

Pengaruh Keputusan Investasi, Struktur Modal, Kebijakan Dividen Dan Likuiditas Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Bumh Non Keuangan

¹Musafir Kristal, ²Aderina Harahap, ³Rahmi Eliyana

^{1,2)} IIB Darmajaya, ³Universitas Satu Nusa

Email: aderinaharahap@darmajaya.ac.id

Abstract

More than 52% of non-financial State-Owned Enterprises (SOEs) in Indonesia experienced losses reaching IDR 50 trillion annually. This condition indicates weaknesses in financial management, particularly in relation to investment decisions, capital structure, dividend policy, and liquidity, which may threaten national economic stability. This study aimed to analyze the effects of investment decisions, capital structure, dividend policy, and liquidity on the financial performance of non-financial SOEs for the period 2021–2024. This research used a quantitative approach with secondary data obtained from 17 non-financial SOEs listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). The sample was selected through purposive sampling. Data were analyzed using multiple linear regression and classical assumption tests. The results indicated that, partially, investment decisions (CAPEX), capital structure (DER), dividend policy (DPR), and liquidity (CR) did not have significant effects on financial performance as measured by Return on Equity (ROE). Specifically, CAPEX, DER, and DPR showed positive but insignificant relationships, while liquidity (CR) demonstrated a negative and insignificant relationship with ROE. These findings revealed that the examined financial variables did not dominantly influence the financial performance of non-financial SOEs during the observed period. Further, another external factor or operational efficiency might have had a greater effect. To sum up, companies are encouraged to improve their internal management comprehensively.

Keywords : *Investment Decisions, Capital Structure, Dividend Policy, Liquidity, Financial Performance, State-Owned Enterprises*

1. Latar Belakang

Kinerja keuangan merupakan aspek fundamental dalam menilai keberhasilan suatu perusahaan dalam mengelola sumber daya secara efisien dan menghasilkan nilai tambah bagi pemangku kepentingan. (Pang et al., 2020). Kinerja keuangan adalah tolak ukur untuk mengevaluasi dan mengukur kesehatan finansial suatu perusahaan, terutama melalui kemampuannya dalam menghasilkan keuntungan. Laporan keuangan menjadi cerminan bagaimana operasional, keputusan strategis, dan kebijakan manajerial perusahaan berhasil menciptakan profitabilitas, menjaga likuiditas, dan memenuhi kewajiban finansial.

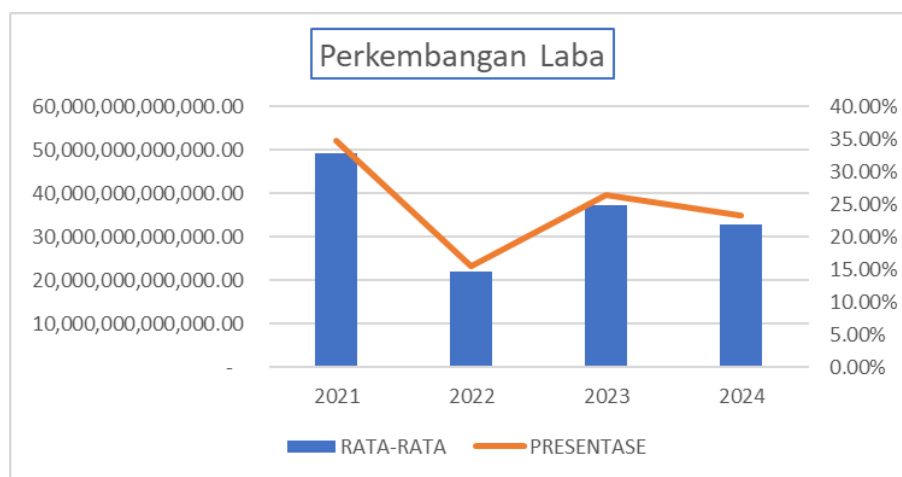
Evaluasi kinerja keuangan tidak hanya krusial bagi internal perusahaan, melainkan juga menjadi referensi penting bagi investor, regulator, dan masyarakat umum untuk menilai prospek serta stabilitas perusahaan (Pang et al, 2020). Urgensi kinerja keuangan semakin tinggi ketika perusahaan mengalami kerugian, karena kondisi tersebut menuntut evaluasi menyeluruh terhadap efektivitas strategi bisnis, efisiensi operasional, dan ketepatan pengambilan keputusan keuangan. Tanpa perbaikan kinerja keuangan yang terukur, perusahaan berisiko kehilangan kepercayaan pasar, mengalami tekanan likuiditas, dan bahkan menghadapi potensi intervensi dari pemilik modal atau pemerintah, terutama dalam konteks perusahaan milik negara.

Perkembangan sektor keuangan, khususnya perusahaan BUMN, memegang peran vital dalam mendukung pertumbuhan ekonomi suatu negara. Sebagai lembaga intermediasi, perusahaan BUMN berfungsi menyalurkan dana dari masyarakat yang surplus ke pihak yang membutuhkan dana untuk kegiatan produktif. Stabilitas serta kinerja perusahaan BUMN berperan sebagai cerminan dari stabilitas sistem keuangan nasional secara keseluruhan.

BUMN berperan sebagai cerminan dari stabilitas sistem keuangan secara keseluruhan. Dalam dekade terakhir, ekonomi global dan domestik dihadapkan pada ketidakpastian tinggi pasca pandemi COVID-19, gejolak harga komoditas, inflasi, dan sanksi geopolitik menjadi tekanan nyata terhadap pertumbuhan ekonomi. Di Indonesia, Bank Indonesia mencatat inflasi dan suku bunga yang fluktuatif sebagai tantangan bagi perusahaan dalam menjaga margin dan likuiditas. Di tengah kondisi tersebut, performa keuangan korporasi termasuk BUMN menjadi indikator penting daya tahan ekonomi nasional. Perusahaan milik negara (BUMN) di Indonesia memiliki peran strategis dalam pembangunan infrastruktur, energi, telekomunikasi, dan sektor keuangan. Mereka menyerap investasi besar, mengelola aset negara, dan bertanggung jawab menyumbang penerimaan negara lewat dividen maupun kontribusi lainnya. Karena itu, kesehatan keuangan BUMN sangat penting tidak hanya bagi entitas itu sendiri tetapi juga bagi stabilitas fiskal dan citra Pemerintah.

Fenomena kerugian yang menimpa BUMN di Indonesia bukan hanya laporan media belaka, tetapi memiliki dampak sistemik. (CNN Indonesia, 2024) Bos Danantara menyebut bahwa sekitar 52% BUMN sedang merugi dengan hilangnya nilai hingga Rp 50 triliun per tahun. Kondisi ini menggambarkan bahwa lebih dari separuh entitas milik negara gagal mencapai efisiensi finansial dalam menghasilkan profit, meskipun memiliki dukungan modal dan regulasi negara. Kerugian massal ini memiliki efek domino menurunnya kontribusi dividen kepada negara, potensi penyertaan modal baru dari APBN, dan menurunnya kepercayaan investor serta publik terhadap kemampuan BUMN sebagai instrumen penggerak ekonomi.

Kerugian berkelanjutan di BUMN bukan sekadar soal angka bisnis ia berdampak pada keuangan negara (melalui penurunan dividen dan potensi penyertaan modal negara), serta kepercayaan publik terhadap manajemen aset negara. Di sisi lain, kerugian BUMN seringkali menjadi perdebatan hukum: UU BUMN menyatakan bahwa kerugian BUMN tidak sama dengan kerugian negara, sehingga direksi tidak secara otomatis bisa dipidana atas kerugian operasional (UU BUMN Pasal 87 ayat 5). Namun dari sisi persepsi publik, kerugian terus-menerus memicu kritik dan tuntutan transparansi.



Gambar 1 Grafik Perkembangan Laba

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan data laba rugi perusahaan dari tahun 2021 hingga 2024 (IDX.CO.ID, n.d.), terlihat bahwa sejumlah perusahaan mengalami tekanan finansial yang signifikan, bahkan kerugian besar yang konsisten. Perusahaan konstruksi seperti Waskita Karya (WSKT) dan WIKA menunjukkan tren kerugian yang terus-menerus, dengan WSKT mencatat kerugian triliunan rupiah setiap tahun, menandakan masalah struktural yang serius seperti pembengkakan utang atau proyek mangkrak. WSBP juga mengalami fluktuasi ekstrem, dari kerugian besar di 2021, sempat untung di 2022 dan 2023, lalu kembali merugi tajam di 2024. Sektor properti seperti PPRO mencatat kerugian lebih dari satu triliun rupiah sejak 2023, menunjukkan tekanan dari pasar yang lesu atau manajemen aset yang tidak efisien. Keputusan investasi menjadi fondasi dalam upaya perusahaan untuk menumbuhkan aset dan menciptakan nilai ekonomi Tingkat efisiensi dalam penggunaan dana memiliki korelasi langsung dengan besaran keuntungan yang diperoleh dari investasi (Syahyunan, 2015:1,) dalam (Gita Anggia,

2019). Keputusan investasi menurut Sutrisno (2012) dalam (Gita Anggia, 2019) mendefinisikan keputusan investasi sebagai tantangan bagi manajer keuangan dalam mengalokasikan dana ke berbagai bentuk investasi yang berpotensi menghasilkan keuntungan di masa depan.

Menurut (Sansoethan & Suryono, 2016), struktur modal diartikan sebagai proporsi pembiayaan jangka panjang suatu entitas, yang bersumber dari kombinasi utang jangka panjang, modal saham biasa, modal saham preferen, serta laba ditahan yang terakumulasi. Konsep ini merepresentasikan komposisi antara kewajiban (utang) dan ekuitas yang dimanfaatkan oleh perusahaan untuk mendanai aktivitas operasionalnya.

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah suatu ketetapan yang mengatur alokasi laba perusahaan, yaitu berapa proporsi yang akan didistribusikan kepada pemegang saham dan berapa yang akan diinvestasikan kembali reinvestasi dalam operasional perusahaan. Kebijakan ini merupakan elemen integral dari keputusan pendanaan internal perusahaan. Menurut Syahyunan (2015), sebagaimana dikutip oleh Gita Anggia (2019), kebijakan dividen merujuk pada penetapan apakah keuntungan yang dihasilkan perusahaan pada akhir periode akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, atau akan ditahan sebagai modal tambahan untuk membiayai investasi di masa mendatang. Rasio Pembayaran Dividen (DPR) sebesar 100% mengindikasikan bahwa seluruh laba dialokasikan untuk pemegang saham. Sebaliknya, DPR 0% menunjukkan bahwa tidak ada laba yang didistribusikan sebagai dividen, biasanya dengan pertimbangan untuk kebutuhan investasi perusahaan. Keputusan perusahaan untuk mendistribusikan laba sebagai dividen akan berdampak pada pengurangan laba ditahan, yang pada gilirannya akan mengurangi ketersediaan sumber dana internal. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk tidak membagikan labanya sebagai dividen, hal ini akan memperkuat sumber dana internal dan meningkatkan kapasitas perusahaan untuk ekspansi (Hermastuti dan Hermanto, 2014, dalam Gita Anggia, 2019).

Rasio likuiditas adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial yang berjangka pendek tepat pada waktunya (Utami dan Pardanawati 2016). Tingkat likuiditas yang memadai memungkinkan suatu entitas bisnis untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendeknya. Dalam konteks studi ini, pengukuran tingkat likuiditas perusahaan dilakukan menggunakan indikator *Current Ratio* (CR). Menurut Hantono (2016), sebagaimana dikutip oleh Diana & Osesoga (2020), *current ratio* merefleksikan kapasitas aset lancar dalam menutupi kewajiban lancar. Rasio yang lebih tinggi antara aset lancar dan kewajiban lancar mengindikasikan kapabilitas perusahaan yang lebih besar dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya. Sebaliknya, *current ratio* yang rendah seringkali diinterpretasikan sebagai indikasi permasalahan likuiditas. Namun, *current ratio* yang terlampaui tinggi juga tidak selalu optimal, karena dapat menandakan adanya dana yang tidak termanfaatkan secara efisien, yang pada gilirannya berpotensi menurunkan profitabilitas perusahaan (Hantono, 2016, dalam Diana & Osesoga, 2020).

Berdasarkan latar tersebut penelitian ini memiliki urgensi akademik dan praktis yang tinggi karena berangkat dari fenomena menurunnya kinerja keuangan sejumlah Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di Indonesia, di mana lebih dari 52 persen BUMN dilaporkan mengalami kerugian dengan nilai hilang mencapai Rp50 triliun per tahun (Danantara, 2024). Kondisi ini mencerminkan adanya permasalahan dalam pengelolaan keuangan, terutama terkait keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, dan likuiditas. Dalam konteks ekonomi pasca-pandemi 2021–2024, BUMN menghadapi tantangan besar dalam menjaga efisiensi, likuiditas, dan profitabilitas, sekaligus memenuhi tuntutan pemerintah sebagai pemegang saham utama. Fakta tersebut menimbulkan kebutuhan akan kajian empiris yang mampu mengukur secara objektif pengaruh keempat faktor tersebut terhadap kinerja keuangan, mengingat pengambilan keputusan yang kurang tepat di bidang investasi, pembiayaan, dan kebijakan dividen dapat berdampak sistemik pada stabilitas ekonomi nasional.

2. Kajian Pustaka

Teori Keagenan

Teori keagenan menjelaskan hubungan antara pihak principal (pemilik perusahaan) dan agent (manajer atau pengelola perusahaan), di mana kedua pihak memiliki kepentingan yang berbeda. Principal menginginkan laba maksimal dan nilai perusahaan yang meningkat, sedangkan agent menginginkan kompensasi atau bonus yang tinggi atas kinerja yang mereka lakukan.

Menurut Fauziah (2017) agen menginginkan alokasi kepentingan berupa kompensasi yang memadai atas kinerja yang telah dilakukan. Di sisi lain, prinsipal menilai kinerja agen berdasarkan kemampuan menghasilkan laba, peningkatan harga saham, dan tingginya dividen. Semakin tinggi laba dan dividen yang diberikan, maka kinerja manajerial dianggap efektif dan perusahaan dinilai layak memperoleh insentif lebih tinggi. Dalam konteks ini, terdapat potensi konflik kepentingan (*agency conflict*) yang dapat menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*) jika tidak dikelola dengan baik.

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan perusahaan menyajikan gambaran mengenai kondisi finansial suatu entitas, yang memungkinkan identifikasi kualitas keadaan keuangan serta refleksi capaian kinerja dalam periode tertentu. Penilaian kinerja finansial menjadi salah satu instrumen bagi manajemen untuk memenuhi tanggung jawabnya kepada para penyandang dana. Kekeliruan dalam pengelolaan kinerja keuangan dapat berakibat pada menurunnya minat investor untuk berinvestasi. (Pang et al., 2020) mendefinisikan kinerja keuangan sebagai indikator untuk mengevaluasi dan mengukur kondisi finansial perusahaan melalui kapabilitasnya dalam menghasilkan keuntungan. Kinerja keuangan juga merupakan bentuk evaluasi yang berlandaskan prinsip manfaat dan efisiensi dalam pemanfaatan anggaran. (W.A et al., 2021) Melalui kinerja keuangan, perusahaan dapat menilai efisiensi dan efektivitas operasionalnya dalam kurun waktu tertentu. Selain itu, kinerja keuangan juga berfungsi sebagai salah satu pertimbangan penting bagi investor atau pihak eksternal dalam menanamkan modalnya di perusahaan.

Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan elemen krusial yang memengaruhi pertumbuhan dan keberlanjutan perusahaan. Keputusan ini meliputi alokasi dana perusahaan untuk aset tetap, riset dan pengembangan, ekspansi bisnis, serta investasi strategis lainnya. Kinerja keuangan perusahaan, yang dinilai dari profitabilitas, efisiensi operasional, dan struktur modal, sangat dipengaruhi oleh kebijakan investasi yang diambil. Menurut Tandennilil (2011), dalam Nisa, 2017, investasi adalah komitmen sejumlah dana atau sumber daya lain yang dilakukan saat ini dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa mendatang.

Struktur Modal

Struktur modal adalah proporsi pembiayaan permanen perusahaan yang bersumber dari kombinasi utang jangka panjang, modal saham biasa, modal saham preferen, serta akumulasi laba ditahan. Struktur modal menjadi isu penting bagi perusahaan karena kualitasnya dapat memengaruhi nilai keuntungan pada waktu tertentu, mengingat rentabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari seluruh modal yang dimilikinya (Putri, 2022 dalam Refiana dan Suharna, 2024). Struktur modal memegang peranan vital bagi bisnis karena memengaruhi kemampuan pemegang saham untuk memaksimalkan laba dan nilai bisnis. Dampak struktur modal terhadap profitabilitas sangat menarik bagi manajer, pemegang saham, dan investor (Detthamrong et al, 2017 dalam Ngoc & Ng, 2021).Efikasi Diri Keuangan.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah suatu kebijakan yang menentukan besaran saldo laba yang akan didistribusikan kepada pemegang saham. Menurut Mulyawan (2015: 253) dalam (Ponco Aji Pamungkas & Suprihatmi, 2024), kebijakan dividen merupakan keputusan alokasi laba yang diperoleh perusahaan, apakah akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk membiayai investasi di masa mendatang. Sementara itu, Husnan dan Pudjiastuti (2012) dalam (Yuliana & Sulistyowati, 2023) menyatakan bahwa kebijakan dividen berkaitan dengan pemanfaatan laba yang menjadi hak para pemegang saham, yang nantinya laba tersebut dapat dibagikan sebagai dividen atau diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan. Kebijakan

dividen juga berfungsi sebagai mekanisme pengendalian terhadap sikap oportunisme manajerial (Erawati dkk., 2022) dalam (Mila et al., 2024). Berdasarkan berbagai definisi tersebut, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan terkait pembagian laba kepada pemegang saham.

3. Metode Penelitian

Jenis pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan kuantitatif yang disajikan dalam bentuk angka. Penelitian kuantitatif menurut (Sugiyono, 2019) adalah suatu metode penelitian yang berdasarkan pada filsafat positivisme, sebagai metode ilmiah atau scientific karena telah memenuhi kaidah ilmiah secara konkrit atau empiris, obyektif, terukur, rasional, serta sistematis. Penelitian yang menggunakan metode asosiatif untuk mengidentifikasi yaitu ialah penelitian yang menunjukkan pengaruh antara dua variabel atau lebih dalam konteks penelitian. Dalam penelitian kuantitatif data dikumpulkan dalam bentuk angka dan kemudian dianalisis secara statistik untuk mencari hubungan yang signifikan antara variabel yang diteliti.

Objek penelitian: Perusahaan BUMN non- keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Alat Analisa data

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode analisis regres linier berganda, yaitu teknik untuk menganalisis apakah ada pengaruh antara variabel independen dengan variabel dependen.

4. Hasil dan Pembahasan

Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan pengujian asumsi klasik yang diterapkan dalam penelitian ini meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas.

1. Uji Normalitas

**Tabel 1 Hasil Uji Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		68
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	1,56421562
Most Extreme Differences	Absolute	0,088
	Positive	0,065
	Negative	-0,088
Test Statistic		0,088
Asymp. Sig. (2-tailed)		,200 ^{c,d}

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

d. This is a lower bound of the true significance.

Sumber :Data Diolah SPSS 26

Berdasarkan hasil uji normalitas, diperoleh nilai rata-rata residual sebesar 0,0000000 dan standar deviasi sebesar 1,56421562. Nilai rata-rata yang mendekati nol mengindikasikan bahwa residual tidak memiliki bias sistematis, sesuai dengan asumsi regresi klasik. Sementara itu, nilai standar deviasi yang lebih besar

daripada rata-rata menggambarkan adanya variasi residual di sekitar garis regresi. Variasi ini masih dapat diterima karena hasil uji Kolmogorov-Smirnov menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,200 > 0,05$, sehingga residual berdistribusi normal. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas, dan residual tersebar secara simetris di sekitar nilai rata-rata nol dengan tingkat penyebaran yang wajar.

Uji Hipotesis

Uji t

Uji hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini dilakukan melalui uji t guna mengevaluasi dampak parsial setiap variabel independen terhadap variabel dependen.

**Tabel 2 Hasil Uji t
Coefficients^a**

Model		Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-3,589	0,736		-4,874	0,000		
	CAPEX	0,113	0,072	0,195	1,559	0,124	0,937	1,067
	DER	0,182	0,218	0,108	0,836	0,406	0,883	1,132
	DPR	0,082	0,179	0,057	0,457	0,649	0,942	1,062
	CR	-0,469	0,326	-0,187	-1,438	0,155	0,863	1,159

a. Dependent

Variable: ROE

Sumber :Data Diolah SPSS 26

Berdasarkan hasil uji t parsial, terungkap bahwa variabel independen CAPEX, DER, DPR, dan CR tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap ROE, mengingat seluruh nilai signifikansi melampaui 0,05. CAPEX menunjukkan koefisien positif (0,113) yang mengindikasikan hubungan searah dengan ROE. Namun, karena tidak signifikan, peningkatan investasi belum dapat dibuktikan secara statistik mampu meningkatkan profitabilitas. DER juga menunjukkan koefisien positif (0,182), tetapi dengan nilai signifikansi 0,406, sehingga struktur modal berbasis utang tidak terbukti memengaruhi ROE secara nyata. DPR memiliki koefisien positif (0,082), namun dengan nilai signifikansi 0,649, yang menandakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas. Sementara itu, CR memiliki koefisien negatif (-0,469) dengan nilai signifikansi 0,155, sehingga likuiditas tinggi justru cenderung menurunkan ROE, meskipun pengaruhnya tidak signifikan secara statistik.

Berdasarkan hasil, ini menunjukkan bahwa secara parsial tidak ada variabel independen yang mampu menjelaskan perubahan ROE secara signifikan. Hal ini menandakan bahwa faktor lain di luar model regresi lebih dominan dalam memengaruhi profitabilitas perusahaan, atau pengaruh variabel independen baru akan terlihat jika diuji secara simultan. Dengan demikian, model regresi yang digunakan memperlihatkan bahwa CAPEX, DER, DPR, dan CR tidak memiliki pengaruh parsial yang kuat terhadap ROE,

Berdasarkan hasil analisis data yang telah disajikan sebelumnya, pengujian hipotesis dipaparkan sebagai berikut:

Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Kinerja Keuangan

Hasil analisis menunjukkan nilai probabilitas uji t sebesar 0,124 (lebih besar dari 0,05), dengan nilai t-statistik 1,554 dan koefisien 0,113. Ini mengindikasikan bahwa keputusan investasi tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap *Return on Equity* (ROE).

Secara teoretis, keputusan investasi adalah elemen fundamental dalam pembentukan nilai perusahaan. Sutrisno (2012) dan Syahyunan (2015) berpendapat bahwa pengeluaran modal semestinya berkontribusi pada peningkatan kapasitas produksi dan profitabilitas jangka panjang. Namun, temuan studi ini menunjukkan bahwa keputusan investasi, yang diproses oleh CAPEX, tidak memiliki pengaruh

signifikan terhadap ROE. Berdasarkan *Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970), tidak semua variabel fundamental perusahaan secara langsung memengaruhi profitabilitas ekuitas, sebab kinerja perusahaan telah merefleksikan seluruh informasi yang tersedia. Lebih lanjut, Brealey, Myers, dan Allen (2019) menyoroti adanya *time lag* dalam investasi, di mana pengeluaran modal memerlukan waktu untuk menghasilkan laba, sehingga dampaknya terhadap ROE tidak selalu tampak pada periode berjalan.

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan

Hasil analisis menemukan bahwa nilai probabilitas uji t adalah 0,406 (lebih besar dari 0,05), dengan t-statistik 0,836 dan koefisien 0,182. Temuan ini menyimpulkan bahwa DER tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap ROE.

Secara teoretis, struktur modal yang diproksikan oleh DER merefleksikan tingkat *leverage* perusahaan. Pemanfaatan utang berpotensi meningkatkan ROE jika biaya utang lebih rendah dibandingkan tingkat pengembalian investasi (Riyanto, 2010; Sansoethan & Suryono, 2016). Namun, berdasarkan *Pecking Order Theory* (Myers & Majluf, 1984), perusahaan cenderung memprioritaskan pendanaan internal dibandingkan utang atau penerbitan ekuitas baru. Hal ini menjelaskan mengapa DER tidak selalu memiliki pengaruh signifikan terhadap ROE, sebab keputusan penggunaan utang sangat bergantung pada preferensi manajemen dan kondisi internal perusahaan. Dengan demikian, meskipun *leverage* dapat meningkatkan ROE, DER yang tinggi justru berpotensi meningkatkan risiko finansial dan menekan stabilitas laba. Temuan studi ini menunjukkan bahwa struktur modal yang diwakili oleh DER tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE. Kondisi ini dapat terjadi karena utang tidak dimanfaatkan secara produktif, atau DER yang tinggi justru meningkatkan risiko finansial, sehingga laba bersih menjadi tidak stabil.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kinerja Keuangan

Hasil analisis menunjukkan nilai probabilitas uji t sebesar 0,649 (lebih besar dari 0,05), dengan nilai t-statistik 0,457 dan koefisien 0,082. Ini berarti DPR tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap ROE. Secara teoretis, kebijakan dividen berpotensi memengaruhi persepsi investor mengenai stabilitas perusahaan (Syahyunan, 2015; Hermastuti & Hermanto, 2014). Namun, berdasarkan *Liquidity-Profitability Trade-off Theory* (Eljelly, 2004), likuiditas yang berlebihan justru dapat menekan profitabilitas karena aset lancar tidak dimanfaatkan secara produktif. Ketika perusahaan menahan kas, piutang, atau persediaan dalam jumlah yang terlalu besar, aset-aset tersebut hanya berfungsi sebagai penjamin likuiditas tanpa memberikan kontribusi substansial terhadap pembentukan laba. Konsekuensinya, efisiensi penggunaan aset menurun dan tingkat pengembalian ekuitas (ROE) tidak mengalami peningkatan yang berarti. Dengan demikian, hasil penelitian yang menunjukkan arah negatif dapat diinterpretasikan sebagai konsekuensi dari *trade-off* antara mempertahankan likuiditas dan mengoptimalkan profitabilitas, di mana penekanan berlebihan pada keamanan jangka pendek justru mengurangi potensi keuntungan jangka panjang. Temuan studi ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen yang diproksikan oleh DPR tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh fakta bahwa DPR lebih merefleksikan kebijakan distribusi laba daripada faktor penentu profitabilitas ekuitas.

Pengaruh Likuiditas Terhadap Kinerja Keuangan

Hasil analisis menunjukkan nilai probabilitas uji t sebesar 0,155 (lebih besar dari 0,05), dengan nilai t-statistik -1,450 dan koefisien -0,469. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa CR tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap ROE.

Secara teoretis, likuiditas yang tinggi, yang diproksikan oleh CR, umumnya dianggap positif karena merefleksikan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek (Utami & Pardanawati, 2016; Hantono, 2016). Berdasarkan *Liquidity-Profitability Trade-off Theory* (Eljelly, 2004), terdapat relasi timbal balik antara likuiditas dan profitabilitas. Likuiditas yang terlalu tinggi memang mengindikasikan kapabilitas perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek, namun pada saat yang sama dapat mengurangi profitabilitas karena aset lancar tidak dimanfaatkan secara produktif. Kelebihan kas, penumpukan piutang, atau persediaan yang tidak segera berputar hanya berfungsi sebagai penjamin likuiditas tanpa memberikan kontribusi nyata terhadap penciptaan laba. Ini menjelaskan arah negatif dari hasil penelitian, di mana CR tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE. Dengan kata lain, penekanan berlebihan pada pemeliharaan likuiditas justru menurunkan efisiensi penggunaan aset dan menekan tingkat pengembalian ekuitas. Temuan ini selaras dengan teori Eljelly (2004), yang menekankan adanya *trade-off* antara keamanan jangka pendek dan pencapaian profitabilitas jangka panjang. Hasil studi ini menunjukkan arah negatif terhadap ROE. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa likuiditas yang terlalu tinggi berarti perusahaan menahan terlalu banyak aset lancar yang tidak produktif, seperti kas, piutang, atau persediaan.

5. Kesimpulan

Mengacu pada analisis data dan pembahasan hasil perhitungan yang telah disajikan sebelumnya, kesimpulan dari studi ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Keputusan Investasi (CAPEX) tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan (ROE). Ini mengindikasikan bahwa besaran pengeluaran modal tidak secara otomatis meningkatkan profitabilitas ekuitas, mengingat investasi memerlukan waktu untuk menghasilkan laba atau justru dapat menambah beban biaya penyusutan dan operasional.
2. Struktur Modal (DER) tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan (ROE). Ini mengindikasikan bahwa proporsi utang yang tinggi terhadap ekuitas tidak serta-merta menjamin peningkatan profitabilitas, bahkan berpotensi meningkatkan risiko finansial jika utang tidak dimanfaatkan secara produktif.
3. Kebijakan Dividen (DPR) tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan (ROE). Ini mengindikasikan bahwa besaran dividen yang didistribusikan tidak selalu merefleksikan profitabilitas perusahaan, sebab kebijakan dividen pada BUMN cenderung lebih dipengaruhi oleh regulasi pemerintah dan kebutuhan fiskal.
4. Likuiditas (CR) tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan (ROE). Ini berarti bahwa tingginya aset lancar tidak selalu meningkatkan profitabilitas, bahkan dapat menurunkan efisiensi jika aset lancar terlalu besar dan tidak produktif.

Saran

Mengacu pada hasil analisis dan kesimpulan studi ini, beberapa rekomendasi yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

1. Bagi Perusahaan
Perusahaan BUMN non-keuangan disarankan untuk lebih memprioritaskan efisiensi operasional, manajemen aset, dan strategi penjualan. Hal ini mengingat variabel keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, dan likuiditas terbukti tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap ROE. Temuan ini mengindikasikan bahwa peningkatan kinerja keuangan lebih banyak ditentukan oleh faktor lain, seperti margin laba, pertumbuhan pendapatan, dan efektivitas pemanfaatan aset. Oleh karena itu, perusahaan perlu memperkuat manajemen internal, mengoptimalkan penggunaan dana investasi agar lebih produktif, serta menghindari akumulasi aset lancar yang tidak menghasilkan laba..
2. Bagi Investor
Investor disarankan untuk tidak hanya menjadikan CAPEX, DER, DPR, dan CR sebagai indikator utama dalam mengevaluasi kinerja keuangan BUMN non-keuangan. Hasil studi ini menunjukkan bahwa variabel-variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE. Oleh karena itu, investor sebaiknya mempertimbangkan rasio profitabilitas lain, efisiensi aset, serta kondisi makroekonomi dalam proses pengambilan keputusan investasi. Dengan demikian, keputusan investasi diharapkan akan lebih tepat sasaran dan selaras dengan ekspektasi pengembalian.
3. Bagi Peneliti di masa mendatang diharapkan dapat:
 - a) Menggunakan sampel perusahaan dari sektor yang berbeda atau memperpanjang periode penelitian guna mencapai generalisasi hasil yang lebih luas dan memungkinkan perbandingan antarindustri.
 - b) Mengintegrasikan variabel lain yang lebih relevan terhadap kinerja keuangan, seperti margin laba bersih, pertumbuhan penjualan, efisiensi aset, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, serta komite audit, sehingga model penelitian menjadi lebih komprehensif.
 - c) Menerapkan rasio profitabilitas selain *Return on Equity* (ROE), misalnya *Return on Assets* (ROA) atau *Return on Investment* (ROI), agar pengukuran kinerja keuangan lebih akurat dan representatif.

Mempertimbangkan faktor eksternal seperti inflasi, suku bunga, dan kebijakan pemerintah yang berpotensi memengaruhi kinerja BUMN non-keuangan, sehingga penelitian menjadi lebih kontekstual dan mendalam.

Daftar Pustaka

- Alina Zeb, Sher Khan, & M. I. (2016). Effect of liquidity and capital structure on financial performance: Evidence from banking sector. *Developing Country Studies*, 6(7), 109–115.
- Badan Pusat Statistik. (2024). *Statistik Lembaga Keuangan (Financial Institution Statistics) 2022/2023* (T. dan P. Direktorat Statistik Keuangan, Ed.). Badan Pusat Statistik.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasar-dasar manajemen keuangan* (T. O. A. Y. Ali, Ed.).
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2014). *Dasar-dasar manajemen keuangan* (Edisi 11).
- Dahlia, C. (2018). Pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan, likuiditas terhadap kinerja keuangan yang dimoderasi inflasi.
- Dekrijanti, I., Bawono, M., Moelyono, I. W., & Yudiana, Y. V. (2023). Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap harga saham pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen Mutiara Madani*, 11(1), 33–42. <https://doi.org/10.59330/ojsmadani.v11i1.148>
- IDX BEI. (n.d.). *Bursa Efek Indonesia*. <https://www.idx.co.id/id>
- Jogiyanto. (2010). *Teori portofolio dan analisis investasi*.
- Luthfiana, L., & Dewi, N. G. (2023). Pengaruh good corporate governance, struktur modal, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan. *Jurnal Bina Akuntansi*, 10(1), 364–377.
- Mahendra, M. A., & Susilowati, E. (2022). Capital expenditure dan leverage terhadap kinerja keuangan. *Journal of Management and Business (JOMB)*, 4(2), 920–929. <https://doi.org/10.31539/jomb.v4i2.4718>
- Mila, E., Sari, F., & Karlina, L. (2024). Pengaruh struktur modal, pertumbuhan penjualan dan kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan. *MANTAP: Journal of Management Accounting, Tax and Production*, 2(2), 1–13.
- Musah, M., & Kong, Y. (2019). The effect of liquidity and capital structure on the financial performance of firms listed on the Ghana Alternative Market (GAX). *Sustainability (Switzerland)*, 11(1), 1–14. <http://dx.doi.org/10.1016/j.regsciurbeco.2008.06.005>
- Ngoc, N. M., & Ng, T. (2021). The impact of capital structure on financial performance of logistic service providers listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange. <https://www.researchgate.net/publication/350740819>
- Nianty, D. A., Mus, A. R., Sinring, B., & Dewi, R. (2023). The effect of investment decisions, capital structure, and dividend policy on the Indonesia Stock Exchange for the 2019–2021 period. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 17(6), 1–18. <https://doi.org/10.24857/rgsa.v17n6-005>
- Pamungkas, P. A., & Suprihatmi, S. (2024). Analisis pengaruh perputaran aset, struktur modal dan kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan pada perusahaan sektor perbankan yang terdaftar di BEI periode 2019–2023. *Digital Bisnis: Jurnal Publikasi Ilmu Manajemen dan E-Commerce*, 3(3), 518–531. <https://doi.org/10.30640/digital.v3i3.3250>
- Rahman, M. A. (2020). Pengaruh struktur modal dan pertumbuhan aset terhadap kinerja keuangan perusahaan yang terdaftar dalam Jakarta Islamic Index (JII). *Jurnal Studi Akuntansi dan Keuangan*, 3(1).
- Refiana, D. S., & Suharna. (2024). Pengaruh pertumbuhan perusahaan, kebijakan dividen, dan struktur modal terhadap kinerja keuangan. *Jurnal Ilmu Ekonomi dan Manajemen*, 20(1), 1–12.*
- Saputra, M. (2023). *Aplikasi statistika*.
- Sugiyono. (2019). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D* (2nd ed., Sutopo, Ed.). CV Alfabeta.
- W. A., E. N., Mukhzarudfa, & Yudi. (2021). Determinant of foreign ownership, managerial ownership, debt policy, and dividend policy on financial performance. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Unja*, 6(1). <https://online-journal.unja.ac.id/jaku>
- Yakin, A., Lestari, S. D. D., & Pratiwi, Y. (2024). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan perbankan terdaftar di IDX tahun 2020–2023. *EKOMA: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi*, 3(6), 1–11.
- Yuliana, L. A., & Sulistyowati, E. (2023). Pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan. *JIAKu: Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Keuangan*, 2(2), 110–125. <https://doi.org/10.24034/jiaku.v2i2.5>

- Diana, L., & Osesoga, M. S. (2020). Pengaruh likuiditas, solvabilitas, manajemen aset, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, 12(1), 20–34. <https://doi.org/10.33508/jako.v12i1.2282>
- Gita Anggia. (2019). *Investasi, Keputusan Dividen, Kebijakan Kinerja, Terhadap Dan, Keuangan Perusahaan, Nilai*. 12(2), 100–108.
- IDX.CO.ID. (n.d.). *IDX*. <https://www.idx.co.id/id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan>
- Ita Fionita, S.E., M. ., Prof.Dr. Mahatma Kufepaksi S.E., M. S., & Dr. Sri Hasnawati, S.E., M. . (2022). *Perilaku Overconfident CEO pada perusahaan di Indonesia*.
- Ponco Aji Pamungkas, & Suprihatni Suprihatmi. (2024). Analisis Pengaruh Perputaran Aset, Struktur Modal dan Kebijakan Deviden terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Sektor Perbankan yang Terdaftar di BEI Periode 2019-2023. *Digital Bisnis: Jurnal Publikasi Ilmu Manajemen Dan E-Commerce*, 3(3), 518–531. <https://doi.org/10.30640/digital.v3i3.3250>
- Putri, R. A., & Hidayat, M. (2021). Analisis Keputusan Investasi terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Sektor Properti dan Real Estate di BEI. *Urnal Manajemen Dan Akuntansi*, 123–135.
- Redaksi OCBC NISP. (2021). *Capex Adalah: Arti, Cara Hitung dan Bedanya dengan Opex*.
- ridwan, zamzami, yudi. (2021). Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Universitas Jambi. <https://Online-Journal.Unja.Ac.Id/Jaku>, 6(4), 253–266.
- Sahid, I. M., & Henny, D. (2023). Pengaruh Green Intellectual Capital Index, Biaya Corporate Social Responsibility, Ukuran Perusahaan, Struktur Modal Dan Keputusan Investasi Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Akuntansi Trisakti*, 10(2), 273–290.