatan tersebut adalah integrasi antar entitas dan keselarasan kinerja yang berorientasi pada pencapaian target-target daya saing BUMN.

Kata kunci: Holdingisasi BUMN, Kinerja Keuangan, Merger dan Akuisisi, *Panel Regression*, *Return on Asset* (ROA).



SUMMARY

SUDARYONO. Evaluation and Optimization Strategies for the State-Owned Enterprises (SOEs) Performance After the Holding Policy in Indonesia. Supervised by DEDI BUDIMAN HAKIM, ADLER HAYMANS MANURUNG, dan ZENAL ASIKIN.

Indonesia's state-owned enterprise (SOE) holding policy is hypothetically suboptimal, shown by the trend of increasing revenue that is not accompanied by a corresponding trend in profitability. Holding policy is dedicated to improving the State-owned Enterprises (SoE) performance, given the fact that these entities do not only function as corporate, but also to contribute to Indonesia's sustainable economic performance. Therefore, comprehensive analysis is required to measure the effectiveness of holding policy measured by financial performance of the State-owned Enterprises. This research employs empirical methods using econometric models with variables derived from a grand theory of Corporate Finance and Strategic Management considering that the effectiveness of holding policy is measured with operational efficiency and improvement in profitability. On the other hand, this research also employs moderating factors as middle theory considering that concept of merger and acquisition policy serves as a catalyst for the influence of fundamental (operational) aspects on corporate performance, therefore, the technical implication is that variable of merger and acquisition is not independent but is interacting with other fundamental corporate performance. Moreover, indicators of corporate performance are measured with income ratios which serve as substantive theory of this research. Based on literature review, variables for this research includes fundamental aspects such as revenue, current ratio, and debt to equity ratio, while the external factors are exchange rates and oil price.

Therefore, there are three main research questions derived from the research problems, i) main objective of the holding policy; ii) the alignment of the objective of holding policy and the actual performance of the SoEs, and iii) determinants of SoEs performance after the holding policy took place. The research novelty focuses on two aspects which are methodology and analysis coverage. From methodology points of view, the research performs a cause-and-effect analysis where holding policy (merger and acquisition) serves as catalyst for the impact of fundamental aspect on the corporate income. Prior empirical research mostly focuses on empirical comparisons of financial performance before and after mergers and acquisitions, therefore, cause-and-effect analysis serves a strong novelty in the context of research in mergers and acquisitions. The second novelty is that variables of this research are derived from literature review which cover both fundamental and external factors. Furthermore, sample of the research is listed firms (State-owned and Private Enterprises) in Indonesia Stock Exchange with period of observation of 2010 – 2023. The main criteria is listed firms that consistently publish financial (annual) report from 2010 – 2023 and is not included in financial service sector (bank and non-bank). Therefore, this research collects 2010 firms which generates total observation of 2,940.

To address the first and the second research questions are analyzed using desk study based on the statutory and regulatory framework as well as the annual

financial reports of the SoEs. Moreover, the third research question is analyzed using panel regression with Fixed Effect Model (FEM) to measure the effectiveness of holding policy (mergers and acquisitions) on financial performance covering Return on Asset (ROA), Return on Equity (ROE), and Price to Earnings Ratio (P/E Ratio). This research covers private companies that serve as benchmarks regarding the implications of mergers and acquisitions on performance of Indonesia's State-owned Enterprises.

Analysis on the first research question emphasizes that the main objective of SoEs holding policy is to drive stronger competitive advantage through improvement in operational efficiency, strong synergy, risk mitigation, and technological adoptions.

Analysis on the second research question emphasizes an indication of inconsistency between trend of revenue and profitability performance (ROA and ROE) during periode of 2010 - 2020. After holding policy, the increasing trend of revenue is not accompanied by the increasing trend of profitability performance (ROA and ROE), which indicates two important things. The first is the urgency of strong integration among entities, especially in non-commercial factors such as corporate culture and performance index, and the second is lag periods until the expected outcome is fulfilled.

Moreover, the analysis on the third question emphasizes two important findings where holding policy can strengthen the impact of current ratio on profitability (ROA and ROE) and the second one is debt to equity ratio which is initially negative and significant turns to be insignificant towards profitability (ROA and ROE). It indicates two main aspects, the first is SoEs holding policy is effective to improve working capital management and drives gradual improvement of debt optimization to sustain the SoEs performance. Therefore, the outcome optimization should focus on the governance integration among entities and accelerate performance alignment which is consistent with the objective of achieving competitive advantage of the SoEs.

Keywords: Financial Performance, Mergers and Acquisitions, Panel Regression, Return on Asset (ROA), State-Owned Enterprise Holding (SOE Holding).

Hak Cipta Milik IPB, Tahun 2026 Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan atau menyebutkan sumbernya. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik, atau tinjauan suatu masalah dan pengutipan tersebut tidak merugikan kepentingan IPB

Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apa pun tanpa izin IPB

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.



EVALUASI DAN STRATEGI OPTIMISASI KINERJA BUMN PASCA KEBIJAKAN HOLDINGISASI DI INDONESIA

SUDARYONO

Disertasi
sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Doktor pada
Program Studi Doktor Manajemen dan Bisnis

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN DAN BISNIS
SEKOLAH BISNIS
INSTITUT PERTANIAN BOGOR
BOGOR
2026**



@Hak cipta milik IPB University

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.

Penguji Luar Komisi pada Ujian Tertutup:

1. Dr. Ir. H. Andi Amran Sulaiman, M.P.
2. Prof. Dr. Ir. Rachmat Pambudy, M.S.

Anggota Promosi Luar Komisi pada Sidang Promosi Terbuka:

1. Dr. Ir. H. Andi Amran Sulaiman, M.P.
2. Prof. Dr. Ir. Rachmat Pambudy, M.S.

Judul Disertasi : Evaluasi dan Strategi Optimisasi Kinerja Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Pasca Kebijakan Holdingisasi di Indonesia

Nama : Sudaryono
NIM : K16190065

Disetujui oleh

Pembimbing 1:
Prof. Dr. Ir. Dedi Budiman Hakim, M.A.Ec.



Pembimbing 2:
Prof. Dr. Adler H Manurung, M.E.,
M.Com. CMA., CIQnR., CIPA., CIFM.,
CIGS., CIERM., GRCE., CIABV., ERMCP.



Pembimbing 3:
Dr. Zenal Asikin, S.E., M.Si.



Diketahui oleh

Ketua Program Studi Pascasarjana
Manajemen dan Bisnis:
Prof. Dr. Ir. Ujang Sumarwan, M.Sc.
NIP. 196009161986011001



Dekan Sekolah Bisnis:
Prof. Dr. Ir. Noer Azam Achsani, M.S.
NIP. 196812291992031016



Tanggal Ujian Tertutup: 17 November 2025

Tanggal Lulus:

Tanggal Sidang Promosi Terbuka : 15 Desember 2025



PRAKATA

Puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT atas segala rahmat, karunia, dan petunjuk yang selalu kebersamai proses penyusunan disertasi ini dari awal hingga akhir. Judul yang digunakan pada penelitian ini telah direncanakan setelah tahun pertama perkuliahan dan proses penyusunan serta pembimbingan disertasi dimulai. Penelitian ini berjudul “Evaluasi dan Strategi Optimisasi Kinerja Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Pasca Kebijakan Holdingisasi di Indonesia”, dengan motivasi utama untuk mengukur efektivitas dampak dari kebijakan holdingisasi tersebut secara akademis, mengingat bahwa peranan BUMN sangat strategis dalam mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Ucapan terima kasih kami haturkan kepada para pembimbing Bapak Prof. Dr. Ir. Dedi Budiman Hakim, M.Ec., Bapak Prof. Dr. Adler H Manurung, M.E., M.Com. CMA., CIQnR., CIPA., CIFM., CIGS., CIERM., GRCE., CIABV., ERMCP., Bapak Dr. Zenal Asikin, S.E., M.Si. dan Bapak (alm) Dr.Ir. Idqan Fahmi, Mec yang telah memberikan pembimbingan kepada kami selama proses penyusunan disertasi ini berlangsung dari awal hingga akhir. Kami ucapkan juga terima kasih yang sebesar-besarnya kepada Dekan Sekolah Bisnis IPB University Bapak Prof. Dr. Ir. Noer Azam Achsani, MS dan Ketua Program Studi Doktor Manajemen dan Bisnis Sekolah Bisnis IPB University Bapak Prof. Dr. Ir. Ujang Sumarwan, M.Sc. atas segala bimbingan dan arahan yang diberikan kepada saya selama seluruh proses penyusunan disertasi saya.

Terima kasih juga kami haturkan kepada seluruh Bapak/Ibu jajaran *officials* Dekanat Sekolah Bisnis IPB dan Program Doktor Manajemen dan Bisnis (DMB), kepada seluruh Bapak/Ibu dosen SB IPB yang telah memberikan ilmu kepada saya selama proses perkuliahan saya di IPB University, kepada seluruh staf akademik SB IPB yang telah membantu kami dalam keseluruhan proses administratif selama kami berkuliah di IPB University, serta kepada teman-teman satu angkatan kami yang telah memberikan dukungan luar biasa dan saling bertukar pikiran selama kami berkuliah di IPB University. Kami juga berterima kasih kepada seluruh pihak yang telah memberikan dukungan dan doa kepada kami selama proses penyusunan disertasi ini.

Akhir kata besar harapan kami bahwa karya ilmiah ini dapat memberikan dampak yang signifikan bagi perkembangan ilmu pengetahuan dan peningkatan wawasan di masa depan.

Bogor, Januari 2026

Sudaryono

DAFTAR ISI

DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	11
1.3 Pertanyaan Penelitian	29
1.4 Tujuan Penelitian	29
1.5 Manfaat Penelitian	29
1.6 Ruang Lingkup dan Keterbatasan Penelitian	29
1.7 Kebaruan Penelitian (<i>Novelty</i>)	30
II TINJAUAN PUSTAKA	32
2.1 Keuangan Perusahaan (<i>Grand Theory</i>)	32
2.2 <i>Moderating Factor (Middle Theory)</i>	34
2.3 Kinerja Laba Perusahaan (<i>Substantive Theory</i>)	36
2.4 <i>Merger</i> dan Akusisi	38
2.5 Kinerja Perusahaan	43
2.6 Penelitian Terdahulu	44
2.7 Kerangka Penelitian	52
2.8 Hipotesis Penelitian	57
III METODE PENELITIAN	59
3.1 Desain Penelitian	59
3.2 Waktu dan Tempat Penelitian	59
3.3 Data dan Sampel	59
3.4 Teknik Pengumpulan Data	60
3.5 Metode Analisis Data	60
3.6 Model Penelitian	67
3.7 <i>Magnitude (Effect) Size</i>	68
IV HASIL DAN ANALISIS	71
4.1 Sejarah dan Tujuan Kebijakan Holdingisasi BUMN	71
4.2 Relevansi Kinerja dan Tujuan Kebijakan Holdingisasi BUMN	77
4.3 Determinan Kinerja BUMN Pasca Kebijakan Holdingisasi	80
V KESIMPULAN DAN SARAN	105
5.1 Kesimpulan	105
5.2 Saran	107
5.3 Limitasi Penelitian	108
DAFTAR PUSTAKA	110
LAMPIRAN	122
RIWAYAT HIDUP	129



DAFTAR TABEL

1	Indikator kinerja perusahaan	37
2	Penelitian terdahulu	48
3	Definisi operasional variabel	67
4	Progress kebijakan Holdingisasi BUMN	75
5	Statistik deskriptif	80
6	Matriks korelasi	81
7	Uji beda sebelum dan setelah merger dan akuisisi	82
8	Uji spesifikasi model	83
9	Uji asumsi klasik	84
10	Output seluruh perusahaan	85
11	Output perusahaan BUMN	87
12	Output perusahaan swasta	89
13	Besaran dampak (<i>Magnitude Size</i>) seluruh perusahaan	91
14	Besaran dampak (<i>Magnitude Size</i>) sampel perusahaan BUMN	92
15	Besaran dampak (<i>Magnitude Size</i>) sampel perusahaan swasta	93

DAFTAR GAMBAR

1	Trend kinerja pendapatan dan profitabilitas Pupuk Indonesia	8
2	Trend kinerja current ratio dan return on asset (ROA) Pupuk Indonesia	9
3	Trend kinerja current ratio dan return on equity (ROE) pupuk Indonesia 2010 – 2023	9
4	Return on asset (ROA) dan pendapatan (revenue) BUMN 2008 – 2023	12
5	Return on equity (ROE) dan pendapatan (revenue) BUMN 2008 – 2023	12
6	Price to earnings ratio (P/E Ratio) dan pendapatan (revenue) BUMN 2008 – 2023	13
7	Return on asset (ROA) dan current ratio (CR) BUMN 2008 – 2023	16
8	Return on equity (ROE) dan current ratio (CR) BUMN 2008 – 2023	16
9	Price to earnings ratio (P/E Ratio) dan current ratio (CR) BUMN 2008 – 2023	17
10	Return on asset (ROA) dan debt to equity ratio (DER) BUMN 2008 – 2023	19
11	Return on equity (ROE) dan debt to equity ratio (DER) BUMN 2008 – 2023	19
12	Price to earnings ratio (P/E Ratio) dan debt to equity ratio (DER) BUMN 2008 – 2023	20
13	Return on asset (ROA) dan nilai tukar (exchange rate) BUMN 2008 – 2023	22
14	Return on equity (ROE) dan nilai tukar (exchange rate) BUMN 2008 – 2023	23
15	Price to earnings ratio (P/E Ratio) dan nilai tukar (exchange rate) BUMN 2008 – 2023	23
16	Return on asset (ROA) dan harga minyak (Oil Price) BUMN 2008 – 2023	26
17	Return on equity (ROE) dan harga minyak (Oil Price) BUMN 2008 – 2023	26
18	Price to earnings ratio (P/E ratio) dan harga minyak (oil price) BUMN 2008 – 2023	27

DAFTAR GAMBAR (LANJUTAN)

19 Teori pertumbuhan perusahaan	32
20 Model konseptual	34
21 Kerangka konseptual penelitian	54
22 Kerangka penelitian	58
23 Dividen BUMN 2010 – 2023	73
24 Kontribusi dividen BUMN terhadap penerimaan negara 2010 – 2023	74
25 Revenue dan operating expenses BUMN 2010 – 2023	78
26 Dividen (Rp. Triliun) dan kinerja profitabilitas (ROA & ROE) BUMN 2010 – 2023	79
27 Trend pendapatan (Revenue), return on asset (ROA), dan return on Equity (ROE)	99
28 Trend current ratio (CR), return on asset (ROA), dan return on equity (ROE)	100
29 Trend debt to equity ratio (DER), return on asset (ROA), dan return on equity (ROE)	101
30 Trend pendapatan (revenue BUMN), nilai tukar (exchange rate), dan harga minyak mentah dunia (Oil Price) 2010 - 2023	102

DAFTAR LAMPIRAN

1 Sampel penelitian	123
---------------------	-----