

Subsidi Pemerintah dan *Rent-seeking* : Efisiensi Investasi Perusahaan BUMN di Indonesia

Lisa Kurnia

email : lisa022001901231@std.trisakti.ac.id

Farah Margaretha Leon

email : Farahmargaretha@trisakti.ac.id

(Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Trisakti)

Abstrak : Subsidi pemerintah merupakan salah satu bentuk kebijakan untuk membantu pertumbuhan dan pembangunan ekonomi. Di negara berkembang, tak terkecuali Indonesia, subsidi sangatlah berpengaruh bagi perusahaan khususnya Badan Usaha Milik Negara (BUMN) untuk meningkatkan tingkat efisiensi investasi. Salah satu cara perusahaan untuk mendapatkan subsidi dengan melakukan praktik memburu rente. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh subsidi pemerintah dan pemburu rente terhadap efisiensi investasi perusahaan BUMN. Variabel independen dalam penelitian ini adalah subsidi pemerintah dan pemburan rente sedangkan untuk variabel dependennya adalah efisiensi investasi. Terdapat empat variabel kontrol dalam penelitian ini, yaitu pengembalian asset (ROA), pengembalian modal (ROE), pertumbuhan, dan ukuran dewan. Studi ini menggunakan data dari 12 perusahaan BUMN dari total 109 BUMN dalam kurun waktu 8 tahun (2013-2020) dengan menggunakan model regresi berganda untuk pengujiannya, Temuan dari penelitian ini menunjukkan bahwa subsidi pemerintah, pemburuan rente, pertumbuhan, dan ukuran dewan tidak berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi. Sedangkan ROA dan ROE menunjukkan hasil pengaruh negatif signifikan terhadap efisiensi investasi. Hasil penelitian ini dapat dijadikan model bagi perusahaan BUMN agar lebih mengoptimalkan penggunaan subsidi pemerintah untuk efisiensi investasi perusahaan. Dalam kebaruan studi ini, pengukuran variabel pemburu rente menggunakan logaritma natural dari pemberian kas kepada pemerintah agar dapat dibedakan dengan penelitian lain.

Kata kunci : BUMN, efisiensi investasi, pemburu rente, ROA, subsidi pemerintah

Abstract : Government subsidy is one of the policy interventions to support economic growth and development. In developing countries, including Indonesia, the subsidy is vital for companies, especially State-Owned Enterprise (SOE), to increase investment efficiency. However, one way for the company to obtain a government subsidy is through the rent-seeking process. Therefore, this study is trying to investigate the significance of government subsidy and the rent-seeking process to investment efficiency. The independent variables in this study are the government subsidy and the rent-seeking process, while the investment efficiency is the dependent variable. This study also uses four control variables, return on asset (ROA), return on equity (ROE), growth, and board size. This research use data from 12 SOEs out of 109 SOEs for eight years (2013-2020) and utilised multivariable regression to analyse that. This study shows that government subsidy, rent-seeking, growth, and board size does not significantly affect investment efficiency. On the other hand, ROA and ROE have a significant negative relationship with investment efficiency. The finding from this study could be used for SOEs to optimise the

government subsidy for investment efficiency. This study also uses the natural logarithm of cash given to the government to measure the rent-seeking variable as a novelty which differentiates from other studies.

Keywords: *government subsidy, investment efficiency, rent-seeking, ROA, SOE*

PENDAHULUAN

Subsidi pemerintah merupakan salah satu kebijakan pemerintah suatu negara berupa dukungan untuk membantu pertumbuhan dan pembangunan ekonomi. Di negara berkembang, investasi juga menjadi salah satu faktor indikasi pertumbuhan ekonomi. Dilansir dari data yang diambil dari www.dkjn.kemenkeu.go.id, Pemerintah Indonesia mengalokasikan dana sebesar Rp 121,73 Triliun dalam rangka dukungan tambahan atau subsidi kepada 12 perusahaan Badan Usaha Milik Negara atau BUMN. Menteri Keuangan Republik Indonesia, Sri Mulyani menyatakan bahwa kriteria perusahaan BUMN yang mendapat subsidi adalah perusahaan yang berpengaruh besar terhadap kepentingan hidup masyarakat di Indonesia, seperti PLN yang mendapatkan subsidi sebesar Rp 38,25 Triliun. Beberapa peneliti mengatakan bahwa subsidi pemerintah berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, contohnya dengan menerima subsidi dapat meningkatkan efisiensi investasi perusahaan, *green efficiency*, inovasi teknologi, dan nilai perusahaan (Shin, Choy, Lee & Park., 2019). Selain itu, pemberian subsidi energi dapat mendorong investasi teknologi pengembangan energi terbarukan yang dapat memperbudah masyarakat dalam mengonsumsi energi terbarukan (Afriyanti, Sasana, & Jalunggono., 2019)

Per tahun 2019, terdapat 7 perusahaan BUMN yang tercatat masih mengalami kerugian walaupun sudah mendapatkan subsidi dari pemerintah. Hal tersebut menandakan bahwa subsidi pemerintah belum tentu memiliki dampak yang baik bagi perusahaan. Pernyataan tersebut juga diperkuat oleh penelitian yang dilakukan Jiahui & Naysary (2021) yang menyatakan pemberian subsidi dari pemerintah akan menurunkan nilai efisiensi investasi pada perusahaan. Perusahaan dikatakan memiliki nilai efisiensi investasi yang baik ketika tingkat efisiensi tidak menyimpang dari tingkat yang diharapkan. Artinya, nilai NPV (*net present value*) perusahaan sudah sesuai dengan target yang diharapkan (Siregar & Amalia, 2020).

Perusahaan melakukan praktik *rent-seeking* untuk memperoleh subsidi dan perlindungan dari pemerintah (Rizki Fitriani, 2021). Praktik *rent-seeking* melibatkan pengusaha, pemerintah, dan pemilik modal. Para pelaku *rent-seeking* ini melakukannya demi memuaskan kebutuhan pribadi baik dari sisi pengusaha, pemerintah, dan pemilik modal. Subsidi yang diberikan oleh pemerintah melalui kegiatan *rent-seeking* tidak memiliki dampak bagi kinerja perusahaan karena pemerintah hanya memberikan berdasarkan imbalan atau balas budi saja, bukan berdasarkan kontribusi sosial perusahaan atau prospek yang menjanjikan.

Dilihat dari fenomena dan latar belakang diatas, maka akan dibuat sebuah kajian yang berjudul "Pengaruh Subsidi Pemerintah dan *Rent-Seeking* terhadap Efisiensi Investasi pada perusahaan BUMN di Indonesia. Studi ini bertujuan untuk menganalisis apakah terdapat pengaruh subsidi pemerintah dan *rent-seeking* terhadap efisiensi investasi perusahaan BUMN di Indonesia. Selain itu penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah terdapat peran mediasi subsidi pemerintah di antara pengaruh *rent-seeking* terhadap efisiensi investasi perusahaan serta apakah terdapat pengaruh pada variabel kontrol yang terdiri dari *return on asset*, *return on equity*, *growth*, dan *board size*, terhadap efisiensi investasi perusahaan. Namun terdapat kebaruan dalam studi ini yaitu pengukuran *rent-seeking* yang

menggunakan logaritma natural dari pembayaran kas kepada pemerintah.

TINJAUAN PUSTAKA

Subsidi Pemerintah

Beberapa penelitian sebelumnya telah meneliti faktor-faktor yang memiliki pengaruh terhadap investasi, seperti variabel makroekonomi antara lain suku bunga kredit, tingkat inflasi, produk domestik bruto (PDB), dan APBN atau subsidi. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Jiahui & Naysary (2021) dimana sampel yang digunakan adalah 869 perusahaan yang terdaftar pada A-Share di China. Data penelitian diperoleh dari Database China Stock Market and Accounting Research (CSMAR) selama 9 tahun (2012-2020). Dalam penelitian tersebut menyatakan bahwa subsidi pemerintah terhadap efisiensi investasi memiliki pengaruh negatif yang signifikan. Artinya, bahwa semakin besar subsidi yang diberikan pemerintah maka akan membuat turun nilai efisiensi investasi perusahaan. Pernyataan ini juga sejalan dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa perusahaan yang mendapat intervensi dari pemerintah memiliki kinerja perusahaan yang lebih buruk dibandingkan dengan perusahaan yang tidak dipengaruhi intervensi dari pemerintah (B,Chai,Yang,Zhen, Ziang, Wu, & Xu, 2018). Hao & Lu (2018) juga menyimpulkan bahwa perusahaan yang diintervensi oleh pemerintah dapat melakukan pendistorsian terhadap investasi perusahaan, akibatnya hal tersebut dapat menurunkan efisiensi investasi pada perusahaan. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Chang, Wang, Lou, Chen & Wang (2020) yang menyimpulkan bahwa subsidi pemerintah memiliki dampak positif terhadap efisiensi investasi pada perusahaan energi terbarukan.

Rent-seeking

Perusahaan melakukan praktik rent seeking untuk mendapatkan perlindungan dan subsidi dari pemerintah (Rizki Fitriani, 2021). Hasil penelitian oleh Liu et al (2018) menemukan bahwa kegiatan *rent seeking* memiliki dampak positif bagi perusahaan guna mendapatkan subsidi dari pemerintah dan pendanaan dari eksternal perusahaan. Terlepas dari dampak positif dari *rent seeking*, Zhang et al, (2014) mengemukakan bahwa perusahaan yang mendapatkan subsidi pemerintah melalui aktivitas *rent-seeking*, tidak memiliki keuntungan bagi kinerja perusahaan karena pemerintah melakukan investasi pada perusahaan bukan dilihat dari kontribusi perusahaan terhadap lingkungan social atau prospek yang menjanjikan dari perusahaan. Aktivitas *rent-seeking* ini dilakukan karena adanya kedekatan petinggi perusahaan dengan pemerintah.

Efisiensi Investasi

Kegiatan investasi menjadi salah satu faktor indikasi pertumbuhan ekonomi suatu negara. Perusahaan dikatakan efisien dalam melakukan investasi jika nilai net present value (NPV) positif dan tidak memiliki masalah di pasar mengenai biaya keagenan (Siregar & Amalia, 2020). Siregar juga menegaskan bahwa efisiensi investasi akan tercipta jika nilai investasi yang terjadi tidak menyimpang dari tingkat investasi yang diharapkan oleh perusahaan.

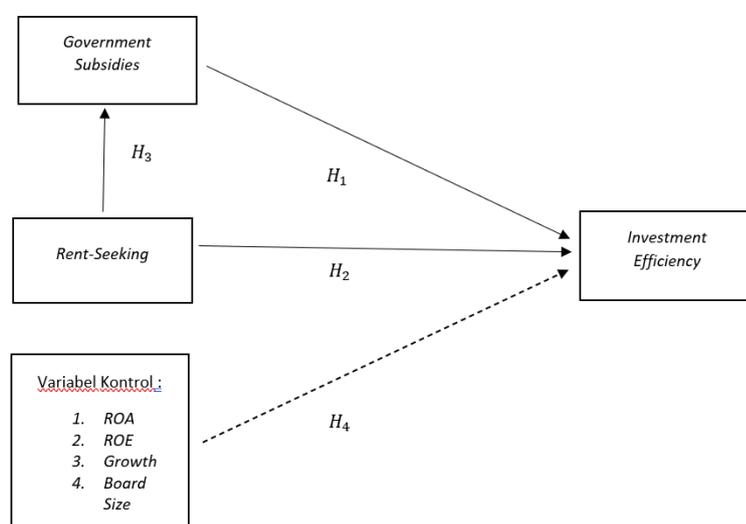
Return on Asset, Return on Equity, Growth, dan Board Size

Efisiensi investasi tidak hanya dipengaruhi oleh subsidi pemerintah dan *rent-seeking*, tetapi juga dipengaruhi oleh salah beberapa variabel kontrol seperti ROA, ROE, *growth*, dan *board size*. Penelitian

yang dilakukan Jiahui & Naysary (2021) mengatakan bahwa ROA dan *growth* yang merupakan indikator pengukuran *rent-seeking* berhubungan negatif signifikan terhadap efisiensi investasi perusahaan. Liu, Lin, Shu, Shun, dan Yuan (2021) pada penelitian sebelumnya mengatakan bahwa semakin besar ROE maka kecenderungan perusahaan berinvestasi akan semakin kecil. Sedangkan untuk variabel *board size* termasuk kedalam tata kelola perusahaan atau *corporate governance*. *Corporate governance* memiliki peran terhadap efisiensi investasi perusahaan (Chen et al., 2017). Hal ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Arifin T (2019) yang menyatakan *corporate governance* berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi pada perusahaan.

Rerangka Konseptual

Para peneliti sebelumnya menemukan bahwa *government subsidies* berpengaruh terhadap *investment efficiency*. Seperti Jiahui & Naysary (2021) dalam penelitiannya menemukan bahwa adanya pengaruh negatif subsidi pemerintah terhadap efisiensi investasi, yang artinya semakin besar subsidi yang diberikan maka akan menurunkan nilai efisiensi investasi perusahaan. Selain itu, Li et al (2018) menemukan bahwa subsidi yang didapatkan melalui kegiatan *rent-seeking* memiliki pengaruh negatif terhadap efisiensi investasi. Penelitian yang dilakukan oleh Li et al (2018) menyebutkan bahwa perusahaan yang melakukan *rent-seeking* guna memperoleh subsidi pemerintah, akan menanggung biaya tidak terduga yang mengakibatkan kehilangan efisiensi pada operasional perusahaan sehingga tidak menambah nilai perusahaan. Nilai sebuah perusahaan sangatlah dipengaruhi oleh keputusan investasi (Ningsih & Indarti, 2012). Berdasarkan penjelasan diatas, rerangka konseptual dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Rerangka Konseptual
Pengaruh Subsidi Pemerintah dan *Rent-seeking* Terhadap Efisiensi Investasi Perusahaan BUMN di Indonesia

Pengembangan Hipotesis

Pemberian subsidi dari pemerintah kepada perusahaan memiliki dampak negative bagi tingkat efisiensi investasi. Hal ini diperkuat dengan hasil temuan Li et al (2018) yang menyimpulkan perusahaan yang mendapat intervensi dari pemerintah dapat melakukan tindakan distorsasi terhadap investasi perusahaan yang mengakibatkan penurunan efisiensi investasi pada perusahaan. Jiahui & Naysary (2021) juga mengatakan semakin besar tingkat subsidi yang diberikan pemerintah, maka akan menurunkan nilai efisiensi investasi pada perusahaan. Berdasarkan penjelasan diatas maka hipotesis pertama dalam penelitian ini dapat disulkan menjadi :

H_1 : Terdapat pengaruh subsidi pemerintah terhadap efisiensi investasi.

Pejabat perusahaan banyak melakukan tindakan *rent-seeking* guna mencari subsidi dan perlindungan dari pemerintah (Rizki Fitriani, 2021).Li et al (2018) dalam penelitiannya mengatakan perusahaan melakukan *rent-seeking* tidak meningkatkan nilai perusahaan yang berdampak pula pada nilai efisiensi investasi perusahaan. Hal ini juga didukung Jiahui & Naysary (2021) dalam penelitiannya menyatakan bahwa *rent-seeking* memiliki pengaruh negatif dengan efisiensi investasi perusahaan. Berlandaskan pada pemaparan diatas maka hipotesis kedua dalam penelitian ini dapat diusulkan sebagai berikut :

H_2 : Terdapat pengaruh *rent-seeking* terhadap efisiensi investasi.

Dalam penelitian Li et al (2018) mengatakan bahwa perusahaan yang melakukan *rent-seeking* guna memperoleh subsidi pemerintah, akan menanggung biaya tidak terduga seperti biaya sumbangan yang terlalu besar, kompensasi manajemen yang berlebihan yang mengakibatkan kehilangan efisiensi pada operasional perusahaan sehingga tidak menambah nilai perusahaan yang juga berdampak pada tingkat efisiensi investasi pada perusahaan tersebut. Hal ini tidak bertentangan dengan aktivitas *rent-seeking* yang memang dapat mempermudah mendapatkan akses subsidi dari pemerintah, namun *rent-seeking* dapat menghabiskan biaya pengeluaran perusahaan semakin membengkak (Cai et al, 2018). Dilihat dari penjabaran diatas, maka hipotesis ketiga yang akan diajukan sebagai berikut:

H_3 : Terdapat pengaruh *rent-seeking* terhadap efisiensi investasi melalui subsidi pemerintah.

Li et al (2018) mengatakan bahwa ROA dan growth yang merupakan indikator pengukuran ukuran rent seeking berhubungan negatif signifikan terhadap efisiensi investasi perusahaan. S. Liu et al., (2021) di dalam penelitiannya mengatakan bahwa ROE berpengaruh negatif terhadap efisiensi investasi perusahaan. Sedangkan untuk variabel board size termasuk kedalam tata kelola perusahaan atau corporate governance. Corporate governance memiliki peran terhadap efisiensi investasi perusahaan (Chen et al., 2017). Untuk variabel growth pada penelitian yang dilakukan oleh Jiahui & Naysary (2021) mengatakan bahwa pertumbuhan penjualan perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan yang berate perusahaan yang memiliki pertumbuhan lebih baik memiliki nilai efisiensi investasi yang cenderung tidak efisien. Berdasarkan penjabaran diatas, maka hipotesis keempat yang akan diajukan sebagai berikut :

H_4 : Terdapat pengaruh variabel kontrol (ROA, ROE, growth, dan board size) terhadap efisiensi investasi perusahaan.

METODE PENELITIAN

Variabel dan Pengukuran Variabel

Variabel dan pengukuran dalam penelitian ini digunakan untuk menganalisis pengaruh beberapa variabel yang meliputi variabel independen, variabel mediasi, dan variabel kontrol terhadap variabel dependen, dimana variabel tersebut diukur dengan cara sebagai berikut :

Tabel 1.
Identifikasi dan Pengukuran Variabel

Jenis Variabel	Nama Variabel	Indikator Pengukuran	Referensi
Dependen	<i>Investment Efficiency (IE)</i>	$IE = \frac{FA + IA + CW + LTI}{Total Asset}$ <p>FA : Fixed Asset IA : Intangible Asset (hak guna,hak paten) CW : Inventory LTI : Long Term Investment</p>	Chen et al., (2017)
Independen	<i>Government subsidies (GS)</i>	$GS = \frac{Subsidies}{Operational income} \times 100\%$	Jiahui & Naysary (2021)
	<i>Rent- seeking (RS)</i>	<p>In(pemberian kas pada pemerintah)</p> <p>Pemberian kas pada pemerintah termasuk dalam <i>administrative expenses</i>.</p>	Li et al., (2018)
Kontrol	<i>Return on assets (ROA),</i>	$ROA = \frac{Net Income}{Total Asset}$	Jiahui & Naysary (2021)
	<i>Return on equity (ROE),</i>	$ROE = \frac{Net Income}{Total Equity}$	Hu et al (2019)
	<i>Growth (GRO),</i>	$GRO = \frac{Sales rev_t - Sales rev_s}{Sales rev_s} \times 100$	Jiahui & Naysary (2021)
	<i>Board Size (BZ),</i>	Jumlah anggota dewan direksi pada perusahaan	Jiahui & Naysary (2021)

Metode Pengambilan Sampel

Metode pengambilan data menggunakan data sekunder dimana ketersediaan data sudah ada pada website resmi perusahaan yang akan dijadikan sampel dan website Pusat Kajian Anggaran Keahlian Sekertariat Jenderal Dewan Perwakilan Rakyat Republik Indonesia (berkas.dpr.go.id). Dalam

penelitian ini sampel yang digunakan adalah 12 perusahaan BUMN di Indonesia dari total populasi 109 perusahaan yang terdaftar. Pengamatan yang dilakukan diambil selama 8 tahun (2013-2020).

Tabel 2. Kriteria Pengambilan Sampel

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar sebagai perusahaan BUMN	109
Perusahaan yang tidak mendapatkan PMN (Penyertaan Modal Negara) sebagai bentuk subsidi	(97)
Jumlah perusahaan yang layak dijadikan sampel	12

Uji Chow Test

Uji Chow Test mempunyai 2 pilihan hasil yang harus ditetapkan, yakni *common effect* atau *fixed effect*. Pada penelitian yang akan dilakukan, uji *chow test* memiliki manfaat dalam menentukan model yang paling tepat. Uji *chow test* didasarkan pada H_0 tidak terdapat heterogenitas individu dan hipotesis alternatif yang ada dalam heterogenitas pada *cross section*.

Hipotesis pada uji *chow test* dapat dijabarkan dengan :

H_0 : model yang tepat adalah *common effect*

H_a : model yang tepat adalah *fixed effect*

Berdasarkan tabel 3, hasil uji *chow test*, keseluruhan model menunjukkan bahwa nilai probabilita *cross section Chi-square* sebesar $0.0000 < 0.05$, jadi keputusan yang diambil adalah H_0 ditolak. Model yang akan dipakai adalah *fixed effect*. Jika model *fixed effect* digunakan akan dilakukan sebuah pengujian selanjutnya yaitu *hausman test* untuk menguji apakah akan menggunakan model *fixed effect* atau *random effect*.

Tabel 3. Hasil Uji Chow Test

Model	Dependen	Chi-square	Prob	Keputusan
1	IE	149.745803	0.0000	Tolak H_0 , Fixed Effect terpilih
2	IE	143.127109	0.0000	Tolak H_0 , Fixed Effect terpilih

Sumber : Data diolah menggunakan E-views

Uji Hausman Test

Uji *hausman test* mempunyai dua pilihan hasil yang wajib ditetapkan, yaitu *random effect* atau *fixed effect*. Uji *hausman test* memiliki manfaat guna menentukan model yang tepat untuk digunakan dalam penelitian ini. Hipotesis dalam uji *hausman test* dapat disebutkan sebagai berikut:

H_0 : model yang tepat adalah *random effect*

H_a : model yang tepat adalah *fixed effect*

Untuk barometer pemilihan keputusan uji *hausman test* yaitu :

- a. Jika probabilitas *cross-section* dari *random* bernilai $< 0,05$, maka H_0 ditolak
- b. Jika probabilitas *cross-section* dari *random* bernilai $> 0,05$, maka H_0 diterima

Berdasarkan tabel 4 hasil uji *hausman test*, pada model 1 memperlihatkan nilai probabilita *cross-section Statistic* sebesar $0.9263 > 0.05$, jadi keputusan yang diambil adalah H_0 diterima sehingga model yang digunakan adalah *random effect* model. Jika model yang dipilih adalah *random effect*, maka selanjutnya akan dilakukan pengujian *lagrange multiplier test* untuk menguji manakah model yang digunakan apakah model *common effect* atau *random effect*.

Berdasarkan tabel hasil uji *hausman test*, hasil dalam model 2 memperlihatkan nilai probabilita *cross-section statistic* $0.0855 > 0.05$, maka keputusan yang diambil yaitu H_0 diterima. Model yang akan digunakan yaitu *random effect* model. Jika model yang dipilih adalah model dari *random effect*, maka diperlukan pengujian selanjutnya dengan menggunakan *lagrange multiplier test* untuk menguji manakah model yang akan digunakan *common effect* atau *random effect*.

Tabel 4. Hasil Uji Hausman Test

Model	Dependen	Chi-square	Prob	Keputusan
1	IE	1.927011	0.9263	Terima H_0 , Random Effect terpilih
2	IE	12.492668	0.0855	Terima H_0 , Random Effect terpilih

Sumber : Data diolah menggunakan E-views

Uji Lagrange Multiplier

Uji *lagrange multiplier* berguna untuk menentukan dua pilihan yaitu *common effect* atau *random effect*. Uji *lagrange multiplier* bermanfaat dalam penentuan model mana yang paling tepat. Hipotesis uji *lagrange multiplier* dapat disebutkan dibawah ini yaitu:

H_0 : model yang tepat adalah *common effect*

H_a : model yang tepat adalah *random effect*

Untuk syarat pengambilan keputusan uji *lagrange multiplier* adalah :

- a. Jika probabilitas *cross-section one-sided* dari *breusch-pagan* bernilai < 0.05 , maka H_0 ditolak
- b. Jika probabilitas *cross-section one-sided* dari *breusch-pagan* bernilai > 0.05 , maka H_0 diterima

Tabel 5 dalam hasil uji *lagrange multiplier test*, keseluruhan model memperlihatkan nilai probabilita *cross-section statistic* $0.0000 < 0.05$, maka H_0 ditolak sehingga model yang digunakan adalah *random effect* model.

Tabel 5 . Hasil Uji Lagrange Multiplier Test

Model	Dependen	Chi-square	Prob	Keputusan
1	IE	134.0953	0.0000	Ditolak H_0 , Random Effect terpilih
2	IE	105.2913	0.0000	Ditolak H_0 , Random Effect terpilih

Sumber : Data diolah menggunakan E-views

Metode Analisis Data

Uji Goodness of Fit (Adjusted R²)

Uji Goodness of Fit adalah alat analisis yang dipakai dalam pengujian untuk mengetahui besaran pengaruh variabel independen dan variabel kontrol dalam menjelaskan variabel dependennya. Pada uji ini nilai *adjusted R²* diuji dalam model regresi berganda. Jika nilai *adjusted R²* mendekati angka 1, maka variabel independen dalam penelitian tersebut dikatakan dapat menjelaskan variabel dependennya. Untuk pengambilan keputusan dalam uji goodness of fit memiliki kriteria sebagai berikut :

- a. Apabila nilai *adjusted R²* mendekati angka 1, maka variabel independen dan variabel kontrol memiliki pengaruh yang semakin tinggi dalam menjelaskan variabel dependen
- b. Apabila nilai *adjusted R²* mendekati angka 0, maka variabel independen dan variabel kontrol memiliki pengaruh yang semakin rendah dalam menjelaskan variabel dependen

Hasil uji *goodness of fit* diperoleh nilai *adjusted r-square* pada model 1 sebesar 0.152354, yang berarti variabel independen *government subsidies, rent-seeking, return on asset, return on equity, growth* dan *board size* mampu menjelaskan variasi dari *Investment efficiency* sebesar 15.2354% dan sisanya sebesar 84.7646% menjelaskan bahwa *Investment efficiency* dapat dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak terdapat dalam model. Sehingga terdapat hubungan lemah antara *government subsidies, rent-seeking, return on asset, return on equity, growth* dan *board size* terhadap *Investment efficiency*.

Selanjutnya dalam hasil uji *goodness of fit* diperoleh nilai *adjusted r-square* pada model 2 sebesar 0.125321. Hal ini berarti variabel independen yaitu *government subsidies, rent-seeking, return on asset, return on equity, growth* dan *board size* mampu menjelaskan variasi dari *Investment efficiency* yang dimoderasi oleh *government subsidies* sehingga model sebesar 12.5321% dan sisanya sebesar 87.4679 % menjelaskan *rent-seeking* yang dimoderasi oleh *government subsidies* dapat dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak terdapat dalam model. Sehingga terdapat hubungan yang lemah antara *government subsidies, rent-seeking, return on asset, return on equity, growth* dan *board size* terhadap *investment efficiency* yang dimoderasi oleh *government subsidies*.

Uji F (Serentak)

Councurrent test atau Uji F diperlukan untuk menguji seberapa besar pengaruh variabel independen (subsidi pemerintah dan *rent-seeking*) dan variabel kontrol (ROA, ROE, *growth*, dan *board size*) terhadap variabel dependent (efisiensi investasi) secara bersamaan. Pada Uji F ini dilakukan pula pengujian untuk mengetahui model regresi yang dapat digunakan.

Hipotesis dalam Uji F dapat dijabarkan sebagai berikut :

H_0 : Variabel independen dan variabel kontrol secara bersamaan tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen

H_a : Variabel independen dan variabel kontrol secara bersamaan memiliki pengaruh terhadap variabel dependen Pengambilan keputusan dalam Uji F memiliki kriteria sebagai berikut :

- a. Apabila nilai probabilitas *F- statistic* < 0,05, maka H_0 ditolak
- b. Apabila nilai probabilitas *F- statistic* > 0,05, maka H_0 diterima

Hasil penelitian memperlihatkan probabilitas F-statistic pada model 1 menunjukkan nilai 0.001860

< 0.05 . Hasil analisis pada penelitian ini menyimpulkan bahwa secara bersamaan variable independen yaitu *government subsidies*, *rent-seeking*, *return on asset*, *return on equity*, *growth* dan *board size* mempunyai pengaruh pada *investment efficiency* sehingga model regresi yang ada dapat dipakai dalam penelitian ini. Hasil penelitian ini juga menunjukkan nilai adjusted r-square pada model 1 sebesar 0.152354. Hal ini berarti variable independen yaitu *government subsidies*, *rent-seeking*, *return on asset*, *return on equity*, *growth* dan *board size* mampu menjelaskan variasi dari *investment efficiency* sebesar 15.2354% dan sisanya sebesar 84.7646% menjelaskan bahwa *investment efficiency* dapat dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak terdapat dalam model. Sehingga terdapat hubungan lemah antara *government subsidies*, *rent-seeking*, *return on asset*, *return on equity*, *growth* dan *board size* terhadap *investment efficiency*.

Hasil penelitian pada model 2 terlihat probabilita F-statistic menghasilkan nilai $0.008091 < 0.05$. Dengan demikian hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variable independen yaitu *government subsidies*, *rent-seeking*, *return on asset*, *return on equity*, *growth* dan *board size* memberikan pengaruh pada kepada *investment efficiency* yang dimoderasi oleh *government subsidies* sehingga model regresi layak digunakan dalam penelitian ini. Penelitian ini juga menunjukkan hasil adjusted r-square pada model 2 sebesar 0.125321. Hal ini berarti variable independen yaitu *government subsidies*, *rent-seeking*, *return on asset*, *return on equity*, *growth* dan *board size* mampu menjelaskan variasi dari *investment efficiency* yang dimoderasi *government subsidies* sehingga model sebesar 12.5321% dan sisanya sebesar 87.4679 % menjelaskan bahwa *rent-seeking* yang dimoderasi *government subsidies* dapat dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak terdapat dalam model. Sehingga terdapat hubungan lemah antara *government subsidies*, *rent-seeking*, *return on asset*, *return on equity*, *growth* dan *board size* terhadap *investment efficiency* yang dimoderasi oleh *government subsidies*.

PEMBAHASAN

Analisis Stastistik Deskriptif

Berdasarkan hasil uji deskriptif statistik pada tabel 6 , dapat diperoleh hasil sebagai berikut:

Investment efficiency (IE) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.534989, median sebesar 0.659511 dan standar deviasi sebesar 0.31678. Adapun nilai maksimum dari IE sebesar 1.494116 yang terdapat pada perusahaan BULOG dan nilai minimum sebesar 0.010431 yang terdapat pada perusahaan PERUMNAS.

Government subsidies (GS) memiliki rata-rata sebesar 384.3963, median sebesar 149.3108 dan standar deviasi sebesar 1033.261. Adapun nilai maksimum dari GS sebesar 6474.613 yang terdapat pada perusahaan Pupuk Indonesia dan nilai minimum sebesar -2024.707 yang terdapat pada perusahaan PERUMNAS.

Rent-seeking (RS) memiliki rata-rata sebesar 15.54385, median sebesar 14.28792 dan standar deviasi sebesar 4.636731. Adapun nilai maksimum dari RS sebesar 25.98278 yang terdapat pada perusahaan PERUMNAS dan nilai minimum sebesar 7.146772179 yang terdapat pada perusahaan Sarana Multi Infrastruktur.

Return on Asset (ROA) memiliki rata-rata sebesar 51.66648, median sebesar 2.398860 dan standar deviasi sebesar 487.8260. Adapun nilai maksimum dari ROA sebesar 4781.314 yang terdapat pada perusahaan Pupuk Indonesia dan nilai minimum sebesar -25.86557 yang terdapat pada perusahaan Angkasa Pura I.

Return on Equity (ROE) memiliki rata-rata sebesar 4.152498, median sebesar 5.559654 dan standar deviasi sebesar 13.09920. Adapun nilai maksimum dari ROE sebesar 30.27529 yang terdapat pada

perusahaan Pupuk Kalimantan Timur dan nilai minimum sebesar -61.37091 yang terletak pada perusahaan PERUMNAS.

Growth (GRO) memiliki rata-rata sebesar 9.526815, median sebesar 8.350393 dan standar deviasi sebesar 32.99112. Adapun nilai maksimum dari GRO sebesar 213.1673 yang terdapat pada perusahaan Sarana Multi Infrastruktur dan nilai minimum sebesar -92.01276 yang terletak pada perusahaan PERUMNAS.

Board size (BS) memiliki rata-rata sebesar 5.114583, median sebesar 5.000000 dan standar deviasi sebesar 1.296715. Adapun nilai maksimum dari BS sebesar 8.000000 yang terletak pada perusahaan PT KAI dan nilai minimum sebesar 2.000000 yang terletak pada perusahaan Pertamina.

Rent seeking yang di mediasi oleh *government subsidies* memiliki rata-rata sebesar 4733.144, median sebesar 2129.574 dan standar deviasi sebesar 15503.3. Adapun nilai maksimum dari RSxGS sebesar 92335.90 yang terletak pada perusahaan Pupuk Indonesia dan nilai minimum sebesar -51816.95 yang terletak pada perusahaan PERUMNAS.

Tabel 6. Uji Statistik Deskriptif

	Mean	Median	Std Deviasi	Maksimum	Minimum
IE	0.534989	0.659511	0.316787	1.494116	0.010431
GS	384.3963	149.3108	1033.261	6474.613	-2024.707
RS (jutaan rupiah)	15.54385	14.28792	4.636731	25.98278	5.474897
ROA	51.66648	2.398860	487.8260	4781.314	-25.86557
ROE	4.152498	5.559654	13.09920	30.27529	-61.37091
GRO	9.526815	8.350393	32.99112	213.1673	-92.01276
BS (orang)	5.114583	5.000000	1.296715	8.000000	2.000000
RS X GS	4733.144	2129.574	15503.31	92335.90	-51816.95

Sumber : Data diolah menggunakan E-views

Uji T (Individu)

Uji *t-test* diperlukan untuk membuktikan variabel independent dan variabel kontrol secara individu mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen yang terdapat dalam penelitian. Kriteria pengambilan keputusan dalam uji t adalah jika signifikansi t bernilai $< 0,05$, maka H_0 ditolak dan jika signifikansi t bernilai $> 0,05$, maka H_0 diterima. Berdasarkan hasil uji individu (uji T) pada tabel 7 dan 8, dapat diperoleh hasil pengujian berikut:

H_1 : Terdapat pengaruh subsidi pemerintah terhadap efisiensi investasi.

Government Subsidies (GS) pada uji model 1 menunjukkan nilai probabilitas sebesar $0.9744 > 0,05$ $0,05$ (alpha 5%) yang artinya menunjukkan pengaruh tidak signifikan. Maka dari itu, penelitian ini

menyimpulkan tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara *government subsidies* terhadap *investment efficiency*. Sama halnya dengan *government subsidies* (GS) yang diuji pada model 2 memperoleh nilai probabilitas sebesar $0.6038 > 0,05$ (alpha 5%) yang juga menunjukkan pengaruh tidak signifikan. Dalam penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak adanya pengaruh signifikan *government subsidies* terhadap *investment efficiency*. Artinya hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Li et al., 2018) dan (Jiahui & Naysary, 2021) yang mengatakan terdapat pengaruh negatif dari subsidi pemerintah terhadap nilai efisiensi investasi perusahaan. Maka dari itu, penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa besarnya subsidi dapat menurunkan nilai efisiensi investasi perusahaan. Penggunaan subsidi yang diberikan pemerintah dianggap kurang menunjukkan hasil yang maksimal dalam meningkatkan tingkat efisiensi investasi perusahaan BUMN.

H₂ : Terdapat pengaruh rent-seeking terhadap efisiensi investasi.

Variabel *Rent - Seeking* (RS) yang telah diuji bernilai $0.5639 > 0,05$ (alpha 5%). Hasil ini menunjukkan adanya pengaruh tidak signifikan. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara *rent - seeking* terhadap *investment efficiency*. Sama halnya dengan pengujian model 2 yang menunjukkan bahwa *rent - seeking* (RS) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.5744 > 0,05$ (alpha 5%) yang menunjukkan pengaruh tidak signifikan. Penelitian ini menyimpulkan tidak adanya pengaruh signifikan antara *rent - seeking* terhadap *investment efficiency*, artinya penelitian ini tidak bisa membuktikan adanya pengaruh negatif *rent-seeking* terhadap efisiensi investasi yang dikemukakan oleh (Li et al., 2018) dan (Jiahui & Naysary, 2021). Hal ini berarti kegiatan *rent-seeking* yang dilakukan oleh perusahaan tidak memiliki dampak bagi nilai efisiensi perusahaan itu sendiri.

H₃ : Terdapat pengaruh rent-seeking terhadap efisiensi investasi melalui subsidi pemerintah

Rent - Seeking yang dimediasi oleh *government subsidies* (RS X GS) menunjukkan nilai probabilitas sebesar $0.5839 > 0,05$ (alpha 5%) yang berarti adanya pengaruh tidak signifikan. Dalam penelitian ini menyimpulkan bahwa *government subsidies* tidak mampu memperkuat pengaruh secara signifikan antara *rent - seeking* terhadap *investment efficiency*. Hal ini berkebalikan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Li et al., 2018), (B et al., 2018) dan (Jiahui & Naysary, 2021) yang mengatakan bahwa kegiatan *rent-seeking* yang dimediasi oleh *government subsidies* memiliki pengaruh negatif terhadap nilai efisiensi investasi. Maka dari itu, hasil penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa adanya kegiatan *rent-seeking* untuk mencari subsidi pemerintah akan membuat nilai efisiensi investasi perusahaan semakin kecil.

H₄ : Terdapat pengaruh variabel kontrol (ROA, ROE, growth, dan board size) terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Hasil uji model 1 pada table 7 menunjukkan bahwa *return on asset* (ROA) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.0244 < 0,05$ (alpha 5%) yang artinya terdapat pengaruh signifikan. Besarnya koefisien sebesar -0.0000251 . Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan *return on asset* terhadap *investment efficiency*. *Return on equity* (ROE) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.0001 < 0,05$ (alpha 5%), ini menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan. Besarnya koefisien -0.00632 pada penelitian ini menyimpulkan adanya pengaruh negatif dan signifikan antara *return on equity* terhadap *investment efficiency*. *Growth* (GRO) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.7235 > 0,05$ (alpha 5%) yang

menunjukkan pengaruh tidak signifikan. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara *growth* terhadap *investment efficiency*. Variabel *Board Size* (BS) dalam penelitian ini bernilai $0.1434 > 0,05$ (alpha 5%). Hal ini menunjukkan terdapat pengaruh yang tidak signifikan. Dalam penelitian yang dilakukan ini megemukakan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan board size terhadap *investment efficiency*.

Hasil uji pada model 2 di tabel 8 menunjukkan bahwa *return on asset* (ROA) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.0313 < 0,05$ (alpha 5%) yang menunjukkan pengaruh signifikan. Besarnya koefisien sebesar 0.0000264 pada penelitian ini menyimpulkan terdapat pengaruh negatif yang signifikan *return on asset* terhadap *investment efficiency*. *Return on Equity* (ROE) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.0011 < 0,05$ (alpha 5%) yang menunjukkan pengaruh signifikan. Besarnya koefisien sebesar -0.005481. Hasil penelitian ini menyimpulkan adanya pengaruh negatif dan signifikan antara *return on equity* terhadap *investment efficiency*. *Growth* (GRO) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.7591 > 0,05$ (alpha 5%) yang berarti terdapat pengaruh namun tidak signifikan. Penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara *growth* terhadap *investment efficiency*. *Board Size* (BZ) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.1481 > 0,05$ (alpha 5%) yang menunjukkan pengaruh tidak signifikan. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara *board Size* terhadap *investment efficiency*.

Kajian ini membuktikan bahwa ROA memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap efisiensi investasi. Hal ini berarti tidak bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh (Li et al., 2018).ROE juga berpengaruh negatif signifikan terhadap efisiensi investasi. Maka dari itu hasil dalam kajian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (S. Liu et al., 2021) yang mengatakan ROE memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai investasi, yang berarti semakin ROE, maka perusahaan akan cenderung kurang berinvestasi. Namun pada variabel *growth* dan *board size* dalam penelitian ini tidak membuktikan pada kedua variabel tersebut berpengaruh positif signifikan yang artinya penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Jiahui & Naysary, 2021) dan (Chen et al., 2017).

Tabel 7. Hasil Uji t Regresi Model 1

Variabel Independen	Variabel Dependen		
	<i>Investment Efficiency</i>		
	Koefisien	Probabilitas	Kesimpulan
Konstanta	0.379931	-	-
GS	-0.00000322	0.9744	Tidak Signifikan
RS	0.005557	0.5639	Tidak Signifikan
ROA	-0.0000251	0.0244	Negtif Signifikan
ROE	-0.006324	0.0001	Negatif Signifikan
GRO	0.000202	0.7235	Tidak Signifikan
BS	0.018465	0.1434	Tidak Signifikan

Sumber : Data diolah menggunakan E-views

Tabel 8. Hasil Uji t Regres Model 2

Variabel Independen	Variabel Dependen		
	<i>Investment Efficiency</i>		
	Koefisien	Probabilitas	Kesimpulan
Konstanta	0.369625	-	-
GS	0.0000462	0.6038	Tidak Signifikan
RS	0.005071	0.5744	Tidak Signifikan
ROA	-0.0000264	0.0313	Negatif Signifikan
ROE	-0.005481	0.0011	Negatif Signifikan
GRO	0.000179	0.7591	Tidak Signifikan
BS	0.020809	0.1481	Tidak Signifikan
RSXGS	-0.00000321	0.5839	Tidak Signifikan

Sumber : Data diolah menggunakan E-views

Model Regresi Penelitian

Perihal hasil persamaan regresi berganda dalam penelitian ini ditunjukkan sebagai berikut:

$$IE_1 = 0.379931 - 0.000000322GS + 0.005557RS - 0.0000251ROA - 0.006324ROE + 0.000202GRO + 0.018465BS$$

$$IE_2 = 0.369625 + 0.0000462GS + 0.005071RS - 0.0000264ROA - 0.005481ROE + 0.000179GRO + 0.020809BS - 0.00000321RSXGS$$

Keterangan :

IE (Y) = *Investment Efficiency*

GS (X1) = *Government subsidies*

RS (X2) = *Rent-seeking*

ROA (X3) = *Return On Asset*

ROE (X4) = *Return On Equity*

GRO (X5) = *Growth*

BS (X6) = *Board Size*

RSXGS (X7) = *Rent-seeking dimediasi oleh government subsidies*

σ = Konstanta

β_1 (GS) = Koefisien *Government subsidies* Model 1

β_2 (RS) = Koefisien *Rent-seeking* pada Model 1

β_3 (ROA)	= Koefisien ROA pada Model 1
β_4 (ROE)	= Koefisien ROE pada Model 1
β_5 (GRO)	= Koefisien <i>Growth</i> pada Model 1
β_6 (BS)	= Koefisien <i>Board size</i> pada Model 1
β_7 (GS)	= Koefisien <i>Government subsidies</i> pada Model 2
β_8 (RS)	= Koefisien <i>Rent-seeking</i> pada Model 2
β_9 (ROA)	= Koefisien ROA pada Model 2
β_{10} (ROE)	= Koefisien ROE pada Model 2
β_{11} (GRO)	= Koefisien <i>Growth</i> pada Model 2
β_{12} (BS)	= Koefisien <i>Board size</i> pada Model 2
β_{13} (RSXGS)	= Koefisien <i>Rent – seeking</i> dimediasi oleh <i>government subsidies</i> pada Model 2
μ	= Error

KESIMPULAN

Setelah penelitian ini dilakukan kesimpulan yang diperoleh adalah variabel independen subsidi pemerintah dan *rent-seeking* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap efisiensi investasi pada perusahaan BUMN. Begitupun variabel *rent-seeking* yang dimediasi oleh subsidi pemerintah juga menunjukkan hasil tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap efisiensi investasi. Variabel kontrol seperti *growth* dan *board size* juga tidak terdapat pengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi. Namun, untuk variabel kontrol lain seperti ROA dan ROE menunjukkan pengaruh negatif signifikan. Maka dari itu, perusahaan diharapkan dapat meningkatkan ROA dan ROE karena investor akan lebih suka dengan perusahaan yang nilai ROA dan ROE tinggi. Dengan begitu mengindikasikan bahwa perusahaan dengan nilai ROA tinggi dianggap lebih baik dalam menghasilkan keuntungan dibandingkan dengan perusahaan yang ROA nya rendah. Begitu pula dengan ROE, semakin tinggi nilai ROE perusahaan tersebut akan dianggap efisien dalam menggunakan modal sendiri untuk menghasilkan laba para pemegang saham. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan perusahaan BUMN lain sebagai sampel yang akan diteliti serta mengganti pengukuran untuk *rent-seeking* dan variabel lain agar menunjukkan faktor yang dapat menunjukkan pengaruh terhadap efisiensi investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Al'Alam, M. P. A., & Firmansyah, A. (2019). The effect of financial reporting quality, debt maturity, political connection, and corporate governance on investment efficiency: Evidence from Indonesia. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 7(6), 39–56.
https://www.researchgate.net/publication/337113410_The_Effect_of_Financial_Reporting_Qualit

y_Debt_Maturity_Political_Connection_and_Corporate_Governance_on_Investment_Efficiency
_Evidence_from_Indonesia

- Afriyanti, Y., Sasana, H., & Jalunggono, G. (2018). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Konsumsi Energi Terbarukan di Indonesia. *Directory Journal of Economic*, 2(3), 865–884.
- B, D. C., Yang, Z., Jiang, W., & Xu, Q. (2018). Proceedings of the Eleventh International Conference on Management Science and Engineering Management. *Proceedings of the Eleventh International Conference on Management Science and Engineering Management*, 1. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-59280-0>
- Chang, K., Wan, Q., Lou, Q., Chen, Y., & Wang, W. (2020). Green fiscal policy and firms' investment efficiency: New insights into firm-level panel data from the renewable energy industry in China. *Renewable Energy*, 151(xxxx), 589–597. <https://doi.org/10.1016/j.renene.2019.11.064>
- Chen, N., Sung, H. C., & Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. *Pacific Accounting Review*, 29(3), 266–282. <https://doi.org/10.1108/PAR-12-2015-0046>
- Dharmayuni, L., & Suryati, L. (2014). Pengaruh Koneksi Politik, Struktur Kepemilikan Dan Lverage Terhadap Kinerja Perusahaan. *Angewandte Chemie International Edition*, 6(11), 951–952., 1(3), 35–54.
- Hu, J., Jiang, H., & Holmes, M. (2019). Government subsidies and corporate investment efficiency: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 41. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.100658>
- Jiahui, X., & Naysary, B. (2021). GOVERNMENT SUBSIDIES, RENT-SEEKING AND CORPORATE INVESTMENT EFFICIENCY: EVIDENCE FROM CHINA. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(4), 380–392. [https://doi.org/10.21511/imfi.18\(4\).2021.31](https://doi.org/10.21511/imfi.18(4).2021.31)
- Li, S., Wu, H., & Jiang, X. (2018). Rent-seeking and firm value: Chinese evidence. *Business and Politics*, 20(2), 239–272. <https://doi.org/10.1017/bap.2017.25>
- Liu, B., Lin, Y., Chan, K. C., & Fung, H. G. (2018). The dark side of rent-seeking: The impact of rent-seeking on earnings management. *Journal of Business Research*, 91(October 2017), 94–107. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.05.037>
- Liu, S., Lin, S., Sun, Z., & Yuan, L. (2021). Earnings management and firms' investment behavior: The threshold effect of ROE. *Emerging Markets Review*, 47(January), 100797. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100797>
- Rizki Fitriani, D. (2021). *Praktek Rent Seeking (Pemburu Rente): Praktek Politik Dan Bisnis Di Kalangan Birokrasi (Rent Seeking Practice: Political And Business Practices In The Bureaucracy)* (Vol. 3). <http://ejournal.unsub.ac.id/index.php/keuangan>
- Shin, K., Choy, M., Lee, C., & Park, G. (2019). Government R & D subsidy and additionality of biotechnology firms: The case of the South Korean Biotechnology Industry. *Sustainability (Switzerland)*, 11(6). <https://doi.org/10.3390/su11061583>
- Siregar, H. O., & Amalia, N. (2020). Manajemen Resiko Dan Efisiensi Investasi Pada Perusahaan Bumh Di Indonesia. *Jurnal MONEX*, 9, 97–108.
- Zhang, M., Gao, S., Guan, X., & Jiang, F. (2014). Controlling Shareholder-Manager Collusion and Tunneling: Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review*, 22(6), 440–459. <https://doi.org/10.1111/corg.12081>