

STRUKTUR MODAL DAN PATRONASE POLITIK DI INDONESIA

Disertasi
Program Doktor Ilmu Ekonomi



Oleh
La Ode Ahmad Safar Tosungku
14931006

**PROGRAM PASCA SARJANA
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
JULI 2021**

STRUKTUR MODAL DAN PATRONASE POLITIK DI INDONESIA

. Disertasi untuk memperoleh derajat Doktor
dalam Ilmu Ekonomi pada Program Pascasarjana Ekonomi
Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta

Oleh
La Ode Ahmad Safar Tosungku
14931006

PROGRAM PASCA SARJANA
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
JULI 2021

BERITA ACARA UJIAN TERBUKA DISERTASI

Pada hari Kamis tanggal 15 Juli 2021 Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia telah mengadakan ujian terbuka disertasi yang disusun oleh :

Nama Mhs: **Ir. La Ode Ahmad Safar T, MT.**

No. Mhs. :14931006

Konsentrasi :Manajemen Keuangan

Dengan Judul:

STRUKTUR MODAL DAN PATRONASE POLITIK DI INDONESIA

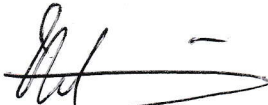
Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim Penguji,
Maka disertasi tersebut dinyatakan **LULUS**

Promotor,



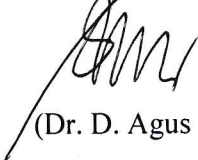
(Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA.)

Co Promotor I,



(Dr. Zaenal Arifin, M.Si.)

Co Promotor II,



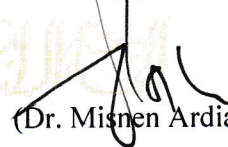
(Dr. D. Agus Hardjito, M.Si.)

Penguji I,



(Prof. Dr. Tri Gunarsih, MM.)

Penguji II,



(Dr. Misnen Ardiansyah, SE., M.Si., Ak., CA.)

Penguji III,



(Abdul Moin, SE., MBA., Ph.D.)

Mengetahui

Ketua Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor



(Drs. Akhsyim Afandi, MA., Ph.D.)

“Dengan ini saya menyatakan, bahwa dalam disertasi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam daftar pustaka. Apabila di kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, maka saya sanggup menerima hukuman/sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku”.



La Ode Ahmad Safar Tosungku

KATA PENGANTAR



Segala puja dan puji bagi Allah SWT atas berbagai limpahan Rahmat dan Karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan karya ilmiah berupa disertasi. Disertasi ini dibuat karena merupakan salah satu persyaratan untuk dapat menyelesaikan pendidikan program Doktor pada Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

Pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang tidak terhingga kepada ayahanda La Ode Bolombo dan Ibunda Hj Wa Ode Ido, Istriku Dr. Linda Oktavianingsih dan Anak-anakku Ahmad Abdullah Baihaqi dan La ode Ahmad Basyir serta kakak dan adik-adiku yang telah memberikan bantuan berupa do'a, dorongan semangat maupun materi yang telah diberikan kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan disertasi ini.

Saya mengucapkan terima kasih yang tulus dan penghargaan yang tidak terhingga kepada Prof.Dr.Hadri Kusuma,M.BA selaku promotor, Dr.Zaenal Arifin selaku Ko-Promotor I dan Dr.Dwi Agus Hardjito Selaku Ko-promotor II dalam membimbing, mengarahkan dan memberikan ilmu pengetahuan yang tidak kenal lelah kepada penulis sehingga disertasi ini dapat diselesaikan.

Kemudian ucapan terima kasih juga dan penghargaan yang tinggi, penulis sampaikan kepada :

1. Dosen Penguji, Prof. Dr.Tri Gunarsih,MM, Abdul Moin,S.E.,MBA.,Ph.D. Dr.Misnen Ardiansyah,S.E.,M.Si, Ak.,CA.,ACPA. sebagai penguji mulai dari seminar proposal, seminar hasil sampai ujian tertutup, penulis mengucapkan terima kasih yang tulus atas segala masukannya yang telah disampaikan kepada penulis demi kesempurnaan disertasi ini.
2. Prof.Fathul Wahid,ST.,M.Sc.,Ph.D selaku Rektor Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan kesempatan dan izin kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan pendidikan program Doktor di Universitas Islam Indonesia

3. Prof.Jaka Sriyana SE.,M.Si.,Ph.D selaku Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan kesempatan dan izin kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan pendidikan program Doktor di Universitas Islam Indonesia.
4. Drs.Akhsyim Afandi, MA.,Ph.D selaku Ketua Program Studi S3 Ilmu Ekonomi Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan kesempatan dan izin kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan pendidikan program Doktor di Universitas Islam Indonesia
5. Prof.Dr.H.Masjaya M.Si selaku Rektor Universitas Mulawaran periode 2014-sekarang yang telah memberikan dukungan dan izin kepada penulis untuk menyelesaikan pendidikan Doktor di Universitas Islam Indoneia.
6. Ir.M.Dahlan Balfas,S.T.,M.T sebagai Dekan fakultas teknik yang telah banyak memberikan banyak motivasi, saran agar penulis dapat menyelesaikan proses pendidikan Doktor.
7. Para Dosen dan Karyawan Program Pasca Sarjana Fakultas ekonomi Universitas Islam Indonesia atas transfer ilmunya semoga menjadi aml jariah.
8. Teman-teman mahasiswa Pasca Sarjana khususnya angkatan XXI atas sharing ilmunya dan dorongan moril sehingga disertasi ini dapat diselesaikn.
9. Kepada semua pihak yang penulis tidak dapat menyebutkan satu per satu yang telah memberikan segala bantuan baik moril dan materil dalam penyelesaian disertasi ini.

Penulis sangat menyadari bahwa disertasi ini masih banyak kekurangan sehingga perlu adanya penyempurnaan, untuk itu penulis mengucapkan maaf atas kekhilafan dan kekurangan dalam penyelesaian disertasi ini.

Yogyakarta, Juni 2021

Penulis

LA ODE AHMAD SAFAR

Abstrak

Penelitian ini bertujuan mengkaji pengaruh patronase politik koalisi, patronase politik Nonkoalisi dan rezim politik terhadap struktur modal perusahaan. Struktur modal diproksikan hutang jangka panjang dibagi Equity dan hutang jangka panjang dibagi total aset. Sampel penelitian yang dikumpulkan adalah perusahaan non keuangan yang telah terdaftar di pasar modal Indonesia selama kurun waktu 2005-2018 dan data berupa laporan keuangan tahunan perusahaan yang diperoleh dari Indonesia Capital Market Directory (ICMD). Model yang digunakan dalam analisis ini adalah model common effect dengan metode Ordinary Least Square. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Patronase politik koalisi pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan dan implikasinya keberadaan direksi atau pemilik saham yang berpatronase politik akan mengurangi hutang perusahaan, Patronase politik nonkoalisi berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan implikasinya keberadaan direksi ataupun pemilik saham yang berpatronase politik akan meningkatkan hutang perusahaan dan Rezim politik tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan implikasinya siapapun rezim yang berkuasa tidak akan mempengaruhi struktur modal perusahaan..

Kata kunci: Struktur modal, patronase politik, Partonase Politik Koalisi, Patronase Politik Non-kaalisi, rezim politik.

Abstract

This study aims to examine the effect of coalition political patronage, non-coalition political patronage and political regimes on the company's capital structure. Capital structure is proxied by long-term debt divided by equity and long-term debt divided by total assets. The research samples collected are from non-financial companies that have been registered in the Indonesian capital market during the period 2005-2018 and data in the form of company annual financial reports obtained from the Indonesian Capital Market Directory (ICMD). The model used in this analysis is the common effect model with the Ordinary Least Square method. The results showed that coalition political patronage have a negative effect on the company's capital structure and the implication is that the existence of directors or shareholders who have political patronage will reduce corporate debt. Non-coalition political patronage have a positive effect on the company's capital structure, the implication is that the existence of directors or shareholders who are politically patronized will increase the company's debt. and the political regime has no effect on the company's capital structure. The implication is that whoever the regime is in power will not affect the company's capital structure.

Keywords: Capital structure, political patronage, coalition political patroage, non-coalition political patronage, political regime.

DAFTAR ISI

	Hal
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PRASYARAT GELAR DOKTOR	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
HALAMAN PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME....	iv
KATA PENGANTAR	v
ABSTRAK	vii
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GAMBAR	xi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	12
1.3 Tujuan Penelitian	13
1.4 Kontribusi Hasil Penelitian	13
1.5 Kebaruan.....	14
BAB II KAJIAN PUSTAKA	15
2.1. Keputusan Struktur Modal.....	15
2.2. Teori Struktur Modal.....	16
2.2.1. Teori Irrelevance	16
2.2.2. Agency Theory	17
2.2.3. Trade Off Theory	18
2.2.4. Pecking Order Theory	19
2.2.5. Asymmetric Information Teory	20
2.2.6. Teori Daur Hidup	20
2.2.7. Teori Patron Politik	22
2.3. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal.....	26
2.3.1. Pengaruh karakteristik Perusahaan Terhadap Struktur Modal...	26
2.3.2. Pengaruh Kinerja Perusahaan Terhadap Struktur Modal.....	30
2.3.3. Pengaruh Kebijakan Makro Terhadap Struktur Modal.....	35
2.3.4. Pengaruh Faktor Eksternal Terhadap Struktur Modal.....	38
2.4. Keterkaitan Patronase Politik terhadap Struktur Modal	39
2.5. Pengembangan Hipotesis	44
2.5.1. Pengaruh patronase Politik Koalisi Pemerintah Terhadap Struktur Modal	44
2.5.2. Pengaruh patronase Politik NonKoalisi Pemerintah Terhadap Struktur Modal	45
2.5.3. Pengaruh Rezim Politik Pemerintah Terhadap Struktur Modal ..	47
2.6. Pengaruh Variabel Kontrol Terhadap struktur Modal Perusahaan...	48
2.6.1. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Strktur Modal...	48
2.6.2. Pengaruh Usia Perusahaan Terhadap Strktur Modal...	50
2.6.3. Pengaruh Profitabilitas Perusahaan Terhadap Strktur Modal	51

2.6.4. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Strktur Modal	52
2.7. Kerangka Berpikir.....	54
BAB III METODE PENELITIAN	57
3.1. Jenis Penelitian	57
3.2. Populasi dan Sampel.....	57
3.3. Data Dan Sumber Data	60
3.4. Defenisi Operasional Variabel Penelitian.....	60
3.3.1. Variabel Dependen	61
3.3.2. Vaiarbel Independen	61
3.3.3. Variabel Kontrol	63
3.4. Pengujian Hipotesis	65
3.4.1. Model Penelitian	65
3.4.2. Teknik Analisis Data	66
3.4.3. Uji Model Penelitian	66
BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN	67
4.1. Gambaran Umum Data Penelitian	67
4.2. Analisa Statistik Deskriptif	71
4.3. Hasil Uji	72
4.3.1. Hasil Uji Asumsi Klasik	72
4.3.2. Koefisien Determinasi	76
4.3.3. Uji Kelayakan Model (Fit).....	77
4.3.4. Uji t	77
4.4. Pembahasan.....	87
4.4.1. Pengaruh patronase Politik Koalisi Pemerintah Terhadap Struktur Modal	87
4.4.2 Pengaruh patronase Politik NonKoalisi Pemerintah Terhadap Struktur Modal	90
4.4.3. Pengaruh Rezim Politik Pemerintah Terhadap Struktur Modal	91
4.4.4. Pengaruh Variabel Kontrol Terhadap Struktur Modal perusahaan...	92
BAB V KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN SARAN	96
5.1. Kesimpulan	96
5.2 Implikasi Penelitian	98
5.2. Saran	100
DAFTAR PUSTAKA	
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

	Hal
Tabel 3.1 Daftar Perusahaan terpilih sebagai Sampel	59
Tabel 4.1. Komposisi Patron Dan Perusahaan Sampel (Dengan Asumsi BUMN adalah Patronase Politik Koalisi)	70
Tabel 4.2. Komposisi Patron Dan Perusahaan Sampel (Dengan Asumsi BUMN adalah NonPatronase)	70
Tabel 4.3. Tabel Statistik Deskriptif	72
Tabel 4.4 Nilai VIF untuk pengujian Multikolonieritas	75
Tabel 4.5 Rangkuman Model Dengan Asumsi BUMN adalah Patron	79
Tabel 4.6. Rangkuman Model Dengan Asumsi BUMN adalah bukan Patron	82
Tabel 4.7. Rangkuman Hasil Uji hipotesis Pengaruh PPolK, PPolNk, Rezim terhadap Struktur Modal dengan Proxy LTD/E Dan LTD/A (dengan Asumsi BUMN berpatron Politik Dan Tidak berpatron Politik	86

DAFTAR GAMBAR

	Hal
Gambar 2.1. Skema Keterkaitan Struktur Modal	43
Gambar 2.2. Kerangka Pemikiran	56



BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Patronase adalah bentuk mengalokasikan sumber daya berupa material dengan tujuan akan menerima imbalan politik melalui hubungan kekuasaan yang dimiliki orang tertentu (Aspinall, 2013). Patronase terjadi akibat adanya koneksi yang tidak seimbang antara klien pada satu sisi dan patron di sisi yang lain. Ketidakseimbangan ini pada prinsipnya berhubungan dengan kepemilikan yang berbeda atas *resources* yang ada pada suatu kelompok masyarakat tersebut (Agustino, 2014). Patronase politik adalah hubungan yang terbentuk antara politisi atau pemimpin politik dengan suatu perusahaan sehingga politisi tersebut menggunakan kekuasaan yang dimiliki guna memberikan bantuan kepada perusahaan terhubung (Lim et al., 2012). Faccio (2006) mendefinisikan patronase politik yaitu bentuk hubungan baik langsung ataupun tidak langsung oleh setiap orang yang menempati jabatan di pemerintahan atau lembaga politik dengan suatu perusahaan.

Patronase politik telah ada di berbagai negara. Para politisi berusaha mempengaruhi perusahaan untuk tujuan politik mereka (Shleifer & Vishny, 1994) Berbagai contoh patronase politik di berbagai negara misalnya perusahaan milik Daim Zainuddin di Malaysia mendapat bantuan pinjaman karena kedekatannya dengan Perdana Menteri Mahatir Muhammad, PM Rusia Boris

Yeltsin menyetujui keringanan pajak pada perusahaan Norisk Nikel (Faccio, 2010; Gomez, 2009)

Patronase politik di Indonesia mempunyai sejarah panjang. Sejak presiden Sukarno yang memberikan perlindungan kepada para pengusaha pribumi atas dominasinya pengusaha Cina (Tionghoa) dan perusahaan Belanda (Widoyoko, 2018). Pada masa pemerintahan Presiden Sukarno salah satu bentuk patronasinya adalah program Benteng. Ciri khas program Benteng ini adanya pejabat atau mantan pejabat ikut dalam dunia bisnis. Para pejabat ini mendapat hak istimewa berupa lisensi atau kontrak impor untuk menjadi modal bagi pengusaha pribumi (Muhaimin, 1991). Pada masa itu pemerintah membuka jalan kepada pengusaha pribumi untuk melakukan impor berbagai kebutuhan barang dalam negeri. Program Benteng ini gagal karena yang terjadi pengusaha pribumi menjual lisensi impor kepada pengusaha Tionghoa. Penjualan lisensi impor kepada pengusaha Tionghoa memunculkan praktek “Ali-Baba”. Ali sebagai simbol pengusaha pribumi sedangkan Baba sebagai simbol pengusaha Tionghoa. Pengusaha pribumi sebagai pemegang lisensi kadang mendapat imbalan berupa jabatan direktur pada perusahaan Tionghoa (Bencheikh, 2018; Muhaimin, 1991; Widoyoko, 2018).

Pada masa Presiden Suharto patronase politik tidak berkurang. Keterkaitan Presiden Suharto dengan berbagai kelompok pengusaha seperti Bob Hasan melalui Nusamba grup, Liem Sioe Liong melalui Salim grup dan Prajogo Pangestu melalui Barito pasifik grup merupakan bukti adanya patronase politik pada masa pemerintahannya (Fisman, 2001). Salah satu contoh bentuk patronase

politik pada masa Presiden Suharto adalah pemberian pinjaman kepada Golden Key Grup sebesar \$430 juta oleh Bank Pembangunan Indonesia tanpa adanya jaminan (Leuz & Oberholzer-Gee, 2006). Pemerintahan Presiden Habibie tahun 1998 sampai Presiden Megawati tahun 2004 memiliki gejolak politik yang tidak stabil.

Pemerintahan Susilo Bambang Yudoyono mulai ada kestabilan politik. Presiden Susilo Bambang Yudoyono membentuk pemerintahan gabungan dari beberapa partai politik dengan menunjuk perwakilan masing-masing partai politik dalam anggota kabinetnya. Pemerintahan gabungan dari berbagai partai politik ini dengan tujuan agar jalannya pemerintahan lebih stabil. Pada masa ini mulai banyaknya pengusaha merambah dunia politik bahkan menjadi ketua umum partai politik seperti Abu Rizal Bakrie pemilik Bakrie Grup menjadi ketua umum partai Golkar lalu digantikan Jusuf Kalla pemilik Kalla grup, Hutomo Mandala Putra (Tomy Suharto) menjadi pengurus mulai dari partai Golkar kemudian pindah ke partai Berkarya merupakan bukti adanya patronase politik (Habib et al., 2017; Situmorang, 2009).

Patronase politik pada pemerintahan Presiden Joko Widodo periode pertama tahun 2014-2019 kembali muncul pada panggung politik Indonesia. Pengusaha sebagai pemilik modal tidak segan untuk bergabung dengan partai politik ataupun membentuk suatu partai politik baru. Sandiaga Uno sebagai pengusaha muda ikut bergabung dengan partai Gerindra yang didirikan Prabowo Subianto. Hary Tanoesudibjo pemilik MNC grup setelah bergabung dengan partai Hanura, dan kemudian keluar dari partai Hanura hingga akhirnya mendirikan

partai baru dengan nama partai Perindo sebagai tempat untuk menyalurkan aspirasi politiknya (Khamim & Sabri, 2019; Pardede, 2020)

Keterkaitan patronase politik dengan perusahaan memberikan keuntungan atau manfaat bagi perusahaan. Berbagai macam manfaat tersebut antara lain besarnya hutang perusahaan bila dibandingkan dengan tidak berpatronase politik Faccio (2010), Fraser et al., (2006), Lim et al.,(2012), penciptaan tenaga kerja yang berhubungan dengan politisi tersebut (Bertrand et al., 2018), lebih rendah dalam penyeteran pajak Adhikari et al., (2006), Sudibyso & Jianfu (2016), mudahnya mendapatkan kredit Bencheikh & Taktak (2017), Dinc (2005), Johnson & Milton (2003) dan kemudahan mendapatkan berbagai macam kontrak proyek dari pemerintah (Goldman et al., 2009; Widoyoko, 2018).

Berbagai macam pengertian terkait struktur modal. Bliss dan Gul (2012b), Rajan & Zingales (1995) memberikan definisi struktur modal yaitu perpaduan atau kombinasi hutang dan total aset. Struktur modal merupakan penggambaran pada komposisi hutang dan ekuitas dari perusahaan dalam jangka panjang (Cornett et al., 2018). Struktur modal adalah perpaduan atau campuran hutang jangka Panjang dan total aset yang digunakan untuk pembiayaan operasional perusahaan (Lim et al., 2012).

Struktur modal adalah suatu hal yang berharga terkait penentuan asal pembiayaan suatu perusahaan. Pihak terkait yang berkompeten dalam bidang keuangan perusahaan dihadapkan pada dilema untuk memutuskan asal pembiayaan suatu perusahaan. Dilema yang dimaksud adalah agar perusahaan dapat memperoleh dana baik yang bersumber dari luar perusahaan berupa hutang

maupun berasal dari modal sendiri harus secara efisien. Efisien artinya akibat keputusan mendapatkan dana, beban perusahaan terkait biaya modal dapat minimal.

Struktur modal juga mempengaruhi nilai perusahaan. Ada beberapa teori yang menjelaskan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Pertama, teori MM yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miler pada tahun 1958. Teori ini memberikan gambaran bahwa tanpa pajak tidak ada perbedaan nilai perusahaan yang berhutang dan perusahaan yang tidak berhutang (Modigliani & Miller, 1958). Kemudian muncul teori Modigliani dan Miller dengan memasukan unsur pajak yang menyatakan bila hutang perusahaan makin besar, maka akibatnya nilai perusahaan akan makin tinggi (Modigliani & Miller, 1963).

Perkembangan selanjutnya muncul teori *trade off* yang merupakan pengembangan dari teori MM dengan memasukkan manfaat pajak disatu sisi dan meningkatnya biaya kebangkrutan dan biaya agensi pada sisi lain. Berdasarkan teori ini, nilai perusahaan akan menjadi maksimum bila struktur modal yang optimum sehingga terjadi keseimbangan antara nilai perusahaan atau manfaat dengan pemakaian hutang dan biaya kebangkrutan.

Jensen & Meckling (1976), memunculkan teori agensi yang menerangkan struktur modal dibuat agar perselisihan kepentingan antara pemilik (prinsipal) pada satu pihak dan agen (manajer) perusahaan di pihak lain dapat berkurang. Kemudian muncul teori *pecking order* Myers (1984), yang menyatakan bahwa dalam membiayai perusahaan urutan pembiayaannya dimulai dengan penggunaan laba ditahan, jika biaya yang dibutuhkan belum mencukupi, maka akan

menggunakan hutang dan selanjutnya menerbitkan saham baru. Teori *Pecking order* ini mengemukakan bahwa apabila perusahaan memperoleh keuntungan maka pada umumnya meminjam dengan jumlah yang sedikit, hal ini disebabkan keperluan *external financing* perusahaan tidak banyak.

Teori *signaling* menjelaskan bahwa manajer perusahaan mempunyai informasi atau isyarat yang baik tentang prospek suatu perusahaan sehingga manajer akan berusaha memberikan isyarat tersebut pada pihak investor luar, sehingga berakibat terjadi peningkatan pada harga saham perusahaan. Akan tetapi karena terjadi *asymmetric information*, manajer tidak dapat hanya sekedar menyampaikan informasi baik tersebut karena boleh jadi ada manajer pada perusahaan lain juga menyampaikan perihal yang sama akibatnya kepercayaan investor menjadi berkurang (Ross, 1977).

Kajian struktur modal dapat dilihat dari perspektif daur hidup perusahaan. Dalam fase pertumbuhan tinggi, kecenderungan perusahaan akan menggunakan campuran hutang pada pembiayaan untuk penambahan semua aset dan modal dalam rangka pembiayaan pertumbuhan perusahaan. Sedangkan pada saat perusahaan dalam fase *mature*, maka pendanaan perusahaan akan lebih banyak mempergunakan hutang sedangkan ketika perusahaan dalam fase atau tahap *decline* maka perusahaan dalam pembiayaannya lebih banyak menggunakan modal sendiri (Frielinghaus et al., 2005).

Cuong & Cahn (2012) menyatakan bahwa hubungan struktur modal dan nilai perusahaan adalah memiliki hubungan non linier. Peningkatan nilai perusahaan berdasarkan kondisi atau keadaan struktur modal perusahaan tersebut.

Dari paparan di atas dapat diambil kesimpulan bahwa belum ada teori atau penelitian empiris yang menyatakan seberapa besar jumlah hutang yang dapat menaikkan nilai perusahaan.

Pola struktur modal ditemukan berbeda-beda di setiap negara. Keadaan ekonomi suatu negara tentunya tidak bisa lepas daripada keadaan ekonomi internasional dan kawasan regional misalnya infrastruktur, kondisi investasi, daya saing dan kapasitas produksi pada suatu negara. Penelitian Owolabi & Inyang (2013) menyatakan bahwa setiap negara ditemukan adanya pola struktur modal yang berbeda-beda. Jenis industri yang diproduksi oleh perusahaan, misalnya industri produk makanan, minuman dan industri mobil serta suku cadangnya mempunyai struktur modal yang berbeda dengan industri bahan dan produk kimia (Pouraghajan et al., 2012).

Hasil-hasil penelitian menunjukkan terdapat berbagai faktor utama yang memberikan pengaruh terhadap struktur modal adalah :

Faktor pertama, karakteristik perusahaan seperti usia, ukuran, pertumbuhan dan tahap hidup perusahaan. Chen dan Strange (2005), dalam penelitiannya menunjukkan bahwa usia perusahaan mempunyai pengaruh positif pada struktur modal disebabkan perusahaan yang telah bertahan lama mendapat kepercayaan dari pihak kreditur, sedangkan penelitian Ahmed et al., (2010), menunjukkan bahwa usia berpengaruh negatif terhadap *leverage* dimana perusahaan yang telah lama berdiri cenderung sedikit menggunakan hutang karena perusahaan tersebut lebih mengandalkan modal sendiri. Selain usia, ukuran juga merupakan faktor mempengaruhi struktur modal perusahaan. Hasil Penelitian (Baharuddin et al.,

2011), untuk ukuran perusahaan berhubungan positif dengan *leverage* karena perusahaan besar sudah dipercaya pihak kreditur sehingga mudah mendapatkan hutang. Hasil penelitian tersebut didukung dengan penelitian (Fraser et al., 2006; Rajan & Zingales, 1995). Penelitian Ahmed et al., (2010), menyatakan perusahaan besar kurang berisiko bila mendapatkan hutang. Penelitian ini sesuai dengan penelitian Akinlo (2011), Sabir & Malik (2012) menyatakan perusahaan besar peluang untuk mengalami kebangkrutan sangat kecil sehingga akan lebih mudah mendapatkan hutang, sehingga berdasar hal tersebut dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif pada struktur modal suatu perusahaan. Kajian struktur modal dapat dilihat dari perspektif daur hidup perusahaan, yang menyatakan bahwa tahap hidup perusahaan dapat mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan (Frielinghaus et al., 2005).

Faktor kedua adalah kinerja perusahaan seperti profitabilitas, likuiditas, *tangibility aset*. Penelitian Ahmad et al., (2013) menyatakan bahwa profitabilitas mempunyai hubungan yang negatif dengan *leverage* karena perusahaan yang mempunyai profit tidak memilih hutang sebagai sumber pembiayaan. Hasil penelitian tersebut didukung dengan penelitian Ahmed et al., (2010), Akinyomi & Olagunju (2013), Baharuddin et al., (2011), Sabir & Malik (2012), menyatakan bahwa ada hubungan negatif dan signifikan antara profitabilitas dengan *leverage* yang artinya semakin menguntungkan suatu perusahaan semakin kecil mencari hutang sebagai pembiayaan perusahaan akan tetapi lebih memilih sumber pendanaan internal melalui keuntungan yang didapatkan dari operasional perusahaan tersebut.

Faktor ketiga adalah kebijakan makro seperti pajak, kebijakan moneter, Produk Domestik Bruto. Pajak ditemukan memiliki pengaruh yang berbeda terhadap *leverage* perusahaan. Berdasarkan *trade-off theory* manfaat akibat adanya hutang yaitu berkurangnya pajak karena adanya pembayaran bunga. Apabila pajak perusahaan naik, perusahaan cenderung menaikkan jumlah hutangnya dan sebaliknya penurunan pajak akan cenderung mengurangi pemakaian hutang oleh perusahaan (Sayeed, 2011).

An (2012), dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pajak berpengaruh positif terhadap *leverage* karena dengan adanya pajak yang dibebankan tinggi maka akan terjadi peningkatan penggunaan hutang sehingga beban bunga akan naik. Sedangkan berdasarkan penelitian (Akinyomi & Olagunju, 2013), menyatakan bahwa pajak berhubungan negatif dan signifikan terhadap *leverage*.

Faktor keempat adalah faktor ekstern, seperti budaya masyarakat dan risiko politik. Penelitian Owolabi & Inyang (2013), yang menyatakan bahwa bila budaya atau kebiasaan masyarakat senang menabung, maka dana pihak ketiga di perbankan tinggi. Dana pihak ketiga yang tinggi akan mendorong perbankan untuk disalurkan dalam bentuk pinjaman yang akhirnya memudahkan perusahaan untuk meminjam dana tersebut, sehingga akan menjadi hutang bagi perusahaan. Risiko politik ikut mempengaruhi pola struktur modal. Risiko politik dalam bentuk adanya campur tangan pemerintah dalam hal pembuatan regulasi yang dapat menghambat kegiatan operasional perusahaan, sehingga dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan (Owolabi & Inyang, 2013). Hasil penelitian Gleason et al., (2000), menyatakan bahwa untuk masing-masing klaster

budaya dengan klaster budaya lainnya mempunyai struktur modal yang berbeda-beda.

Hubungan potensial antara patronase politik dengan struktur modal adalah sesuatu hal yang penting dan perlu dianalisa. Adanya patronase politik boleh jadi dapat menjadi keuntungan bagi perusahaan karena hal ini akan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan pinjaman dalam bentuk hutang ataupun dapat berupa tambahan modal sendiri. Kasus di Malaysia ditemukan bahwa perusahaan dengan adanya patronase politik bisa membawa lebih banyak hutang dibanding dengan perusahaan yang tidak berpatronase politik. Menurut penelitian Fraser et al.,(2006), ada tiga *proxy* yang menjelaskan hubungan patronase politik dengan banyaknya hutang perusahaan yang terjadi di Malaysia yaitu pertama, persentase kepemilikan pemerintah langsung pada suatu perusahaan. Kedua, persentase kepemilikan ekuitas yang dimiliki investor institusional, pada kasus yang terjadi di Malaysia adalah perusahaan Bumiputera. Ketiga adalah *proxy* ikatan informal yang dimiliki perusahaan dengan tiga politisi paling kuat. Perusahaan yang mempunyai koneksi politik punya akses yang lebih mudah untuk mendapatkan hutang (Bencheikh & Taktak, 2017; Johnson & Mitton, 2003). Penelitian Lim et al., (2012) yang mengungkapkan bahwa perusahaan-perusahaan milik negara mempunyai hutang yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan milik swasta.

Penelitian Faccio (2006) menyatakan perusahaan yang ada hubungan patronase politik mempunyai rata-rata hutang yang tinggi dibanding dengan perusahaan yang tidak ada hubungan patronase politik. Penelitian ini mengambil

sampel lintas negara dengan jumlah sampel 47 negara dari berbagai benua di antaranya yaitu Inggris, Jerman, Italia, Amerika, Kanada, Singapura, dan Jepang. Bank-bank Pemerintah pada negara-negara berkembang seperti Argentina, Afrika Selatan, Philipina, Hungaria memberikan pinjaman lebih besar bila dibandingkan dengan bank-bank milik swasta akibat adanya patronase politik (Dinc, 2005).

Faccio (2010) menyatakan hubungan patronase politik dan *leverage* umumnya terjadi pada negara yang tingkat korupsinya tinggi. Patronase politik umumnya terjadi pada negara-negara berkembang, salah satunya adalah Indonesia (Fisman, 2001). Pada tahun 2018 level korupsi di Indonesia menjadi peringkat 89 dari 180 negara. Peringkat ini naik bila dibandingkan dengan tahun 2017 pada nomor 96 dari 180 negara (Transparency, 2019).

Kasus yang terjadi di Indonesia pada Pemerintahan Presiden Suharto adanya keterkaitan patronase politik dengan struktur modal. Bukti nyata berupa adanya pemberian pinjaman yang besar oleh bank pemerintah kepada Prayogo Pangestu pemilik Barito Pasifik (Leuz & Oberholzer-Gee, 2006). Tomy Suharto pemilik perusahaan Timor Putra Nasional menerima pinjaman sebesar Rp. 3,5 triliun bukti adanya patronase politik (Faccio, 2010).

. Pada Pemerintahan Susilo Bambang Yudoyono baik periode pertama maupun periode kedua kabinetnya terdiri dari berbagai partai politik yang membentuk pemerintahan koalisi. Gabungan dari berbagai partai politik ini sebagian pengurusnya adalah para pengusaha atau pejabat pada perusahaan tertentu. Partai yang tidak bergabung dengan pemerintahan dinamakan partai non

koalisi. Kabinet yang terdiri koalisi berbagai partai politik ini juga terjadi pada Pemerintahan Joko Widodo (Romli, 2017).

Indikator ketidakstabilan politik dalam negeri salah satunya adalah pergantian atau perubahan rezim (Alesina et al., 1996). Perusahaan akan mengalihkan sumber pembiayaannya dari dalam negeri ke luar negeri bila gagal dalam komunikasi dengan pemerintahan yang baru. Komunikasi yang gagal dengan pemerintahan baru akan mempengaruhi struktur modal perusahaan (Leuz & Oberholzer-Gee, 2006). Pemerintahan baru tentu berdampak pada perusahaan baik perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) maupun perusahaan swasta.

Berdasarkan fenomena yang dijelaskan di atas, maka penulis menganggap pentingnya untuk untuk meneliti hubungan patronase politik koalisi, patronase politik nonkoalisi, rezim politik, ukuran perusahaan, usia perusahaan, profitabilitas perusahaan, dan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal perusahaan yang telah menjual sahamnya pada Bursa Efek Indonesia.

1.2. Rumusan Masalah:

Adapun rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana pengaruh patronase politik koalisi pemerintah terhadap struktur modal perusahaan ?
2. Bagaimana pengaruh patronase politik nonkoalisi pemerintah terhadap struktur modal perusahaan?
3. Bagaimana pengaruh rezim politik terhadap struktur modal perusahaan?
4. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan, usia perusahaan, profitabilitas perusahaan dan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal ?

1.3. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan yang menjadi pedoman bagi penulis dalam melakukan penelitian ini adalah :

1. Mengkaji dan menganalisis pengaruh patronase politik koalisi terhadap struktur modal perusahaan.
2. Mengkaji dan menganalisis pengaruh patronase politik nonkoalisi pemerintah terhadap struktur modal perusahaan.
3. Mengkaji dan menganalisis pengaruh rezim politik terhadap struktur modal perusahaan.
4. Mengkaji dan menganalisis bagaimana pengaruh ukuran perusahaan, usia perusahaan, profitabilitas perusahaan dan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal.

1.4. Kontribusi Hasil Penelitian

Secara teoritis penelitian ini pengembangan dari penelitian (Bliss & Gul, 2012b; Faccio, 2010; Fraser et al., 2006; Lim et al., 2012), yang menyatakan patronase politik mempengaruhi struktur modal, kemudian pada penelitian ini dibedakan menjadi patronase politik koalisi pemerintah dan non koalisi pemerintah, sehingga diharapkan akan memberikan kontribusi kepada ilmu manajemen keuangan, khususnya bagi ilmu mengenai keputusan struktur modal.

Penelitian ini akan menambah referensi pengetahuan bagaimana pengaruh patronase politik terhadap struktur modal pada perusahaan yang ada di Indonesia sejak adanya reformasi pemerintahan, termasuk pengaruh suatu rezim pemerintah dengan rezim pemerintahan lainnya terhadap struktur modal.

1.5. Kebaruan.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya yang sudah dipaparkan pada latar belakang di atas, maka diperoleh kebaruan dari penelitian ini adalah :

1. Pada penelitian ini mengambil obyek perusahaan yang pemilik atau pimpinan perusahaan mempunyai hubungan dengan partai politik (berpatron politik) baik yang ada di pemerintahan maupun di luar pemerintahan dalam artian koalisi dan tidak koalisi. Koalisi adalah bergabungnya partai politik dalam kabinet pemerintah, sedangkan tidak koalisi (non koalisi) adalah partai politik yang tidak bergabung dengan pemerintahan sedangkan pada penelitian Faccio (2010), Fraser et al (2006), Lim et al., (2012) hanya membahas pengaruh patronase politik terhadap struktur modal.
2. Pada penelitian ini membandingkan struktur modal suatu rezim politik pada suatu masa dengan masa yang lain dalam kurun waktu tertentu dalam arti apakah suatu rezim politik turut mempengaruhi struktur modal. Rezim dalam penelitian ini adalah rezim Pemerintahan Susilo Bambang Yudoyono dan rezim Pemerintahan Joko Widodo, sedangkan penelitian Faccio (2010), Fraser et al (2006), Lim et al., (2012), hanya membahas patronase politik dalam suatu rezim tertentu tanpa membandingkannya dengan rezim yang lain.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Keputusan Struktur Modal

Struktur Modal merupakan kombinasi hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang. Berbagai defenisi tentang struktur modal diantaranya Lim et al., (2012) membuat definisi dari struktur modal adalah bauran (atau proporsi) pembiayaan jangka panjang permanen perusahaan yang diwakili oleh hutang dibagi total aset. Sementara Cornett et al., (2018) mendefinisikan struktur modal adalah kombinasi atau perpaduan hutang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan untuk pembiayaan operasional perusahaan. Dari definisi tersebut dapat dikatakan bahwa struktur modal sebenarnya merupakan pembiayaan perusahaan yang bersifat permanen yang terdiri atas hutang jangka panjang, saham preferen dan ekuitas pemegang saham. Dari pengertian-pengertian yang dipaparkan dapat ditarik kesimpulan tentang struktur modal adalah perbandingan atau perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri atau disebut (*long – term debt to equity ratio atau leverage*).

Penentuan model bauran pendanaan yang baik dalam suatu struktur modal sangatlah berpengaruh bagi perusahaan karena akan menjadi modal penting di masa yang akan datang sehingga perusahaan dalam kondisi baik atau sebaliknya.

Manajemen struktur modal bertujuan untuk membuat sumber dana permanen atau tetap yang akan digunakan oleh perusahaan (Titman et al., 2018). Penentuan bauran sumber dana dengan cara meminimalkan biaya modal sehingga diharapkan memperoleh struktur modal yang optimal bagi perusahaan.

2.2. Teori Struktur Modal.

Kebijakan struktur modal memiliki keterkaitan pada pembiayaan aktivitas perusahaan, dengan hutang, ekuitas atau kombinasi hutang dan ekuitas. Sejak Modigliani dan Miller (1958), suatu kerangka teoritis telah dikembangkan yang akan memberikan kontribusi bagi manajer keuangan suatu perusahaan dalam menentukan keputusan struktur modal (Brounen et al., 2006). Apabila sumber pendanaan suatu perusahaan diperoleh dari hutang maka terhadap hutang yang didapat tersebut akan terjadi pembayaran bunga. Beban dalam bentuk pembayaran bunga dibenarkan dalam peraturan perpajakan, akibatnya pada struktur modal mendorong adanya penggunaan hutang (Modigliani & Miller, 1963). Berdasarkan waktu kemunculannya berbagai macam teori struktur modal berkembang hingga saat ini.

2.2.1. Teori *Irrelevance*

Teori struktur modal modern diperkenalkan pada tahun 1958 oleh Modigliani dan Miller. Mereka menemukan bukti nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Modigliani dan Miller menyatakan bahwa pada keadaan pasar sempurna, nilai perusahaan akibat penggunaan hutang menjadi tidak relevan, akan tetapi karena akibat adanya pajak, maka penggunaan hutang menjadi lebih relevan.

Kondisi tersebut berdasar pada beberapa anggapan yang tidak realistis seperti tidak adanya pajak, pada kasus jual beli transaksi sekuritas, biaya pialang (*broker*) tidak ada, sehingga secara umum dapat disebutkan bahwa nilai suatu perusahaan tidak memiliki keterkaitan dengan sumber keuangan perusahaan tersebut dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Makalah Modigliani Miller tersebut pada akhirnya memperoleh kecaman yang keras, sehingga pada akhirnya mereka pada tahun 1963 menerbitkan makalah lanjutan dengan judul “*corporate incomes taxes and the cost of capital: A Correction*”. Makalah ini memperbaiki kelemahan dari asumsi sebelumnya seperti tidak adanya pajak perseroan. Pengurangan akibat pembayaran bunga sebagai beban dibolehkan dalam regulasi perpajakan. Tindakan yang berbeda ini pada akhirnya akan merangsang pihak perusahaan untuk penggunaan hutang dalam operasional kegiatan perusahaannya (Brigham & Ehrhardt, 2015).

2.2.2. Agency Teory

Jensen dan Meckling (1976) menyampaikan teori agensi yang mengungkapkan bahwa ikatan keagenan merupakan suatu perjanjian atau komitmen antara pemilik di satu pihak atau lebih dengan agen di lain pihak. Pada perjanjian tersebut berlangsung pemberian kekuasaan dari pemilik kepada agen, sehingga dapat mengurangi konflik atau perselisihan yang terjadi akibat adanya segala macam kepentingan dari berbagai pihak.

Konflik atau perselisihan keagenan ini harus diatasi ataupun dikurangi. Akibat dari tindakan mengatasi atau mengurangi segala konflik keagenan ini, maka dengan sendirinya akan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*) yang

akan dibebankan baik oleh pemilik maupun agen. Ada tiga bentuk biaya keagenan ini menurut Jensen dan Meckling (1976) yakni *monitoring cost*, *bonding cost* dan *residual loss*. *Monitoring cost* yaitu biaya yang muncul untuk mengontrol perbuatan agen dan biaya ini ditanggung oleh pemilik (*principal*). *Bonding cost* yakni bentuk biaya yang memberikan jaminan bahwa tindakan agen tidak menghancurkan pemilik dan biaya ini ditanggung oleh agen. Selanjutnya *residual loss* yakni nilai pengorbanan yang terjadi pada *principal* akibat adanya sikap pertentangan antara *principal* dan agen.

2.2.3 Trade Off Theory

Trade off theory menentukan asal pendanaan atas dasar keseimbangan manfaat penggunaan hutang yakni pengurangan pajak dan biaya kebangkrutan akibat penggunaan hutang tersebut. Teori *trade off* bertujuan menjaga keseimbangan modal yang berasal dari luar perusahaan (berupa hutang) dan modal berasal dari dalam perusahaan (Myers, 1984). Peningkatan hutang tetap optimal apabila faedah hutang tersebut tetap lebih besar dibandingkan dengan pengorbanan yang ditimbulkan akibat meningkatnya hutang tersebut.

Perusahaan tidak akan menggunakan hutang terus menerus disebabkan perusahaan akan menanggung beban bunga akan semakin meningkat. Bila terjadi beban bunga yang terus meningkat maka dapat terjadi kebangkrutan perusahaan, yang disebabkan kegagalan dalam proses pembayaran hutang. Pada titik tertentu akan terjadi keseimbangan akibat penggunaan hutang berupa keuntungan pajak dan biaya kebangkrutan akibat penggunaan hutang tersebut (DeAngelo.H & Masulis, 1980).

2.2.4. *Pecking Order Theory*

Teori *Pecking order* dilandasi adanya dugaan *asymmetric information* (Myers & Majluf, 1984). Dua dugaan yang dibuat Myers dan Majluf terkait dengan manajer perusahaan. Pertama, manajer perusahaan mempunyai informasi lebih baik terkait peluang investasi perusahaan bila dibanding dengan investor dari luar. Kedua, Manajer perusahaan beraksi kepada kepentingan *exciting shareholders*.

Myers (1984), mengemukakan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan untuk mendapatkan dana operasional perusahaan, memulai dari hirarki yang paling disukai. Adapun hirarki yang dipilih adalah: pertama, perusahaan menggunakan sumber dana internal yang didapat dari keuntungan operasional perusahaan, kedua apabila dana yang dibutuhkan masih belum cukup maka akan menggunakan hutang, dan ketiga apabila masih memerlukan sumber dana maka perusahaan memilih dengan prioritas sekuritas paling aman mulai dari penerbitan obligasi sampai dengan prioritas terakhir yakni menerbitkan saham baru.

Pembiayaan yang bersumber dari dana internal lebih diprioritaskan disebabkan bila memakai dana internal, perusahaan tidak harus mencari investor baru dari luar perusahaan (Bassey et al., 2014). *Pecking order* teori ini berakibat perusahaan tidak menyatakan bagaimana struktur modal yang optimal akan tetapi perusahaan mengurutkan kebijakan prioritas sumber pendanaan.

2.2.5. *Asymmetric Information Theory*

Asymmetric Information yaitu adalah suatu kondisi saat ketika manajer perusahaan mempunyai informasi yang lebih bagus tentang harapan perusahaan ke depan dibandingkan yang diketahui oleh investor luar (Brigham & Ehrhardt, 2015). Penelitian yang mengungkapkan kaitan antara *asymmetric information* dengan struktur modal membuktikan bahwa akibat informasi tidak simetris mendorong perusahaan yang menguntungkan lebih memilih memakai laba ditahan sebagai pilihan pertama pendanaannya. Akibat pilihan perusahaan tersebut, maka terjadi penurunan rasio hutang (Myers & Majluf, 1984).

2.2.6. Teori Daur hidup.

Telaah teori struktur modal dapat dilihat dari perspektif siklus atau daur hidup perusahaan. Tahapan proses daur hidup pada suatu perusahaan dapat diumpamakan dengan tahapan daur atau siklus hidup dari makhluk hidup karena semua makhluk hidup selalu melewati tahapan mulai dari proses kelahiran, tumbuh atau berkembang, dewasa sampai akhirnya mengalami proses kematian. Dalam teori daur hidup, perusahaan akan berkembang dari suatu tahapan ke tahap selanjutnya. Berbagai macam pembagian tahap siklus hidup perusahaan. Tahapan daur hidup dalam suatu perusahaan tidak ada rujukan tahapan mana yang lebih baik antara satu dengan yang lainnya. Adhizes (1989) mengelompokkan siklus atau tahapan hidup perusahaan menjadi sepuluh tahapan mulai dari pertama, *courtship* (tahap pengenalan), kedua *infancy* (masa bayi), ketiga *Go go* (masa kanak-kanak), keempat *Adolescence* (masa dewasa), kelima *Prime* (masa keemasan/puncak), keenam *Stable* (masa awal penuaan), ketujuh *Aristocracy*

(tahap aristokrasi), kedelapan *Early Bureucracy* (tahap awal birokrasi), kesembilan *Bureaucracy* (akhir birokrasi) dan kesepuluh *Death* (kematian).

Keterkaitan antara tahap hidup dengan struktur modal juga menjadi topik menarik para peneliti, yang membagi tahap hidup perusahaan dengan berbagai macam tahapan. Pembagian tahap hidup lainnya meliputi tahap pendirian, pertumbuhan, dewasa dan penurunan. Dalam memenuhi keperluan dana untuk operasional perusahaan masing-masing tahap tersebut menggunakan sumber pendanaan yang berbeda-beda pula. Pada tahap pendirian, biasanya sumber dana perusahaan banyak berasal dari modal sendiri. Dalam fase pertumbuhan tinggi, perusahaan akan cenderung menggunakan campuran hutang pada pembiayaan untuk penambahan semua aset dan modal dalam rangka pembiayaan pertumbuhan perusahaan. Sedangkan pada saat perusahaan dalam tahap dewasa akan lebih banyak menggunakan hutang untuk pembiayaan perusahaan sedangkan apabila perusahaan dalam tahap penurunan maka pembiayaan perusahaan sedikit menggunakan hutang dan lebih banyak menggunakan modal (Frielinghaus et al., 2005). Penelitian lain seperti Hovakimian et al., (2001) menyatakan bahwa hutang digunakan pada awal-awal perusahaannya berdiri yang digunakan untuk operasional perusahaan, kemudian ketika pada tahap pertumbuhan perusahaan menggunakan ekuitas dan selanjutnya ketika perusahaan pada tahap *mature*, hutang lebih banyak digunakan dibandingkan ekuitas.

2.2.7. Teori Patronase Politik.

Kajian struktur modal selanjutnya dapat ditinjau berdasarkan patronase politik. Patronase adalah suatu pendistribusian sumber daya berupa material dengan maksud tertentu yang akan mendapatkan imbalan politik melalui jaringan kekuasaan *person* yang dimiliki (Aspinall, 2013). Adapun pengertian dari Patronase politik adalah adanya ikatan atau hubungan antara pemimpin politik atau politisi dengan suatu perusahaan sehingga menggunakan kewenangan atau kekuasaan mereka untuk memberikan bantuan kepada perusahaan terkoneksi atau terhubung (Lim et al., 2012). Ikatan antara politisi dan perusahaan tersebut menjadi sarana para politisi mempengaruhi perusahaan agar tercapai tujuan politik mereka (Shleifer & Vishny, 1994).

Patronase politik telah terjadi di berbagai negara di dunia. Faccio (2006) menemukan bukti negara seperti Inggris, Italia, Jerman, Kanada, Singapura dan Jepang telah ada praktek patronase politik. Patronase politik umumnya dapat ditemukan pada negara-negara yang mempunyai tingkat korupsi cukup tinggi (Faccio, 2010). Peneliti lain menemukan bahwa patronase politik juga terjadi di negara yang tingkat korupsinya rendah seperti Amerika Serikat. Pada tahun 2000 pemilihan Presiden diikuti oleh George W Bush dari partai Republik dan Al Gore dari partai Demokrat. Ketika pemenang pemilihan presiden tersebut dimenangkan oleh partai Republik, maka terjadi peningkatan harga saham-saham perusahaan yang direktornya memiliki berhubungan dengan partai Republik dan sebaliknya terjadi penurunan harga saham-saham dari perusahaan yang direktornya berhubungan dengan partai Demokrat (Goldman et al., 2009). Contoh lain yaitu

pemimpin Rusia Boris Yeltsin menyetujui keringanan pajak kepada perusahaan Norilsk Nikel disebabkan adanya patronase politik (Faccio, 2010).

Patronase politik memberikan berbagai dampak bagi perusahaan. Dampak tersebut antara lain: Perusahaan yang berpatronase politik mempunyai hutang yang lebih besar Bliss & Gul (2012b), Faccio (2010) Fraser et al., (2006), Lim et al., (2012), akses berupa kemudahan dalam mendapatkan kontrak proyek dari pemerintah Glodman et al., (2009), Widoyoko (2018), kemudahan memperoleh pinjaman dari bank Bencheikh & Taktak (2017), Dinc (2005), Johnson & Milton (2003), penciptaan tenaga kerja sebagai modal untuk mempertahankan kekuasaan pada saat pesta demokrasi (Bertrand et al., 2018). Selain hal tersebut, Patronase politik perusahaan juga dimanfaatkan untuk kepentingan pajak agresif perusahaan. Richter et al., (2009) menyatakan bahwa patronase politik berpengaruh positif terhadap pajak agresif. Perusahaan yang memiliki patronase politik juga lebih rendah membayar tarif pajak efektif (Adhikari et al., 2006; Sudibyo & Jianfu, 2016).

Patronase politik mempunyai kesempatan terjadinya kegiatan *rent seeking*. Teori *rent seeking* yakni suatu perilaku negatif ketika seseorang untuk memperoleh keuntungan sebesar-besarnya dengan usaha sekecil-kecilnya (Solihah, 2016). Perusahaan yang terlibat pada kegiatan *rent seeking* akan kesulitan mendapatkan hutang, untuk membiayai operasional perusahaan (Chen et al., 2010).

Di Indonesia praktek patronase politik telah terjadi sejak masa Presiden Sukarno. Ketika itu perusahaan Belanda dan pengusaha Tionghoa cukup

mendominasi perekonomian Republik Indonesia. Presiden Sukarno memberikan perlindungan kepada pengusaha pribumi sehingga dapat berkompetisi dengan perusahaan Belanda dan pengusaha Tionghoa (Widoyoko, 2018). Program Benteng adalah bentuk proteksi atau perlindungan yang diberikan kepada pengusaha pribumi. Adanya pejabat atau mantan pejabat yang turut serta dalam dunia bisnis merupakan ciri khas program Benteng. Para pebisnis yang terlibat dalam program ini mendapat hak khusus berupa lisensi atau kontrak impor agar menjadi modal bagi pengusaha pribumi. Salah satu contoh yaitu Kusmuljono dan Kusardjono mendirikan PT Indoplano yang akhirnya mendapat lisensi untuk melakukan impor barang dan mendapatkan kontrak proyek pemerintah. Kusardjono adalah kerabat Mr.Wilopo, yang pada saat itu menjabat sebagai Perdana Menteri (Muhaimin, 1991).

Program Benteng secara umum tidak berhasil disebabkan pengusaha pribumi justru memperdagangkan lisensi yang diberikan pemerintah kepada pengusaha Tionghoa. Proses perdagangan lisensi ini melahirkan istilah “Ali-Baba”. Ali menjadi simbol atau kode berarti pengusaha pribumi sedangkan Baba merupakan simbol atau kode yang ditujukan kepada pengusaha Tionghoa. Jabatan pada perusahaan Tionghoa menjadi imbalan yang diperoleh pengusaha pribumi akibat perdagangan lisensi ini (Brahma, 2018; Muhaimin, 1991; Widoyoko, 2018).

Fisman (2001) menyatakan pada periode kepemimpinan Presiden Suharto patronase politik tidak hilang. Bukti adanya patronase politik ketika Presiden Suharto adalah keterkaitannya dengan beberapa pengusaha seperti Liem Sioe

Liong bersama Salim grup, Bob Hasan bersama Nusamba grup serta Prajogo Pangestu bersama Barito Pasifik grup.

Pemerintahan Presiden Susilo Bambang Yudoyono mulai banyak para pengusaha merambah dunia politik. Pada masa itu Abu Rizal Bakri sebagai pemilik Bakri grup terpilih menjadi ketua umum partai Golkar. Ketua umum partai Golkar Setelah Abu Rizal Bakri digantikan oleh Jusuf Kalla pemilik Bosowa Grup. Agar jalannya pemerintahan stabil, Presiden Susilo Bambang Yudoyono membentuk pemerintahan koalisi yang berasal dari berbagai partai politik (Habib et al., 2017; Situmorang, 2009). Salah satu contoh bentuk patronase politik yang terjadi pada masa kepemimpinan Presiden Susilo Bambang Yudoyono yaitu ketika proyek wisma atlet dibangun di kota Palembang Provinsi Sumatera Selatan dan Hambalang Provinsi Jawa Barat yang ketika itu melibatkan M.Nazaruddin sebagai pengurus pusat partai Demokrat yaitu bendahara dan sekaligus anggota Dewan Perwakilan Rakyat. Peranan Nazaruddin Di Dewan Perwakilan Rakyat sekaligus masuk menjadi anggota badan anggaran sehingga dengan leluasa mengatur proyek tersebut untuk memenangkannya melalui tender-tender yang diikutinya (Widoyoko, 2018).

Pemerintahan Presiden Joko Widodo periode pertama tahun 2014-2019 para pengusaha kembali muncul dikancah perpolitikan Indonesia. Pengusaha yang memiliki modal yang cukup tidak segan membentuk suatu partai politik baru atau minimal masuk menjadi anggota partai politik yang telah ada. Sebagai contoh pemilik MNC grup yaitu Hary Tanoesudibjo mendirikan partai politik baru yaitu partai Perindo setelah sebelumnya masuk menjadi bagian dari Hanura. Sandiaga

Uno sebagai pemilik saham PT Saratoga Investama Sedaya Tbk, masuk menjadi bagian dari partai Gerindra (Khamim & Sabri, 2019; Pardede, 2020).

Patronase politik perusahaan juga dimanfaatkan untuk kepentingan pajak agresif perusahaan. Richter et al., (2009) menyatakan bahwa patronase politik berpengaruh positif terhadap pajak agresif. Perusahaan yang memiliki patronase politik juga lebih rendah membayar tarif pajak efektif (Adhikari et al., 2006; Sudibyو & Jianfu, 2016).

2.3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Pemilihan struktur modal suatu perusahaan tidak didapatkan secara cepat tetapi melalui berbagai kajian yang mendalam. Untuk itu berbagai faktor yang perlu dipertimbangkan dalam mengambil keputusan berkaitan dengan struktur modal. Adapun berbagai pengaruh yang dijadikan pertimbangan dalam pemilihan struktur modal adalah sebagai berikut.

2.3.1. Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Struktur Modal:

Karakteristik perusahaan biasanya merupakan ciri khas atau sifat yang terdapat dalam suatu entitas usaha. Berbagai macam karakteristik perusahaan senantiasa berpengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan (Eriotis et al., 2007). Karakteristik perusahaan tersebut diantaranya meliputi usia perusahaan, ukuran perusahaan, pertumbuhan aset dan tahap daur hidup.

a. Usia Perusahaan

Keterkaitan usia perusahaan terhadap struktur modal menjadi topik penelitian empiris. Usia yang semakin tua bisa menjadi modal perusahaan untuk mendapatkan pinjaman karena kepercayaan investor terhadap perusahaan, tapi di

sisi lain usia yang lama akan menjadi modal bagi investor untuk tidak lagi melakukan pinjaman karena sudah banyaknya modal yang dimiliki perusahaan tersebut seiring dengan bertambahnya usia perusahaan.

Berbagai penelitian keterkaitan usia dan struktur modal (*leverage*), seperti penelitian dari Chen & Strange (2005), Hall et al., (2000), yang menyatakan bahwa usia berpengaruh positif terhadap *leverage* karena perusahaan yang telah mampu bertahan lama akan mendapat kepercayaan dari pihak kreditur, sehingga kreditur percaya untuk memberikan pinjaman terhadap perusahaan tersebut, sedangkan penelitian Ahmed et al., (2010), Sayeed (2011), menyatakan bahwa usia berpengaruh negatif terhadap *leverage* dimana perusahaan yang telah lama berdiri cenderung sedikit menggunakan hutang karena perusahaan tersebut sumber dananya lebih mengandalkan modal sendiri.

b. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menandakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Ukuran suatu perusahaan dapat mempengaruhi keputusan penggunaan dana sebagai sumber pembiayaan perusahaan dalam melakukan kegiatan operasionalnya. Perusahaan besar biasanya memiliki sumber daya dan sistem yang baik, sehingga dapat menghasilkan kinerja yang baik. Sumber pembiayaan atau permodalan yang lebih terdiversifikasi biasanya dimiliki oleh perusahaan besar. Akibat terdiversifikasi tersebut, maka perusahaan besar peluang untuk mengalami kebangkrutan menjadi kecil karena lebih sanggup untuk melunasi hutangnya. Perusahaan besar mempunyai komitmen mampu melunasi mengakibatkan hutang perusahaan lebih besar dibandingkan perusahaan kecil.

Hasil Penelitian Baharuddin et al., (2011), Chen & Strange (2005) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dengan *leverage* karena perusahaan besar sudah dipercaya pihak kreditur sehingga mudah mendapatkan hutang. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan penelitian Ahmed et al., (2010), Akinlo (2011), Biger et al., (2008), Fraser et al., (2006), Khrawish & Khraiwesh (2010), Qayyum (2013), Sabir & Malik (2012), Sayeed (2011) dimana perusahaan besar tentu akan semakin banyak memerlukan modal yang diantaranya dapat dilakukan dengan mendapatkan pinjaman berupa hutang dari pihak luar. Penelitian Shah dan Khan (2007) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dengan *leverage* namun hasilnya tidak signifikan.

Penelitian Ozkan (2001), menyatakan bahwa tidak ada bukti yang cukup untuk mengatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*, demikian juga halnya penelitian Ahmed et al., (2010), Akinyomi & Olagunju (2013), Alipour et al., (2015), Chen (2004), Hijazi & Tariq (2006), menyatakan bahwa ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan *leverage*.

c. Pertumbuhan Aset

Bundala (2012) menggunakan pertumbuhan sebagai *proxy* dukungan untuk membuktikan konsistensi teori *pecking order*. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi diharapkan memiliki tingkat *leverage* yang rendah oleh karena perusahaan cukup mampu membiayai kegiatan perusahaannya, sehingga tidak ada keinginan untuk mencari pendanaan yang berasal dari luar perusahaan.

Pertumbuhan aktiva atau aset yang diiringi meningkatnya hasil usaha perusahaan akan makin meningkatkan kepercayaan kreditur pada perusahaan. Apabila kepercayaan kreditur meningkat, maka komposisi hutang perusahaan menjadi lebih besar bila dibandingkan modal sendiri.

Penelitian Baharuddin et al., (2011) berpendapat bahwa perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi mempunyai hubungan positif dengan rasio hutang dimana dikatakan semakin tinggi tingkat pertumbuhannya, semakin tinggi pula hutang perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Ahmad et al., (2013), Baral (2004), Hijazi & Tariq (2006), kemudian penelitian tersebut juga hasilnya sama dengan penelitian Ahmed et al., (2010), Akinyomi & Olagunju (2013), menyatakan bahwa pertumbuhan berpengaruh positif terhadap *leverage*. Penelitian Akinlo (2011) menyatakan berbeda dengan hal di atas yaitu ada hubungan negatif antara pertumbuhan dan *leverage* dalam arti semakin tinggi pertumbuhan perusahaan tersebut, tingkat *leverage* semakin kecil. Perusahaan yang semakin tumbuh banyak alternatif pilihan pembiayaan.

d. Tahap Daur Hidup

Tahap daur hidup maksudnya adalah suatu rangkaian tahapan atau siklus hidup yang dilalui oleh sebuah perusahaan yang dimulai pada saat lahir dan diakhiri dengan kematian. Berbagai temuan jumlah tahap atau siklus hidup perusahaan berbeda antara satu dengan lainnya. Miller dan Friesen (1984) dalam penelitiannya mengelompokkan tahapan hidup perusahaan menjadi lima siklus atau tahapan hidup. Ke-5 tahapan/siklus tersebut yakni *birth* (lahir), *growth* (tumbuh), *maturity* (stabil) , *revival* dan *decline* (penurunan). Anthony dan Ramesh (1992)

membagi tahap atau siklus menjadi tiga tahap yaitu, *growth* (tumbuh), *mature* (dewasa) dan *stagnan*. Dickinson (2011) membagi tahap hidup perusahaan menjadi lima tahap yaitu, *introduction* (perkenalan), *growth* (tumbuh), *mature* (dewasa), *shake-out* (kejenuhan) dan *decline* (penurunan). Walid (2019) mengelompokkan siklus hidup menjadi 4 tahap yaitu *the start-up* (mulai), *growth* (tumbuh), *maturity* (dewasa) dan *decline* (menurun). Frielinghaus et al., (2005) mengelompokkan menjadi 3 tahap yaitu *early*, *prime* dan *late*.

Masing-masing tahap hidup perusahaan mempunyai efek pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Pada siklus/tahap *early*, porsi hutang perusahaan biasanya mempunyai jumlah yang tinggi, pada siklus/tahap *prime* perusahaan mempunyai porsi hutang yang rendah dan pada siklus/tahap *late* porsi hutang perusahaan kembali tinggi (Frielinghaus et al., 2005). Penelitian Arifin (2009), menyatakan bahwa ada pengaruh tahapan hidup perusahaan khususnya berlaku untuk perusahaan yang berukuran besar yaitu ketika pada tahap *growth* atau tumbuh maka menggunakan hutang yang lebih besar bila dibandingkan pada tahap yang lain (*pioneering*, *maturity*(dewasa) dan *decline*(menurun)). Walid (2019) menyatakan kebutuhan hutang pada tahap *start-up* dan *growth* cukup tinggi, tahap *maturity* terjadi penurunan dibanding tahap sebelumnya (*start-up* dan *growth*) dan pada tahap *decline* mempunyai kebutuhan hutang menjadi rendah.

2.3.2. Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Struktur Modal

Gagasan kinerja adalah isu kontroversial di bidang keuangan terutama karena makna multidimensional. Kinerja perusahaan dapat dikaji dari dua sudut pandang organisasi dan keuangan dimana dua sudut pandang tersebut saling

terkait. Kinerja perusahaan dapat dilihat seberapa besar efisiensi perusahaan yang diperolehnya. Efisiensi diukur dengan jumlah maksimal keuntungan yang diperoleh perusahaan dalam operasional sehingga dapat menambah kepercayaan dari pemegang saham perusahaan (Tudose, 2012).

Indikator kinerja perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal. Indikator-indikator tersebut antara lain adalah profitabilitas, likuiditas, *tangibility aset*, *non debt tax shield*, *cost of debt*, *dividen payout*, risiko bisnis.

a. Profitabilitas

Penelitian dari Ahmad et al.,(2013) dan Sayeed (2011) menyatakan bahwa besarnya profitabilitas mempunyai hubungan yang negatif dengan *leverage* karena perusahaan yang menguntungkan tidak memilih hutang sebagai sumber pembiayaan. Penelitian ini didukung oleh Ahmed et al., (2010), Akinyomi & Olagunju (2013), Alipour et al., (2015), Baharuddin et al., (2011), Bevan & Danbolt (2002), Fauzi et al., (2013), Gill et al.,(2009), Qayyum (2013), Sabir & Malik (2012), menyatakan bahwa ada pengaruh yang negatif signifikan antara profitabilitas dengan *leverage* karena apabila perusahaan memiliki tingkat keuntungannya semakin tinggi, mengakibatkan hutang perusahaan semakin kecil karena perusahaan memiliki sumber pendanaan internal melalui keuntungan yang didapatkan dari operasional perusahaan tersebut.

b. Likuiditas

Brigham & Ehrhardt (2015) mendefinisikan likuiditas yakni seberapa besar perusahaan dalam menunaikan kewajiban jangka pendek yang jatuh tempo. Hutang-hutang perusahaan apabila cepat dikembalikan membuat kreditur percaya

kepada perusahaan tersebut. Hal tersebut akan mudah bagi perusahaan untuk mendapatkan pinjaman yang lebih besar dari pihak kreditur. Pinjaman jangka pendek pada dasarnya untuk membiayai keperluan pembiayaan aktiva lancar. Sehingga apabila besaran hutang yang digunakan perusahaan dipengaruhi tingkat likuiditas perusahaan tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Akinlo (2011) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif dengan *leverage* karena dengan adanya likuiditas yang tinggi perusahaan akan mudah memenuhi hutang-hutangnya. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan penelitian Sabir dan Malik (2012), menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai aktiva lancar akan memudahkan membayarkan hutangnya tepat waktu. Penelitian dari Ahmad et al., (2013) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dengan *leverage* karena lebih mengandalkan dana internal. Hasil tersebut didukung dengan penelitian Ahmed et al., (2010) yang mengungkapkan bahwa perusahaan mengandalkan dana internal daripada menggunakan hutang dalam menjalankan operasional perusahaannya, serta penelitian Ozkan (2001) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

c. *Tangibility Aset*

Tangibility aset merupakan aset atau kekayaan perusahaan dalam bentuk nyata (fisik) dan dipergunakan untuk kegiatan perusahaan. Kekayaan ini dapat menjadi jaminan untuk dapat memperoleh pinjaman dari kreditur. Secara teoritis agar perusahaan memperoleh hutang, maka diperlukan adanya jaminan dari perusahaan berupa *tangibility* aset. Apabila perusahaan mempunyai *tangibility* aset

yang besar, maka kreditur tidak ragu untuk memberkan pinjaman yang besar pula. *Tangibility* aset yang dimiliki perusahaan, akan menjadi alat pembayaran hutang bila perusahaan mengalami kebangkrutan.

Penelitian yang dilakukan oleh Akinyomi dan Olagunju (2013) menyatakan bahwa *tangibility aset* berpengaruh positif dengan *leverage* karena besarnya aset dapat menjadi jaminan untuk mendapatkan hutang. Hal ini sesuai dengan penelitian (Baharuddin et al., 2011; Chen, 2004; Fraser et al., 2006; Khrawish & Khraiwesh, 2010; Oppong Boake et al., 2013; Qayyum, 2013; Sabir & Malik, 2012; Shah & Khan, 2007; Titman & Wessels, 1988). Sementara penelitian Ahmed et al., (2010) menyatakan bahwa *tangibility aset* berpengaruh positif dengan *leverage* tetapi tidak signifikan. Namun demikian hasil tersebut berbeda dengan temuan penelitian Akinlo (2011), menyatakan bahwa *tangibility aset* mempunyai pengaruh negatif dengan *leverage*.

d. *Non Debt Tax Shield (NDTS)*

Hipotesis Modigliani-Miller (1958) terkait struktur modal akan signifikan apabila dimasukan faktor pajak, disebabkan beban pembayaran bunga dampak penggunaan hutang terjadi penurunan pendapatan yang terkena pajak.

Penelitian Afza dan Hussain (2011), Ozkan (2001) menyatakan bahwa *NDTS* berpengaruh negatif terhadap *leverage* dalam arti tingginya nilai *NDTS*, mengakibatkan hutang perusahaan kecil, hal ini sejalan dengan penelitian Biger et al., (2008) dan Sayeed (2011), menyatakan bahwa non debt tax shield mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal, sedangkan penelitian Kiran

(2013) menyatakan bahwa *non debt tax shield* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

e. *Cost of Debt*

Biaya hutang (*Cost of Debt*) adalah biaya yang dikeluarkan perusahaan berdasarkan suku bunga efektif (*effective rate*) akibat hutang yang diperoleh dari pemberi pinjaman. Pemberi pinjaman tersebut dapat berupa institusi keuangan ataupun lembaga atau sumber lainnya. Hutang yang diperoleh perusahaan dapat berupa obligasi ataupun bentuk pinjaman lainnya.

Penelitian Afza dan Hussain (2011), menyatakan bahwa dengan meningkatnya biaya hutang maka perusahaan akan mengurangi *leverage* karena dengan meningkatnya biaya hutang akan mengurangi keuntungan yang didapatkan perusahaan. Perusahaan yang berpatronase politik mempunyai biaya hutang yang tinggi dibanding perusahaan tidak berpatronase politik (Bliss & Gul, 2012a).

f. *Dividen Payout*

Dividen payout adalah kebijaksanaan terkait dalam menentukan bagaimana keuntungan yang diperoleh perusahaan apakah ditahan berupa laba ditahan ataukah dibagikan kepada para pemilik saham. Kebijaksanaan investasi dapat mempengaruhi kebijakan dividen serta dapat mengurangi dana yang dikendalikan oleh manajer (Rozeff, 1982).

Horne dan Wachowicz (2009), menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen pada hakekatnya adalah menentukan berapa keuntungan yang

akan diperoleh perusahaan yang akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham dan berapa banyak laba yang akan ditahan di dalam perusahaan sebagai unsur pembelanjaan internal perusahaan. Kebijakan terhadap pembayaran dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam suatu perusahaan. Kebijakan ini melibatkan dua pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda, yaitu pihak pertama para pemegang saham dan pihak kedua yaitu perusahaan itu sendiri.

Penelitian Tong dan Green (2005) menyatakan bahwa *dividen payout* berhubungan positif dan signifikan terhadap hutang perusahaan. Sedangkan hasil penelitian Baral (2004) menyatakan bahwa *dividen payout* tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*, sementara penelitian Antoniou et al., (2008), menemukan bukti lain yang menyatakan bahwa *dividen payout* berpengaruh negatif dengan struktur modal.

g. Risiko Bisnis

Penelitian yang dilakukan Ahmed et al., (2010) menyatakan bahwa risiko bisnis berhubungan positif dan signifikan terhadap *leverage* artinya peningkatan risiko dalam memenuhi klaim dari perusahaan akibatnya perlu banyak hutang. Hasil penelitian ini didukung dengan penelitian (Baral, 2004; Oppong et al., 2013; Rafiq et al., 2008) sedangkan penelitian Ghosh et al., (2000) yang menyatakan bahwa risiko bisnis dan *leverage* berbentuk hubungan kuadratik.

2.3.3. Pengaruh Kebijakan Makro terhadap Struktur Modal.

Keadaan ekonomi dan moneter di luar lingkungan perusahaan tentu juga akan sangat berpengaruh terhadap pengelolaan suatu perusahaan tidak terkecuali

pengelolaan sumber pendanaan perusahaan tersebut. Berbagai faktor di luar yang dimaksud akan berpengaruh terhadap struktur modal diantaranya kebijakan moneter, pajak, produk domestik bruto dan kondisi perekonomian negara.

a. Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter didefinisikan kegiatan untuk pengaturan ketersediaan uang pada suatu negara dengan maksud tertentu, seperti untuk pengendalian laju inflasi. Penelitian Owolabi & Inyang (2013), menyatakan bahwa kebijakan moneter berpengaruh positif terhadap *leverage* suatu perusahaan karena kebijakan moneter longgar akan memudahkan perusahaan mendapatkan kredit, karena bank cenderung mempermudah memberikan pinjaman.

b. Pajak

Teori *trade-off* yang menyatakan bahwa keuntungan dari hutang adalah berkurangnya jumlah pajak yang dibayarkan akibat pembayaran bunga pinjaman. Oleh karena itu, semakin tinggi tarif pajak yang dikenakan pada suatu perusahaan, maka semakin besar keuntungan yang akan diperoleh perusahaan tersebut, atas penggunaan hutang. Sebaliknya apabila tarif pajak suatu perusahaan rendah, penggunaan hutang tidak memberikan manfaat banyak bagi perusahaan.

Hasil penelitian An (2012); Rostami & Akbarpour (2012); Sayeed (2011), menyatakan bahwa pajak berpengaruh positif terhadap *leverage* karena dengan adanya pajak yang tinggi maka akan terjadi peningkatan penggunaan hutang yang berakibat beban bunga menjadi naik. Hasil penelitian yang berbeda dengan penelitian di atas dikemukakan oleh Akinyomi dan Olagunju (2013) menyatakan

bahwa pajak .berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage* karena penerapan tarif pajak perusahaan yang relatif rendah (kecil).

c. Produk Domestik Bruto

Pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) merupakan salah satu indikator pertumbuhan ekonomi pada suatu negara. Setiap negara mempunyai sistem ekonomi yang baik dan memiliki PDB yang terus tumbuh maka hal ini mengindikasikan bahwa pertumbuhan output dalam negara tersebut akan terus bertambah. Sejalan dengan hal itu pertumbuhan output ini akan mendorong perusahaan untuk terus berkembang dan meningkatkan kapasitas produksinya. Oleh karena itu perusahaan membutuhkan tambahan modal untuk memenuhi kebutuhan tersebut.

Hasil penelitian Akinlo (2011) menyatakan bahwa pertumbuhan produk domestik bruto berhubungan negatif dengan *leverage*. Hasil ini berbeda dengan penelitian Booth et al., (2001) menyatakan bahwa pertumbuhan produk domestik bruto berhubungan positif dengan *leverage*.

d. Kondisi Perekonomian Negara

Keadaan ekonomi global dan regional akan mempengaruhi kondisi ekonomi suatu negara baik dari segi infrastruktur, kondisi investasi maupun kapasitas produksi. Sehingga dapat dikatakan bahwa setiap negara ditemukan pola struktur modal yang berbeda-beda. Hasil penelitian Owolabi & Inyang (2013) menyatakan bahwa kondisi perekonomian suatu negara berpengaruh terhadap *leverage*. Pengaruh disini mengakibatkan adanya perbedaan struktur modal di

setiap negara. Perbedaan itu biasanya disebabkan oleh budaya, kebijakan moneter, kebijakan fiskal, perkembangan pasar modal dan risiko politik.

2.3.4. Pengaruh Faktor Eksternal terhadap Struktur Modal

Faktor eksternal yang berpengaruh terhadap struktur modal disini adalah faktor-faktor di luar perusahaan yang ikut mempengaruhi sumber pendanaan dalam hal operasional perusahaan. Berbagai faktor dimaksud adalah budaya masyarakat dan risiko politik.

a. Budaya Masyarakat

Budaya yang dimaksud disini adalah kebiasaan menabung masyarakat suatu negara (Owolabi & Inyang, 2013). Hasil penelitiannya menyatakan bahwa dengan tingkat tabungan yang tinggi, menyebabkan bank mencari penyaluran kredit, khususnya perusahaan, sehingga akan memunculkan hutang perusahaan yang tinggi pula. Sedangkan hasil penelitian Gleason et al., (2000) menyatakan bahwa ada perbedaan struktur modal untuk setiap klaster budaya dengan klaster budaya lainnya.

b. Risiko Politik

Risiko politik bermacam-macam bentuknya, seperti perselisihan masalah internasional, ancaman akan timbulnya peperangan, pembatasan ataupun perubahan peraturan (Iqbal et al., 2019). Krisis teluk yang terjadi di Timur Tengah berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan di Yordania. Perusahaan meningkatkan permintaannya atas hutang untuk membiayai kewajiban jangka pendek perusahaan dan untuk meningkatkan volume ekspor perusahaan ke pasar Timur Tengah (Zeitun & Tian, 2008).

Penelitian yang dilakukan Owolabi & Inyang (2013) menyatakan bahwa risiko politik ikut mempengaruhi pola struktur modal. Menurut penelitian ini adanya campur tangan pemerintah dalam hal operasi bisnis, dimana pemerintah sebagai pembuat regulasi di suatu negara. Akibat regulasi yang dibuat tersebut, akan mempengaruhi perusahaan dalam menentukan hutang untuk membiayai operasional dari perusahaan tersebut. Temuan lain menyatakan risiko politik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *leverage* perusahaan di Pakistan (Iqbal et al., 2019).

2.4. Keterkaitan Patronase Politik terhadap Struktur Modal

Patronase politik merupakan suatu konsep yang dilahirkan dari ketidakseimbangan hubungan antara patron di satu pihak dan klien di pihak yang lain. Ketidakseimbangan ini pada hakikatnya berhubungan dengan kepemilikan yang berbeda atas sumber daya dalam masyarakat itu sendiri (Agustino, 2014). Penelitian tentang pengaruh patronase politik terhadap struktur modal merupakan hal yang belum banyak dilakukan oleh para peneliti. Penelitian Faccio (2010) menyatakan bahwa patronase politik berhubungan positif dengan tingkat *leverage* suatu perusahaan. Sampel perusahaan yang dijadikan obyek berasal dari berbagai negara, seperti Belgia, Brazil, Taiwan, Thailand dan Afrika Selatan memberikan bukti empiris bahwa besar ataupun kecilnya hutang suatu perusahaan dapat dilihat dari ada tidaknya hubungan perusahaan itu dengan para politisi atau penguasa pada saat itu. Ketika suatu perusahaan memiliki patronase politik maka hutang perusahaan lebih besar bila dibandingkan dengan perusahaan yang tidak memiliki patronase politik.

Perusahaan mempunyai hutang lebih besar akibat adanya patronase politik juga terjadi di Malaysia. Tiga macam bentuk patronase politik yang mengakibatkan besarnya hutang perusahaan di Malaysia yaitu patronase karena kepemilikan pemerintah, patronase kepemilikan investor institusi (Bumi Putera) dan kepemilikan oleh tiga politisi kuat (Fraser et al., 2006). Bukti empirik lain pengaruh patronase politik dan perusahaan misalnya perbankan Italia memberikan pinjaman kepada Perdana Menteri Italia Silvio Berlusconi untuk membiayai perusahaan media televisinya melalui bank-bank publik yang jumlah pinjamannya diluar batas kewajaran (Faccio, 2010).

Kemudian penelitian Bliss dan Gull (2012b), menyatakan bahwa perusahaan yang terkoneksi dengan patron politik memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *leverage* artinya perusahaan yang terkoneksi dengan politisi cenderung mempunyai hutang yang sangat tinggi dibanding dengan perusahaan yang tidak terkoneksi dengan politisi, dan tingginya kecenderungan diaudit oleh kantor akuntan publik ternama karena tingginya risiko informasi keuangan perusahaan yang mempunyai hubungan patronase politik. Akibatnya pemberi dana pinjaman mengenakan biaya yang lebih besar terhadap perusahaan yang mempunyai hubungan patronase politik.

Penelitian tersebut di atas juga konsisten dengan Lim et al., (2012) yang menyatakan bahwa ada hubungan positif antara patronase politik dengan struktur modal dalam hal ini *leverage* karena berdasarkan bukti yang ada perusahaan-perusahaan milik negara yang terdapat di China memiliki hutang yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan swasta. Penelitian Dinc (2005),

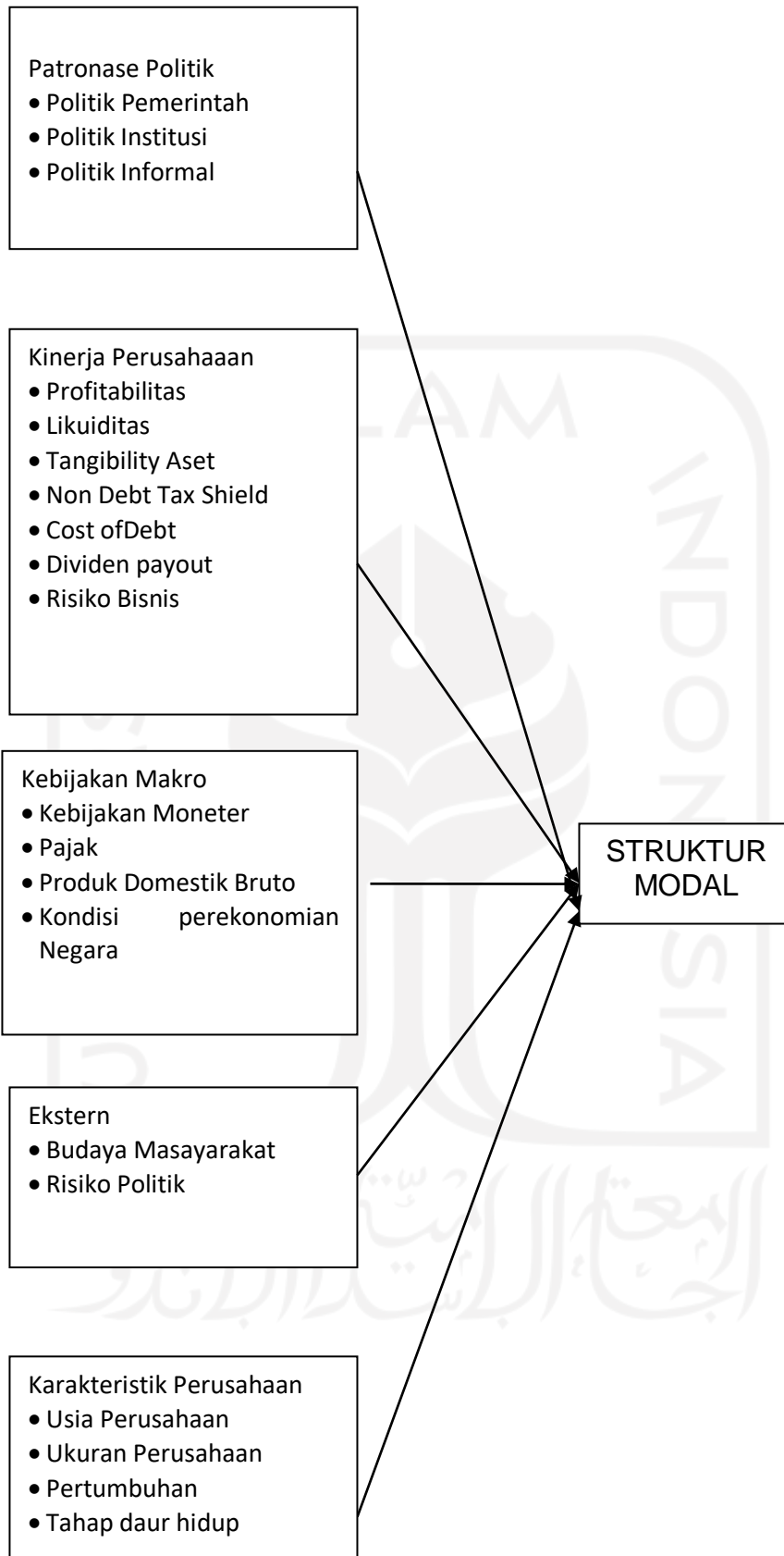
menyatakan bahwa adanya patronase politik mengakibatkan bank-bank Pemerintah memberikan pinjaman lebih besar bila dibandingkan dengan bank-bank milik swasta pada negara-negara berkembang seperti Argentina, Afrika Selatan, Philipina, Hungaria.

Yang et al., (2014) menyatakan patronase politik berhubungan negatif dengan struktur modal. Perusahaan yang berpatron politik kadang mendapat kontrol dari masyarakat. Kontrol dari masyarakat dilakukan oleh pihak seperti lembaga swadaya masyarakat (LSM). Bentuk kontrol dari LSM dengan pemberitaan di media massa tentang adanya patronase politik antara perusahaan dengan pihak tertentu seperti politisi.

Di negara Republik Indonesia keterkaitan patronase politik dengan struktur modal menjadi obyek penelitian para peneliti. Pada masa PM Wilopo 1952-1953 PT. Indoplano milik Kusmuljono dan Kussardjono mendapatkan bantuan kredit untuk melakukan impor barang kebutuhan dalam negeri. Kredit tersebut diperoleh disebabkan adanya faktor kedekatan antara Kussardjono dan PM.Wilopo (Muhaimin, 1991). Kelompok usaha Golden Key Grup menerima pinjaman sebesar \$ 430 juta berasal dari Bank Pembangunan Indonesia pada kepemimpinan Presiden Suharto merupakan contoh bentuk patronase politik (Leuz & Oberholzer-Gee, 2006). Perusahaan Petrokimia mendapatkan hutang sebesar Rp 2,9 Triliun disebabkan perusahaan tersebut merupakan perusahaan kerja sama pengusaha Bambang Trihatmojo dan Prajogo Pangestu Bambang Trihatmojo merupakan anak kedua Suharto yang saat itu menjabat sebagai Presiden Republik Indonesia (Faccio, 2010).

Berdasarkan hal-hal yang telah dibahas di atas maka dapat dibuat sebuah skema keterkaitan struktur modal berdasarkan yang mempengaruhinya sebagai berikut:





Gambar 2.1. Skema Keterkaitan Struktur Modal

2.5. Pengembangan Hipotesis

Hipotesis yang dikembangkan pada penelitian ini atas dasar kajian pustaka dan beberapa penelitian empiris sebelumnya.

2.5.1. Pengaruh Patronase Politik Koalisi Pemerintah terhadap Struktur Modal Perusahaan.

Patronase politik merupakan penggunaan kekuasaan berupa pemberian bantuan oleh para pimpinan politisi ataupun politisi kepada suatu perusahaan yang berhubungan dengan politisi tersebut (Lim et al., 2012). Politisi memberikan bantuan ekonomi kepada perusahaan seperti kemudahan dalam mendapatkan kredit atau pinjaman dari sebuah bank. Perusahaan disebut berpatronase politik atau memiliki koneksi secara politik apabila memenuhi minimal satu dari kriteria berikut : 1). Paling sedikit ada satu dari pemegang saham terbesar berasosiasi dengan politikus atau partai politik tertentu. 2). Orang yang menguasai paling sedikit saham sebanyak 10% dari keseluruhan total saham dengan hak suara dan berasosiasi dengan partai politik atau politikus tertentu. 3). Seorang atau lebih dari direksi ataupun komisaris perusahaan merupakan pejabat misalnya sebagai menteri, anggota Dewan Perwakilan Rakyat berasosiasi erat dengan politikus ataupun keanggotaan suatu organisasi partai politik tertentu (Agrawal & Knoeber, 2001; Faccio, 2006).

Penelitian Fraser et al., (2006) menyatakan perusahaan yang berpatronase politik mempunyai tingkat hutang yang tinggi dibanding dengan perusahaan yang tidak berpatronase politik. Penelitian ini juga didukung Bliss & Gull (2012b), Faccio (2010). Penelitian Lim et al., (2012) menyatakan ada hubungan positif

antara patronase politik dengan *leverage* sebab berdasarkan bukti yang ada ditemukan perusahaan-perusahaan milik negara memiliki hutang yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang pemiliknya bukan negara dalam hal ini perusahaan milik swasta.

Teori *trade off* yang menyatakan manfaat dari hutang. Patronase politik pada perusahaan mendapat manfaat berupa kemudahan untuk mendapatkan hutang. Dinc (2005), menyatakan bahwa ada keterkaitan antara bank sebagai pemberi kredit dan politisi, ketika pemilik perusahaan berafiliasi dengan partai politik tertentu, menjadi lebih mudah untuk mendapatkan hutang karena mereka punya akses khususnya dengan pemerintah yang sedang berkuasa. Akses khusus dimungkinkan untuk mendapatkan pinjaman dari luar akan lebih mudah bila dibanding dengan pemilik yang tidak berafiliasi dengan partai politik tertentu. Pemberian pinjaman oleh perbankan Italia kepada Perusahaan milik Perdana Menteri Italia Silvio Berlusconi merupakan salah satu bukti adanya pengaruh patronase politik dari pemerintahan yang sedang berjalan (Faccio, 2010). Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1: Patronase politik koalisi pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

2.5.2. Pengaruh Patronase Politik NonKoalisi Pemerintah terhadap Struktur Modal Perusahaan.

Pemberi hutang lebih percaya akan tingkat pengembalian hutang yang akan diberikan bila pemilik atau komisarisnya adalah orang-orang yang mendukung pemerintahan yang sedang berjalan. Olson (1993) menyatakan

keterkaitan politisi dalam hal ini pemerintah yang ada dihubungkan dengan perusahaan. Hubungan pemerintah yang merupakan produk dari proses politik kepada perusahaan bermaksud mengontrol perusahaan agar agenda pemerintah senantiasa berjalan dengan baik.

Teori patronase politik yang menyatakan dengan adanya patron akan memperoleh keuntungan melalui jaringan kekuasaan yang dimiliki pada perusahaan (Aspinall, 2013). Penelitian Bliss dan Gul (2012b), yang menyatakan bahwa ada hubungan positif antara *leverage* dengan partai politik, yakni perusahaan-perusahaan milik pemerintah mempunyai tingkat *leverage* yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang pemiliknya bukan pemerintah. Hasil penelitian Khwaja dan Mian (2005) yang menyatakan bahwa di Pakistan perusahaan yang memiliki hubungan dengan partai politik mendapatkan hutang lebih banyak yang berasal dari pinjaman oleh bank-bank pemerintah sedangkan bank-bank milik swasta tidak membedakan dalam hal memberikan pinjaman kepada perusahaan. Patronase politik berpengaruh positif terhadap hutang perusahaan karena akses perusahaan untuk mendapatkan kredit menjadi lebih mudah (Bencheikh & Taktak, 2017). Berdasarkan hal itu maka hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah:

Hipotesis 2: Patronase politik nonkoalisi pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

2.5.3. Pengaruh Rezim Politik Pemerintah terhadap Struktur Modal Perusahaan.

Perubahan rezim dan ekonomi dua hal yang saling berhubungan. Salah satu indikator ketidakstabilan politik adalah perubahan rezim (Alesina et al., 1996). Pergantian antara satu rezim ke rezim berikutnya akan berakibat kepada keadaan ekonomi seperti jumlah dana pihak ketiga berupa tabungan. Ketidakstabilan politik akibat pergantian rezim menyebabkan dana tabungan masyarakat menurun (Venieris & Gupta, 1986). Perubahan suatu rezim dapat mengakibatkan perubahan struktur modal suatu perusahaan. Leuz dan Oberholzer-Gee (2006) menyatakan bahwa Perusahaan akan mengalihkan sumber mendapatkan hutang dari dalam negeri ke luar negeri bila kesulitan dalam membangun komunikasi dengan pemerintahan yang baru. Rezim suatu pemerintahan apabila memiliki perusahaan ataupun perusahaan terkait dengan rezim tersebut akan mudah mendapatkan hutang. Rezim Silvio Berlusconi sebagai Perdana Menteri Italia sekaligus pemilik perusahaan televisi mendapatkan hutang jumlahnya melebihi batas kepatutan yang berasal dari bank-bank publik Italia (Faccio, 2010). Perlakuan ini akan berbeda ketika rezim tersebut tidak memiliki perusahaan atau rezim tersebut tidak berhubungan dengan perusahaan di negara tersebut.

Di Indonesia proses pergantian pemerintahan berpengaruh terhadap sumber pembiayaan. Leuz dan Oberholzer-Gee (2006), menyatakan bahwa perusahaan mengalami kesulitan pinjaman ketika presiden Republik Indonesia adalah Abdurrahman Wahid. Kesulitan ini terjadi karena tidak adanya patronase

politik dengan Presiden terpilih. Proses pergantian rezim setelah reformasi tentu akan mengeluarkan regulasi yang berbeda dengan pemerintahan sebelumnya. Hal ini akan tergantung dari visi dan misi awal pemerintahan tersebut, sejauh mana prioritas pembangunan yang akan dijalankannya selama periode pemerintahannya. Demikian halnya pergantian pemerintahan dari Susilo Bambang Yudoyono ke Joko Widodo tentu akan mempengaruhi struktur modal perusahaan baik BUMN maupun bukan BUMN pada masa pemerintahan masing masing. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah :

Hipotesis 3: Rezim politik berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan

2.6. Pengaruh Variabel Kontrol Terhadap Struktur Modal Perusahaan

2.6.1. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan.

Ukuran perusahaan yang dimaksud disini adalah seberapa besar total aktiva yang dapat dijadikan jaminan pada komposisi struktur modal (Ozkan, 2001). Semakin besar ukuran suatu perusahaan maka peluang kebangkrutan perusahaan tersebut akan semakin kecil (Titman & Wessels, 1988). Hal ini disebabkan perusahaan yang besar memiliki banyak instrumen yang sewaktu-waktu dipakai untuk penyelamatan perusahaan bilamana kondisi perusahaan mengalami masalah kesulitan keuangan.

Watts dan Zimmerman (1986) melalui teori positif akunting merumuskan *political cost hypothesis* atau dinamakan juga *size hypothesis* yang menyatakan bahwa apabila semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka manajer menetapkan pelaporan laba saat ini menjadi periode berikutnya. *Political cost* menyebabkan perhatian pemerintah lebih khusus kepada perusahaan yang berukuran besar bila

dibandingkan perusahaan berukuran kecil. Jika suatu perusahaan berukuran besar, maka biaya politik terhadap perusahaan tersebut akan semakin besar pula. Akibat pengenaan biaya politik yang tinggi tersebut, maka perusahaan akan mengurangi keuntungan yang diperolehnya. Manajer perusahaan menentukan metode atau jenis akuntansi untuk menurunkan keuntungan. Tindakan tersebut berdasarkan anggapan yakni perusahaan berukuran besar lebih rentan secara politik sebab perusahaan kerap melaksanakan *wealth transfer* bila dibandingkan perusahaan berukuran kecil (Watts & Zimmerman, 1986). Zimmerman (1983) menyatakan bahwa perusahaan berukuran besar biaya politik salah satu komponennya adalah pajak penghasilan. Pajak agresif perusahaan sering memanfaatkan adanya patronase politik. Penelitian empiris menyatakan patronase politik dengan pajak agresif berhubungan positif (Richter et al., 2009).

Hasil penelitian Chen & Strange (2005) dan Fraser et al., (2006), yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berhubungan positif dengan *leverage* karena perusahaan besar sudah dipercaya pihak kreditur sehingga mudah mendapatkan hutang. Hasil ini sesuai dengan penelitian Ahmed et al., (2010) dan Baharuddin et al., (2011) yang menyatakan bahwa perusahaan besar kurang berisiko bila mendapatkan hutang. Bukti empiris lain Akinlo (2011) dan Sabir & Malik (2012) yang menyatakan bahwa peluang untuk bangkrut pada perusahaan besar sangat kecil terjadi, sehingga perusahaan besar akan lebih mudah untuk mendapatkan hutang. Namun sebaliknya penelitian Ahmed et al., (2010), Akinyomi & Olagunju (2013), Alipour et al., (2015) dan Hijazi & Tariq (2006) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berkorelasi negatif dengan *leverage*,

dimana semakin besar ukuran perusahaan menggunakan hutang semakin kecil, hal ini disebabkan oleh karena perusahaan besar lebih memilih penggunaan pembiayaan yang berasal dari dana internal perusahaan dibandingkan dengan dana dari luar perusahaan (hutang), hal tersebut selaras dengan teori *pecking order*.

2.6.2. Pengaruh Usia Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan.

Usia perusahaan yaitu menunjukkan waktu suatu perusahaan mampu untuk bertahan, bersaing, dan mengambil kesempatan bisnis yang ada dalam suatu kegiatan perekonomian. Perusahaan yang sudah lama berdiri, kemungkinan sudah banyak pengalaman yang diperoleh, sehingga dapat dikatakan Semakin lama usia perusahaan, semakin banyak informasi yang telah diperoleh masyarakat tentang perusahaan tersebut (Chen & Strange, 2005). Hal ini akan menimbulkan kepercayaan pihak luar perusahaan (investor) terhadap perusahaan-perusahaan tersebut.

Perusahaan memiliki tahap kehidupan seperti kehidupan manusia. Ahli ekonomi membagi tahap kehidupan suatu perusahaan dengan berbagai tahapan. Adhizes (1989) membagi tahap kehidupan perusahaan menjadi 10 tahapan mulai dari *courtship* (tahap pengenalan), kedua *infancy* (masa bayi), ketiga *Go go* (masa kanak-kanak), keempat *Adolescence* (masa dewasa), kelima *Prime* (masa keemasan/puncak), keenam *Stable* (masa awal penuaan), ketujuh *Aristocracy* (tahap aristokrasi), kedelapan *Early Bureaucracy* (tahap awal birokrasi), kesembilan *Bureaucracy* (akhir birokrasi) dan kesepuluh *Death* (kematian).

Tahap hidup perusahaan melalui tiga tahap yaitu *early*, *prime* dan *late* (Frielinghaus et al., 2005). Ketiga tahap hidup tersebut masing-masing tingkat penggunaan hutangnya berbeda-beda.

Usia perusahaan yang telah lama berdiri akan berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan yang lebih tua lebih mudah memperoleh pinjaman karena kepercayaan kreditur kepada perusahaan tersebut lebih tinggi. Penelitian Chen dan Strange (2005) menyatakan bahwa usia berpengaruh positif terhadap *leverage* karena perusahaan yang telah bertahan lama mendapat kepercayaan dari pihak kreditur. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian (Hall et al., 2000), sedangkan penelitian Ahmed et al., (2010) menunjukkan bahwa usia berpengaruh negatif terhadap *leverage* dimana perusahaan yang telah lama berdiri cenderung sedikit menggunakan hutang karena lebih memprioritaskan modal sendiri.

2.6.3. Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal Perusahaan.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Profitabilitas adalah merupakan faktor yang sangat penting bagi perusahaan. Profitabilitas suatu perusahaan digambarkan dengan membandingkan laba perusahaan dengan total aset perusahaan (Brigham & Ehrhardt, 2015).

Myers (1984) melalui teori *Trade off* menyatakan bahwa keputusan asal pendanaan didasarkan keseimbangan manfaat penggunaan hutang berupa adanya penghematan pajak dan biaya kebangkrutan atas pemakaian hutang tersebut. Menurut teori *trade off* apabila perusahaan memiliki keuntungan besar maka risiko untuk mengalami kebangkrutan akan kecil. Perusahaan mempunyai

keuntungan besar maka akan menggunakan hutang sebagai eksploitasi perlindungan pajak atas bunga yang dibayarkannya,

Teori *pecking order* memberikan penjelasan bahwa profitabilitas berbanding terbaik dengan jumlah hutang. Menurut teori ini apabila profitabilitas tinggi maka lebih memilih menggunakan dana internal berupa keuntungan daripada hutang. Teori tersebut didukung oleh hasil penelitian dari (Bevan & Danbolt, 2002; Ozkan, 2001; Rajan & Zingales, 1995). Penelitian Gill et al., (2009) dan Sabir & Malik (2012), menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dengan *leverage* karena perusahaan yang menguntungkan tidak memilih hutang sebagai sumber pembiayaan. Demikian pula penelitian Ahmad et al., (2013), Ahmed et al., (2010), Akinlo (2011) dan Baharuddin (2011) menyatakan bahwa ada hubungan yang negatif signifikan antara profitabilitas dengan *leverage* karena jika perusahaan semakin banyak mendapatkan profit maka perusahaan tersebut akan menggunakan profit tersebut untuk pembiayaan operasional perusahaan dan tidak menggunakan dana eksternal atau pinjaman dari luar.

2.6.4. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan.

Pertumbuhan aset yaitu penambahan total aktiva perusahaan pada tahun berjalan dibanding tahun sebelumnya. Bila aset perusahaan lebih besar dari tahun sebelumnya berarti pertumbuhannya positif sebaliknya bila lebih kecil makin pertumbuhan negatif. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan yang tinggi mempunyai tingkat *leverage* yang rendah oleh karena perusahaan lebih mudah melakukan investasi dengan menggunakan dana pemegang saham, sehingga

memiliki tingkat *leverage* rendah (Ozkan, 2001). Suatu perusahaan ketika berada pada suatu industri yang memiliki tingkat kecepatan pertumbuhan cukup tinggi, maka harus tersedia modal yang cukup demi lancarnya operasional perusahaan.

Teori *life cycle* perusahaan akan mempengaruhi sumber pembiayaannya (Frielinghaus et al., 2005). Perusahaan ketika awal pertumbuhannya membutuhkan hutang yang besar dibandingkan saat perusahaan pada tahap *pioneering, dewasa dan menurun* (Arifin, 2009). Hasil penelitian ini didukung oleh Ahmad et al., (2013) yang menyatakan bahwa perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi mempunyai hubungan positif dengan rasio hutang dimana dikatakan semakin tinggi tingkat pertumbuhannya, semakin tinggi pula hutang perusahaan tersebut. Hal ini didukung dengan penelitian (Ahmed et al., 2010; Baharuddin et al., 2011). Hasil penelitian Baral (2004) dan Hijazi dan Tariq (2006) menyatakan bahwa pertumbuhan berpengaruh positif dengan *leverage* tetapi tidak signifikan.

Pertumbuhan perusahaan dapat mencoba kesesuaian teori *pecking order*. Perusahaan mempunyai tahap pertumbuhannya tinggi, ada kesanggupan untuk membiayai operasional kegiatannya melalui dana internal sehingga tidak perlu mencari dana berupa hutang. Perusahaan pada tahap pertumbuhan tinggi kebutuhan akan dana dari luar perusahaan berupa hutang pada tingkat rendah (Bundala, 2012; Ozkan, 2001). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara pertumbuhan dengan *leverage* adalah negatif. Hasil tersebut juga didukung oleh (Akinlo, 2011; Bundala, 2012; Ghosh et al., 2000; Ozkan, 2001; Titman & Wessels, 1988).

2.7. Kerangka Berpikir

Masalah struktur modal merupakan masalah penting bagi setiap perusahaan, karena penentuan pemilihan struktur modal perusahaan akan berdampak langsung terhadap kondisi keuangan suatu perusahaan. Suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal tidak baik, dimana mempunyai hutang yang sangat besar akan memberikan beban yang berat kepada perusahaan tersebut.

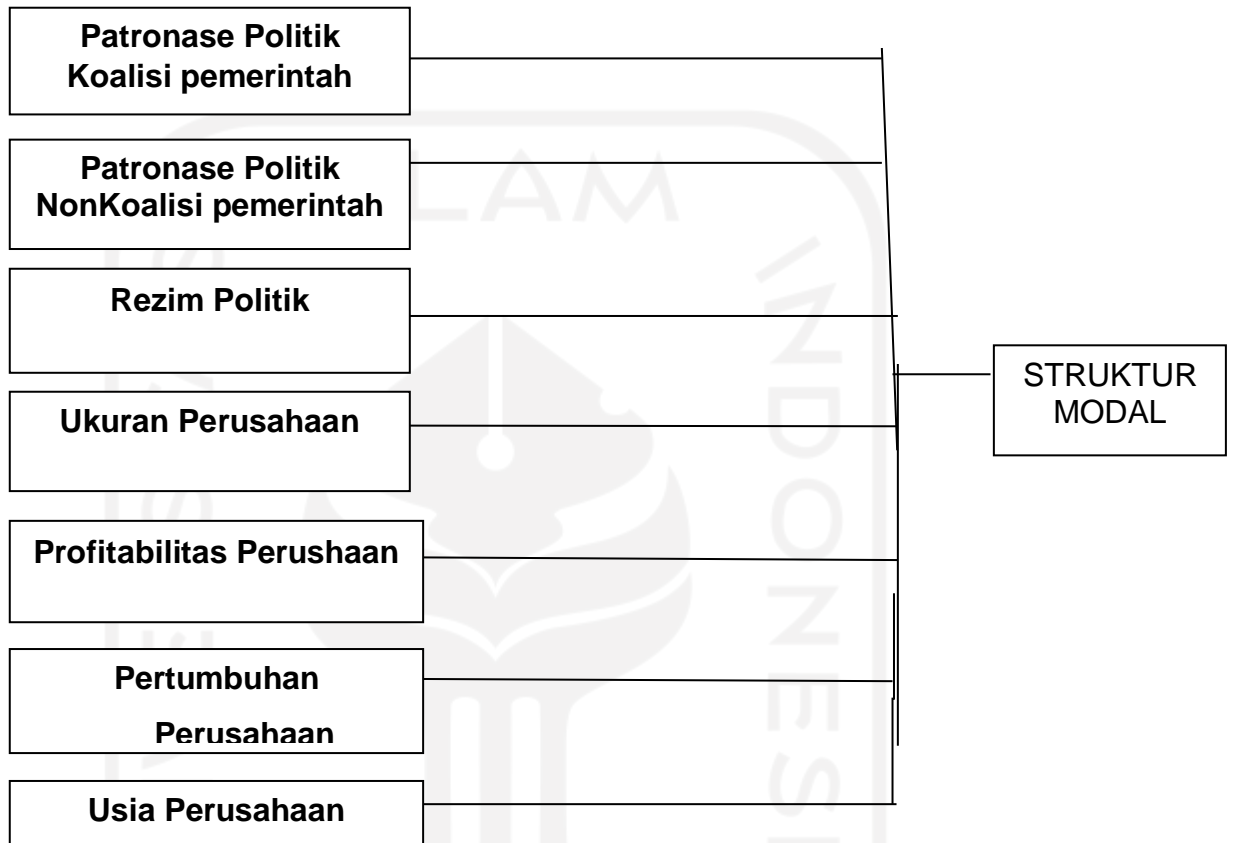
Komposisi struktur modal dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya karakteristik perusahaan, kinerja perusahaan, kebijakan makro, dan faktor eksternal. Faktor karakteristik perusahaan contohnya adalah variabel usia perusahaan sesuai hasil penelitian Ahmed et al., (2010) dan Chen & Strange (2005), variabel ukuran perusahaan sesuai hasil penelitian Akinlo (2011), Baharuddin et al., (2011), Sabir & Malik (2012), Sayeed (2011). Faktor kinerja perusahaan contohnya adalah variabel profitabilitas, sesuai hasil penelitian Ahmad et al., (2013) dan Sayeed (2011), variabel likuiditas sesuai hasil penelitian Akinlo (2011). Faktor kebijakan makro contohnya adalah variabel kebijakan moneter sesuai hasil penelitian Owolabi & Inyang (2013), variabel pajak sesuai hasil penelitian Sayeed (2011). Faktor eksternal contohnya adalah variabel budaya masyarakat sesuai hasil penelitian (Gleason et al., 2000; Owolabi & Inyang, 2013), variabel risiko politik sesuai hasil penelitian (Iqbal et al., 2019).

Faktor lain penentu struktur modal, selain faktor di atas adalah patronase politik. Perusahaan yang memiliki patronase politik mempunyai tingkat hutang

yang lebih besar dibanding dengan yang perusahaan tidak berpatronase politik, (Bliss & Gul, 2012b; Fraser et al., 2006; Lim et al., 2012).

Berdasarkan pengembangan hipotesis di atas maka dapat dibuat kerangka model dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:





Gambar 2.2. Kerangka Pemikiran

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini sesuai dengan judul struktur modal dan patronase politik di Indonesia bila ditinjau dari tujuan penelitian maka dinamakan penelitian eksplanatoris (*explanatory research*). Penelitian eksplanatoris adalah penelitian yang menjelaskan dan mencari pembenaran serta upaya membangun hubungan kausalitas antara variabel terhadap fenomena tertentu (Ragab & Arisha, 2018). Jenis penelitian eksplanatoris ini mempunyai hipotesa yang akan dilakukan pengujian kebenarannya. Hipotesa ini mengisyaratkan ada keterkaitan antara teori dan melukiskan hubungan antara variabel satu dengan variabel lainnya (Mulyadi, 2012).

3.2. Populasi Dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di pasar modal Indonesia, selama kurun waktu 2005-2018. Pengambilan sampel yang digunakan dengan metode *purposive sampling*. Langkah yang dilakukan adalah mengelompokkan perusahaan yang ada di pasar modal dengan dibedakan yang berpatronase politik atau tidak. Perusahaan dinamakan berpatronase politik atau memiliki koneksi secara politik apabila ada salah satu dari kriteria berikut yaitu 1) paling sedikit ada satu dari pemegang saham terbesar berhubungan dengan partai politik atau politikus, 2) Orang yang menguasai minimal saham sebanyak 10% dari keseluruhan saham dengan hak suara dan berasosiasi dengan

politikus atau partai politik tertentu dan 3). Seorang atau lebih dari direksi ataupun komisaris perusahaan adalah pejabat misalnya sebagai menteri, anggota Dewan Perwakilan Rakyat berasosiasi erat dengan politikus ataupun keanggotaan suatu organisasi politik tertentu (Agrawal & Knoeber, 2001; Faccio, 2006). Perusahaan yang berpatronase tersebut kemudian dikelompokkan antara yang berkoalisi dengan pemerintah dan yang tidak berkoalisi atau nonkoalisi dengan pemerintah.

Sampel adalah perusahaan yang berpatronase politik koalisi, berpatronase politik nonkoalisi dan tidak berpatronase politik pada masa pemerintahan Susilo Bambang Yudoyono (SBY) 2005-2014 dan pemerintahan Joko Widodo 2015-2018. Parameter koalisi yaitu adanya pengurus partai politik yang duduk di kabinet pemerintahan yang sedang berlangsung, sebaliknya non koalisi bila tidak adanya pengurus partai politik yang duduk di kabinet pemerintahan. Koalisi pemerintahan SBY terdiri dari Partai Demokrat, Golkar, Partai Kebangkitan Bangsa (PKB), Partai Persatuan Pembangunan (PPP), Partai Keadilan Sejahtera (PKS), Partai Amanat Nasional (PAN), Partai Bulan Bintang (PBB) sedangkan non koalisi adalah Partai Gerindra dan PDIP. Pada pemerintahan Joko Widodo koalisi pemerintahan terdiri dari Partai Demokrasi Indonesia Perjuangan (PDIP), Nasional Demokrat (Nasdem), Partai Persatuan Pembangunan (PPP), Partai Hati Nurani Rakyat (HANURA), partai Golongan Karya (Golkar) dan Partai Kebangkitan Bangsa (PKB). Sedangkan Partai Non Koalisi adalah Partai Gerakan Indonesia Raya (Gerindra) dan Partai Keadilan Sejahtera (PKS). Berdasarkan kriteria diatas dapat dibuat tabel perusahaan terpilih sebagai berikut:

Tabel 3.1. Daftar Perusahaan Terpilih sebagai Sampel

No	Perusahaan	Keterangan	Alasan
1	PT. Alkindo Naratama Tbk	Tidak terpilih	Tidak diketahui berpatron
2	PT. Bakrie and Brother Tbk	Terpilih	Diketahui berpatron
3	PT. Bumi Resources Tbk	Terpilih	Diketahui berpatron
4	PT. Bukaka Tbk	Terpilih	Diketahui berpatron
5	PT. Bakrie Telecom Tbk	Terpilih	Diketahui berpatron
6	PT. Bakrie Land Development Tbk	Terpilih	Diketahui berpatron
7	P.T.Saratoga Investama Sedaya Tbk	Terpilih	Diketahui berpatron
8	P.T. Toba Bara sejatera Tbk	Terpilih	Diketahui berpatron
9	P.T.Mitra Pinasthika Tbk	Terpilih	Diketahui berpatron
10	P.T. Indo Farma Tbk	Terpilih	BUMN
11	P.T.Kimia Farma Tbk	Terpilih	BUMN
12	PT.Waskita Tbk	Terpilih	BUMN
13	PT.wijaya karya Tbk.	Terpilih	BUMN
14	PT.Adhi Karya Tbk	Terpilih	BUMN
15	PT.Jasa Marga Tbk	Terpilih	BUMN
16	PT. Aneka Tambang Tbk	Terpilih	BUMN
17	PT.Bukit Asam Tbk	Terpilih	BUMN
18	PT.Timah Tbk	Terpilih	BUMN
19	PT.Telekomunikasi Indonesia Tbk	Terpilih	BUMN
20	PT.Bakri Sumatera Plantations	Terpilih	Diketahui berpatron
21	PT.Provident Agro Tbk	Terpilih	Diketahui berpatron
22	PT.Humpuss Tbk	Terpilih	Diketahui berpatron
23	PT.Krakatau Steel Tbk	Terpilih	BUMN
24	PT.Wijaya Karya Beton Tbk	Terpilih	BUMN
25	PT.Elnusa Tbk	Terpilih	BUMN
26	PT.Tower Bersama Infrastruktur Tbk	Terpilih	Diketahui berpatron
27	PT.Perusahaan Gas Negara Tbk	Terpilih	BUMN
28	PT.Medco Energy International Tbk	Terpilih	Diketahui Tidak Berpatron
29	PT.Mustika Ratu Tbk	Terpilih	Diketahui Tidak Berpatron
30	PT.Gadjah Tunggal Tbk	Terpilih	Diketahui Tidak Berpatron
31	PT.Mitra Adhi Perkasa Tbk	Terpilih	Diketahui Tidak Berpatron
32	PT.Pembangunan Perumahan Tbk	Terpilih	BUMN
33	PT.PP Pesisir Tbk	Terpilih	BUMN
34	PT.Red Planet Tbk	Terpilih	Diketahui berpatron
35	PT. Semen Baturaja Tbk	Terpilih	BUMN
36	PT.agung Podomoro Tbk	Tidak terpilih	Tidak diketahui berpatron
37	PT.Sepatu Bata Tbk	Tidak terpilih	Tidak diketahui berpatron
38	PT.Fajar Surya Wasesa Tbk	Tidak terpilih	Tidak diketahui berpatron
39	PT.Alkindo Naratama Tbk	Tidak terpilih	Tidak diketahui berpatron
40	PT Sekawan Inti Pratama Tbk	Tidak terpilih	Tidak diketahui berpatron
41	PT Trias Sentosa Tbk	Tidak terpilih	Tidak diketahui berpatron

3.2. Data dan Sumber Data

Jenis data yang dipakai pada penelitian ini adalah data sekunder. Data yang dikumpulkan adalah data laporan keuangan perusahaan yang telah terdaftar di pasar modal Indonesia selama kurun waktu 2005-2018. Data laporan keuangan tahunan perusahaan diperoleh dari Indonesia Capital Market Directory (ICMD). Perusahaan yang menjadi obyek data adalah bukan perusahaan keuangan karena perusahaan keuangan punya karakteristik tersendiri.

Data perusahaan BUMN dalam penelitian ini dibagi dengan dua asumsi yaitu Pertama, data BUMN dikategorikan dengan perusahaan berpatronase politik dengan variabel dummy = 1 (Adhikari et al., 2006; Lim et al., 2012) kedua BUMN dikategorikan dengan perusahaan tidak berpatronase politik dengan variabel dummy = 0, karena sesuai Undang-Undang No.19 tahun 2003 BUMN yang menyatakan bahwa “anggota direksi tidak boleh mempunyai jabatan lain yang dapat mengakibatkan konflik kepentingan, yang kemudian dijabarkan dalam bentuk Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 2005 tentang Pendirian, Pengurusan, Pengawasan, dan Pembubaran Badan Usaha Milik Negara”.

3.3. Defenisi Operasional Variabel Penelitian

Pada penelitian ini terdapat sejumlah variabel yang dipakai untuk melakukan pengujian terhadap hipotesis. Variabel yang dimaksud adalah variabel dependen atau variabel terikat, variabel independen atau variabel bebas dan variabel kontrol .

3.3.1. Variabel Dependen (terikat)

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel bebas.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal.

Struktur modal adalah proporsi pendanaan suatu perusahaan yang bersumber dari hutang jangka panjang dan ekuitas atau hutang jangka panjang dan total aset. Struktur modal yang baik adalah struktur modal yang dapat memberikan pertimbangan antara manfaat penggunaan hutang dan pengorbanan terhadap penggunaan hutang tersebut. Variabel struktur modal diukur dengan formula :

$$SM = \frac{LTD}{E} \quad (3.1)$$

$$SM = \frac{LTD}{TA} \quad (3.2)$$

SM : Struktur Modal
TA : Total Aset
E : Equity
LTD : Long-Term Debt

Pengukuran variabel dependen menggunakan formula di atas didasarkan pada definisi struktur modal yaitu perpaduan atau kombinasi jangka panjang perusahaan dan modal sendiri untuk pembiayaan perusahaan (Cornett et al., 2018; Faccio, 2010; Lim et al., 2012).

3.3.2. Variabel Independen (Bebas).

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi sehingga timbulnya variabel dependen. Adapun variabel independen dalam penelitian ini adalah patronase politik koalisi, patronase politik nonkoalisi dan rezim politik.

a. Patronase Politik Koalisi.

Patronase politik koalisi apabila pengurus atau perwakilan partai tersebut masuk dalam anggota kabinet pemerintahan dengan memberikan dukungan penuh terhadap pemerintahan. Partai tersebut berasosiasi dengan perusahaan berdasarkan salah satu kriteria yaitu 1) paling sedikit ada satu dari pemegang saham terbesar berhubungan dengan partai politik atau politikus, 2) Seorang yang menguasai minimal saham sebanyak 10% dari keseluruhan saham dengan hak suara dan berasosiasi dengan politikus atau partai politik tertentu, 3) Seorang atau lebih dari direksi ataupun komisaris perusahaan adalah pejabat misalnya sebagai menteri, anggota DPR berasosiasi erat dengan politikus atau partai politik tertentu (Agrawal & Knoeber, 2001; Faccio, 2006; Romli, 2017). Jika perusahaan memiliki patronase politik koalisi (PPOIK) mendapat skor nilai = 1, atau jika tidak = 0.

b. Patronase Politik NonKoalisi.

Patronase politik nonkoalisi adalah partai yang tidak menyertakan wakil dalam kabinet pemerintahan. Partai tersebut berasosiasi dengan perusahaan berdasarkan salah satu kriteria yaitu 1) paling sedikit ada satu dari pemegang saham terbesar berhubungan dengan partai politik atau politikus, 2) Seorang yang menguasai minimal saham 10% dari keseluruhan saham dengan hak suara dan berasosiasi dengan politikus atau partai politik tertentu dan 3) Seorang atau lebih dari direksi ataupun komisaris perusahaan adalah pejabat misalnya sebagai menteri, anggota DPR berasosiasi erat dengan politikus atau partai politik (Agrawal & Knoeber, 2001; Faccio, 2006; Romli, 2011). Jika perusahaan

memiliki patronase politik Nonkoalisi (PPolNK) mendapat skor nilai = 1, atau jika tidak = 0.

c. Rezim Politik

Rezim adalah pemerintahan suatu negara yang sedang berkuasa (Alesina et al., 1996). Rezim pemerintahan yang berkuasa diinteraksikan dengan patron politik karena pemerintahan tersebut merupakan produk dari proses politik. Pada penelitian ini rezim pemerintahan yang akan dibahas dalam penelitian ini yakni rezim pemerintahan Susilo Bambang Yudoyono periode 2005-2014 dan rezim pemerintahan Joko Widodo periode 2015-2018.

Rzm = 1 Jika rezim pemerintahan SBY, dan RZM = 0 Jika rezim pemerintahan Jokowi.

Pemberiaan variabel dummy rezim pemerintahan Susilo Bambang Yudoyono (SBY) = 1, dan rezim Joko widodo (JKW) = 0 akan sama hasilnya bila variabel dummy rezim pemerintahan SBY = 0 dan rezim JKW =1 karena data yang menyertai masing-masing rezim tersebut juga akan berubah pula.

3.3.3. Variabel Kontrol.

Variabel kontrol adalah variabel yang dikendalikan sehingga hubungan variabel bebas terhadap variabel terikat tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang diteliti. Adapun variabel kontrol dalam penelitian ini adalah usia perusahaan, ukuran perusahaan, profitabilitas perusahaan dan pertumbuhan perusahaan.

a. Usia Perusahaan

Usia perusahaan akan menggambarkan seberapa matang kondisi perusahaan tersebut sejak awal didirikan. Semakin lama perusahaan tersebut

berdiri akan menunjukkan kematangan perusahaan tersebut dalam operasional usahannya. Penelitian Chen and Stronge (2005), usia perusahaan berpengaruh positif pada *leverage*, sedangkan penelitian Ahmed et al., (2010), menemukan usia perusahaan berpengaruh negatif terhadap hutang perusahaan.

Formula yang digunakan adalah :

$$\text{Usia} = \text{tahun pengamatan} - \text{tahun pendirian perusahaan} \quad (3.3)$$

b. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan yang dimaksud disini adalah seberapa besar total aktiva yang dapat dijadikan jaminan pada komposisi struktur modal (Ozkan, 2001). Perusahaan yang berukuran dengan skala besar cenderung lebih mudah dalam mendapatkan dana dari pihak luar dalam mengembangkan usahanya. Kemudian perusahaan yang berukuran besar tentu kebutuhan dananya akan semakin tinggi.

Formula yang digunakan adalah :

$$\text{Size} = \text{Ln}(\text{total Aset}) \quad (3.4).$$

c. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan suatu hal yang sangat penting bagi perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi, cenderung menggunakan hutang yang relatif kecil (Brigham & Ehrhardt, 2015). Profitabilitas mencerminkan sejauh mana efektivitas perusahaan dalam mengelola sumber daya yang ada pada perusahaan tersebut.

Formula yang dipakai dalam pengukurannya yakni

$$\text{Profit} = \frac{EBIT}{\text{Total Aktiva}} \quad (3.5)$$

d. Pertumbuhan

Aset perusahaan diharapkan tumbuh setiap tahun. Baharuddin et al.,(2011) menyatakan perusahaan yang makin tumbuh cenderung hutangnya makin banyak. Sementara hasil penelitian Akinlo (2011) menyatakan bahwa ada pengaruh negatif antara pertumbuhan dan *leverage* karena ada pilihan lain untuk pembiayaan perusahaan.

Formula yang digunakan sebagai alat ukurnya adalah:

$$\text{Growth} = \frac{\Delta \text{ Total Aset}}{\text{Total Aset}} \quad (3.6)$$

3.4. Pengujian Hipotesis

3.4.1. Model Penelitian.

Adapun model yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$\text{SM}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PPolK}_{it} + \beta_2 \text{PPolNK}_{it} + \beta_3 \text{Rzm}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Age}_{it} + \beta_6 \text{Prof}_{it} + \beta_7 \text{Growth}_{it} + e_{it} \quad (3.7).$$

Dimana:

SM_{it}	= Struktur Modal
β_0	= Konstanta (Inetrcept)
$\beta_{1...7}$	= Koefisien Regresi
PPolK_{it}	= Patronase Perusahaan Koalisi pada titik observasi it
PPolNK_{it}	= Patronase Perusahaan NonKoalisi pada titik observasi it
Rzm_{it}	= Rezim Politik pada titik observasi it
Size_{it}	= Ukuran Perusahaan pada titik observasi it
Age_{it}	= Usia Perusahaan pada titik observasi it
Prof_{it}	= Profitabilitas Perusahaan pada titik observasi it
Growth_{it}	= Pertumbuhan Perusahaan pada titik observasi it
e_{it}	= error term dalam model

3.4.2. Teknik Analisis Data.

Teknik analisis data bertujuan agar maksud dari penelitian ini tercapai dan untuk menguji hipotesis yang telah dibuat sebelumnya. Data yang diperoleh ini berupa data panel. Adapun teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan model regresi linear berganda atau multiple regresi dengan alat uji program Eviews 10. Pemilihan metode Eviews karena data dalam penelitian data panel yang merupakan kombinasi data *time series* dan *cross section*.

3.4.3. Uji Model Penelitian

Uji model di sini dilakukan untuk menjelaskan seberapa besar pengaruh sejumlah variabel bebas atau variabel independen terhadap satu variabel terikat atau dependen.

3.4.3.1. Uji t

Uji t ini dipergunakan agar mengetahui sejauh mana variabel bebas atau independen secara individu memiliki pengaruh signifikan kepada variabel tergantung atau dependen, dengan beranggapan variabel-variabel independen lainnya tetap. Pengujian ini dapat diketahui dari perbandingan nilai t hitung dengan t pada tabel. Nilai t hitung dapat diperoleh menggunakan formula :

$$t \text{ hit} = (\text{koefisien regresi}) / (\text{Standard deviasi}) \quad 3.8.$$

Adapun parameter ujinya yaitu:

Jika $p\text{-value} \leq 0,05$ maka pengaruhnya signifikan, sedangkan bila

$p\text{-value} > 0,05$, maka pengaruhnya tidak signifikan.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini dijelaskan mengenai gambaran umum data penelitian, statistik deskriptif, hasil uji hipotesa dan pembahasan dari hasil uji hipotesa yang telah dilakukan.

4.1. Gambaran Umum Data Penelitian.

Data yang dikumpulkan pada penelitian ini adalah diambil dari laporan keuangan perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indoensia. Perusahaan yang dibutuhkan dalam penelitian ini sebagian besar yang berhubungan dengan patronase politik atau tidak. Perusahaan dinamakan berpatronase politik atau memiliki koneksi secara politik minimal memenuhi salah satu dari kriteria yaitu 1) Minimal ada satu dari pemegang saham terbesar berhubungan dengan politikus atau partai tertentu. 2) Orang yang mengendalikan minimal saham 10% dari keseluruhan saham dengan hak suara terkait dengan politikus atau partai tertentu 3) Minimal ada seorang dari direksi ataupun komisaris perusahaan adalah pejabat misalnya sebagai menteri atau anggota DPR terkait dengan politikus ataupun keanggotaan suatu organisasi politik tertentu (Agrawal & Knoeber, 2001; Faccio, 2006).

Di Indonesia sejak Presiden Susilo Bambang Yudoyono tahun 2004 sampai Presiden Jokowi tahun 2018 membentuk pemerintahan koalisi dan non koalisi. Pemerintahan koalisi adalah gabungan beberapa partai politik yang bercirikan adanya perwakilan partai politik dalam kabinet pemerintahan. Non

koalisi adalah partai politik atau gabungan partai politik yang tidak menyertakan wakilnya pada kabinet pemerintahan. Pada pemerintahan Susilo Bambang Yudoyono pada periode pertama (2004-2009) partai koalisi terdiri dari partai Demokrat, Golkar, PAN, PKB, PPP, PKS, PBB, dan partai non koalisi yaitu PDIP Dan Gerindra. Pada pemerintahan Susilo Bambang Yudoyono periode kedua (2009-2014) koalisi terdiri dari partai Demokrat, Golkar, PKS, PAN, PPP dan PKB, serta partai nonkoalisi yaitu Gerindra Dan PDIP. Pada pemerintahan Joko Widodo (2015-2018) koalisi pemerintahannya terdiri dari PDIP, Nasdem, Golkar, PAN, PKB, PPP dan partai non koalisi yaitu Gerindra, Demokrat dan PKS. Sejak tahun 2004 sampai 2018 rezim yang berkuasa terdiri dari 2 rezim yaitu rezim Susilo Bambang Yudoyono dan rezim Joko Widodo (Romli, 2017).

Perusahaan yang terkait dalam partai koalisi misalnya PT.Toba Bara Sejatera Tbk. Pemilik perusahaan tersebut adalah Luhut Binsar Panjaitan. Luhut Binsar Panjaitan adalah pengurus partai Golkar. Partai Golkar adalah partai yang berkoalisi dengan pemerintahan Susilo Bambang Yudoyono baik pada periode pertama pemerintahan (2004-2009), maupun periode kedua pemerintahan (2014-2019). Pada pemerintahan Joko Widodo partai Golkar juga berkoalisi dengan pemerintahan Joko Widodo (Romli, 2017). Contoh perusahaan yang terkait partai non koalisi dengan pemerintah adalah PT Saratoga Investama Sedaya Tbk. Pemilik Perusahaan ini adalah Sandiogo Salahudin Uno. Sandiogo Salahudin Uno adalah pengurus partai Gerindra. Partai Gerindra adalah partai yang termasuk partai non koalisi. Sedangkan contoh perusahaan nonpartai politik adalah PT.Mustika Ratu Tbk. Pemilik perusahaan adalah Muryati Sudibyo. Muryati

Sudibyo adalah anggota Dewan Perwakilan Daerah. Seorang yang menjadi anggota Dewan Perwakilan Daerah tidak boleh berasal dari partai politik. Berdasarkan contoh tersebut maka didapatkan data yang menjadi obyek pada penelitian ini yang lebih lengkap dapat dilihat pada lampiran 1.

Pada penelitian ini untuk data BUMN dalam proses pengolahan data diolah dengan dua kategori. Pertama, Perusahaan BUMN dikategorikan berpatron (patronase koalisi) dengan variabel dummy = 1, karena BUMN adalah milik pemerintah (Adhikari et al., 2006; Lim et al., 2012). Kedua BUMN dikategorikan perusahaan bukan patron (non koalisi) dengan variabel dummy = 0, karena sesuai Undang-Undang No.19 tahun 2003 tentang BUMN yang menyatakan bahwa “anggota direksi BUMN tidak boleh mempunyai jabatan lain yang dapat mengakibatkan konflik kepentingan kemudian undang-undang tersebut dijabarkan dalam bentuk Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 2005 tentang Pendirian, Pengurusan, Pengawasan, dan Pembubaran Badan Usaha Milik Negara” (Republik Indonesia, 2003, 2005).

Berdasarkan ketentuan tersebut komposisi data dalam penelitian ini dengan asumsi BUMN adalah patronase politik koalisi dapat dilihat pada tabel 4.1. berikut ini:

Tabel 4.1.
Komposisi Patron Dan Rezim Perusahaan Sampel
(Dengan Asumsi BUMN adalah Patronase Politik Koalisi)

Variabel	Jumlah Sampel	Persen
Rezim SBY		
PPolKoalisi Pemerintah	178	48
PPolNonKoalisi	12	3
NonPatron	52	14
Jumlah	242	65
Rezim Jokowi		
PPolKoalisi Pemerintah	96	26
PPolNonKoalisi	20	5
NonPatron	15	4
Jumlah	131	35
Total	373	100

Adapun komposisi data dengan asumsi BUMN adalah NonPatronase Politik Koalisi dapat dilihat pada tabel 4.2. berikut ini.

Tabel 4.2.
Komposisi Patron Dan Rezim Perusahaan Sampel
(Dengan Asumsi BUMN adalah Non Patronase)

Variabel	Jumlah Sampel	Persen
Rezim SBY		
PPolKoalisi Pemerintah	58	16
PPolNonKoalisi	12	3
NonPatron	172	46
Jumlah	242	65
Rezim Jokowi		
PPolKoalisi Pemerintah	26	7
PPolNonKoalisi	20	5
NonPatron	85	23
Jumlah	131	35
Total	373	100

Laporan perusahaan PT.Kimia Farma Tbk sebagai perusahaan sampel, apabila berasumsi sebagai BUMN berpatronase politik karena sahamnya lebih 50% dimiliki oleh pemerintah, maka variabel *dummy* = 1 (Adhikari et al., 2006; Lim et al., 2012) sedangkan apabila berasumsi tidak berpatronase karena Undang-Undang No.19 tahun 2003 BUMN, maka variabel *dummy* = 0 (Republik Indonesia, 2003)

4.2. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif menyampaikan informasi tentang sampel yang telah diperoleh meliputi nilai minimum, nilai maksimum, *mean* dan *standar deviasi*, *kurtosis* dan *skewness* dari semua variabel baik variabel terikat (*dependent*) maupun variabel bebas (*independent*). Pada variabel bebas PPolK, PPolNK dan rezim *mean* dan *standar deviasi*, *kurtosis* dan *skewness* tidak dilakukan perhitungan karena ketiganya adalah variabel *dummy*. Pada penelitian ini data diasumsikan BUMN berpatronase politik dan tidak berpatronase politik, maka statistik deskriptifnya dibuat dua asumsi (secara umum statistik deskriptif data asumsi BUMN berpatronase politik dan asumsi tidak berpatronase politik adalah sama, perbedaan hanya pada jumlah sampel variabel patronase politik koalisi). Adapun statistik deskriptif pada penelitian ini dilihat pada table 4.3 berikut ini:

Tabel 4.3. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Standar Deviasi	Kurtosis	Skewness
LTD/E	0,72	-8,54	12,13	1,53	27,53	2,28
LTD/TA	0,24	0,00	1,65	0,19	7,33	1,71
Size	15,97	10,33	19,14	1,40	0,29	-0,35
Prof	0.06	-0,88	0,69	0,14	12,31	-1,31
Age	48,9	2	201	37,39	6,29	2,25
Growth	0,24	-0.93	16,68	0,93	264,29	15,15
PPoIK ^a (BUMN Patron)	0,73	0	1			
PPoIK ^a (BUMN non Patron)	0,23	0	1			
PPoINK ^a	0,085	0	1			
Rezim ^a	0,649	0	1			

Keterangan

^a = variabel *dummy*

Tabel 4.3 di atas menunjukkan bahwa nilai *mean* LTD/E = 0,72, nilai minimum sebesar -8,54 milik PT Bumi Resources Tbk tahun 2013 dengan nilai paling tinggi sebesar 12,13 milik PT. Tower Bersama Infrastruktur Tbk tahun 2015. Nilai LTD/E negatif disebabkan nilai total hutang perusahaan tersebut lebih besar daripada nilai total asetnya dan nilai *standard deviasi* 1,53. Nilai kurtosis 27,53 menggambarkan data berbentuk leptokurtik atau lancip dan nilai skewness 2,28 menandakan data berdistribusi tidak simetris sebab data mengarah condong ke sebelah kanan.

Nilai LTD/TA dengan *mean* = 0,24 nilai minimum 0,00 milik PT.Saratoga Investama Sedaya Tbk tahun 2016 dan nilai maksimum 1,65 milik PT. Bumi Resources Tbk tahun 2016 sedangkan nilai standar deviasi 0,19. Nilai kurtosis 7,34 menggambarkan data berbentuk leptokurtik atau lancip dan nilai skewness

1,71 menandakan data berdistribusi tidak simteris sebab data mengarah condong ke sebelah kanan.

Nilai statistik deskriptif variabel ukuran mempunyai *mean* sebesar 15,97 dan nilai terrendah sebesar 10,33 milik PT.Red Planet Indonesia Tbk tahun 2013, dan nilai maksimum sebesar 19,14 milik PT.Telekomunikasi Indonesia Tbk tahun 2018 serta standar deviasi sebesar 1,40. Variabel profitabilitas mempunyai *mean* sebesar 0,06, nilai minimum sebesar -0,88 milik PT Bakrie & Brother Tbk tahun 2013 dan nilai tertinggi sebesar 0,69 milik PT Toba Bara Sejahtera Tbk tahun 2011. Nilai profitabilitas negatif karena pada tahun tersebut perusahaan mengalami kerugian, dan standar deviasi sebesar 0,14. Nilai kurtosis 0,29 menggambarkan data berbentuk platikurtik atan tumpul dan nilai skewness -0,35 menandakan data berdistribusi tidak simteris sebab data mengarah condong ke sebelah kiri.

Variabel usia mempunyai *mean* sebesar 48,91, nilai minimum 2 tahun yaitu PP Properti Tbk, dan nilai maksimum berusia 201 tahun PT Kimia Farma Tbk serta standar deviasi sebesar 37,4. Nilai kurtosis 6,29 menggambarkan data berbentuk leptokurtik atan lancip dan nilai skewness 2,25 menandakan data berdistribusi tidak simetris sebab data mengarah condong ke sebelah kanan.

Variabel pertumbuhan mempunyai rata-rata sebesar 0,24, nilai minimum sebesar -0,93 milik PT Humpuss Intermoda Transportasi Tbk tahun 2006 dan nilai maksimum sebesar 16,68 milik PT.Red Planet Indonesia Tbk tahun 2013 serta standar deviasi sebesar 0,93. Nilai negatif pada variabel pertumbuhan karena pada tahun tersebut terjadi penurunan aset dari perusahaan. Nilai kurtosis 264,29

menggambarkan data berbentuk leptokurtik atau lancip dan nilai skewness 15,15 menandakan data berdistribusi tidak simetris sebab data mengarah condong ke sebelah kanan.

Variabel PPolK mempunyai rata-rata sebesar 0,73 artinya jumlah sampel Patronase politik koalisi sebanyak 274 dari total 373 sampel, dengan nilai minimum 0 dan maksimum 1. Variabel PPolNK mempunyai rata-rata sebesar 0,085 artinya jumlah sampel patronase politik non koalisi sebanyak 32 dari total 373 sampel dengan nilai minimum 0 dan maksimum 1 serta variabel rezim mempunyai rata-rata sebesar 0,649 artinya jumlah sampel pada rezim SBY sebanyak 242 dari total 373 sampel, dengan nilai minimum 0 dan maksimum 1.

4.3. Hasil Uji

Data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data panel tidak seimbang (*Unbalance*). Data panel karena data ini mengkombinasikan data *time series* dan *cross section*. Data tidak seimbang karena jumlah tahun tiap-tiap perusahaan berbeda dengan perusahaan lainnya.

4.3.1. Hasil Uji Asumsi Klasik

Adapun asumsi klasik pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Uji Normalitas Data

Pengujian normalitas data digunakan untuk sampel kecil ($n < 30$). Pada penelitian ini sampel yang digunakan cukup besar yaitu 373 melebihi 30 sehingga tidak perlu dilakukan uji normalitas data (Santoso, 2013). Data dalam penelitian

ini menggunakan data panel yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan sehingga tidak perlu dilakukan uji normalitas data (Gujarati & Porter, 2015).

2. Uji Multikolinearitas

Masalah multikolinearitas adalah masalah defisiensi data, dimana jumlah observasi lebih besar dari jumlah variabel independen, dan analisa regresi tetap dapat dilakukan karena tujuan regresi adalah peramalan (Ghozali & Ratmono, 2017). Uji multikolinearitas adalah keadaan dimana terjadi hubungan linear yang sempurna atau mendekati antar variabel independen dalam model regresi. Suatu model regresi dikatakan mengalami multikolinearitas jika ada fungsi linear yang sempurna pada beberapa atau semua independen variabel dalam fungsi linear.

Adapun hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada lampiran 2 yang secara ringkas seperti tabel 4.4.berikut:

Tabel 4.4. Nilai VIF untuk pengujian Multikolonieritas ke-dua *proxy*

	LTD / E	LTD/A
PPoIK	1,500069	1,500069
PPoINK	1,445245	1,445245
Rezim	1,126440	1,126440
Size	1,144239	1,144239
Prof	1,047055	1,047055
Age	1,145079	1,145079
Growth	1,019628	1,019628

Berdasarkan tabel di atas maka dapat disimpulkan dinyatakan tidak terjadi multikolinieritas karena nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) kurang dari 10 (Priyatno, 2013).

3. Uji Heteroskedastisitas

Data panel berhubungan dengan banyak perusahaan dari waktu ke waktu sehingga dapat mengatasi masalah heterogenitas. heterokedastisitas tidak akan

menyebabkan koefisien variabel independen (estimator) menjadi bias, karena residual bukanlah komponen yang menghitungnya (Ghozali & Ratmono, 2017). Berdasarkan hal tersebut uji heterokedastisitas tidak perlu dilakukan.

4. Uji Autokorelasi

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data panel, sehingga uji autokorelasi tidak perlu dipergunakan (Gujarati & Porter, 2015). Penggunaan uji autokorelasi, untuk melihat apakah pengamatan pada tahun saat ini (t), dipengaruhi oleh pengamatan pada tahun sebelumnya ($t-1$). dan apakah mempengaruhi data pada tahun sesudahnya ($t+1$). Pengamatan data panel diperoleh dari beberapa perusahaan dan beberapa tahun dan datanya berdiri sendiri. Sebagai contoh data laporan keuangan perusahaan PT Saratoga Investama Sedaya Tbk tahun 2015 ketika Sandiogo Salahudin Uno sudah masuk partai politik tidak dipengaruhi oleh data laporan keuangan 2014 saat Sandiogo Salahudin Uno belum masuk partai politik.

4.3.2. Koefisien Determinasi

Nilai koefisien determinasinya dapat dilihat dari angka *adjusted R square*. Berdasarkan hasil pada lampiran 3, 4, 5 dan 6 nilai *adjusted R square* masing masing sebesar 16,9% menunjukkan proporsi pengaruh variabel PPolK, PPolNK, rezim, ukuran, usia, profitabilitas dan pertumbuhan terhadap hutang jangka panjang dibagi ekuitas (asumsi BUMN berpatronase politik), 31,6% menunjukkan proporsi pengaruh variabel PPolK, PPolNK, rezim, ukuran, usia, profitabilitas dan pertumbuhan terhadap hutang jangka panjang dibagi total aset (asumsi BUMN berpatronase politik), 14,79% menunjukkan proporsi pengaruh variabel PPolK,

PPolNK, rezim, ukuran, usia, profitabilitas dan pertumbuhan terhadap hutang jangka panjang dibagi ekuitas (asumsi BUMN tidak berpatronase politik), dan 26,1% menunjukkan proporsi pengaruh variabel PPolK, PPolNK, rezim, ukuran, usia, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan terhadap hutang jangka panjang dibagi total aset (asumsi BUMN tidak berpatronase politik),

4.3.3. Uji Kelayakan Model (Model Fit)

Uji fit atau uji kelayakan model dipakai untuk mengetahui sejauh mana model cocok untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat. Parameter uji kelayakan model ini adalah nilai F hitung. Apabila nilai F hasil perhitungan lebih kecil dari tingkat kesalahan (α) 0,05 maka model tersebut layak, demikian pula sebaliknya Berdasarkan hasil perhitungan pada lampiran 3, 4 5 dan 6, nilai F hitung untuk semua *proxy* dan asumsi adalah 0,00000. Nilai F hitung yang diperoleh untuk semua tingkat kesalahan kurang dari 0,05 ($0,00000 < 0,05$), akibatnya bisa dikatakan regresi layak digunakan untuk menjelaskan pengaruh PPolK, PPolNK, rezim, ukuran, usia, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal.

4.3.4. Uji t

Analisis pengolahan data untuk melakukan uji regresi pada penelitian ini menggunakan Eviews 10 dengan jenis data tidak seimbang (*Unbalanced*) karena jumlah data tahun setiap perusahaan berbeda-beda antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Model yang digunakan dalam analisis ini adalah model *common effect* dengan metode regresi OLS (*Ordinary Least Square*). Menurut Nachrowi & Usman (2006) Model *common effect* pada prinsipnya sama dengan

model *fixed* tetap yang memakai *dummy* variabel sebagai variabel bebas dan akan mendapatkan estimator yang tidak bias dan konsisten. Perbedaan model *common* efek dan *fixed effect* model yaitu *common efek* berasumsi *intercept* sama antar individu sedangkan *fixed effect* bisa berubah antar individu.

Pengujian model yang dilakukan pada penelitian ini menggunakan dua macam *proxy* variabel dependen yaitu *pertama*, *proxy* struktur modal yang merupakan kombinasi hutang jangka panjang dan ekuitas dan *kedua*, *proxy* struktur modal yang merupakan kombinasi hutang jangka panjang dan total aset. Sementara variabel independen terdiri dari 7 variabel yaitu patronase politik koalisi, patronase politik nonkoalisi, rezim, ukuran, profitabilitas, usia dan pertumbuhan. Sementara untuk data dikategorikan dua kategori yaitu BUMN berpatronase politik dan BUMN tidak berpatronase politik.

a. Model dengan asumsi BUMN adalah Patron.

Pemberian asumsi BUMN adalah patron (berpatronase politik) karena pada saham BUMN ada kepemilikan langsung oleh pemerintah. Pemerintah adalah produk dari hasil proses politik sehingga dengan demikian BUMN dikategorikan dengan perusahaan berpatronase politik dengan variabel *dummy* = 1 (Adhikari et al., 2006; Lim et al., 2012). Pengaruh variabel PpolK, PpolNK, rezim, ukuran, profit, usia dan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal dengan dua *proxy* yaitu, pertama hutang jangka panjang dibagi ekuitas dan kedua hutang jangka panjang dibagi total aset dengan asumsi BUMN berpatronase politik yang pengolahan datanya dengan menggunakan *eviews* 10 seperti dapat dilihat pada lampiran 3 dan 4 dan dapat diringkas seperti pada tabel berikut ini:

Tabel 4.5. Rangkuman Model Dengan Asumsi BUMN adalah Patron

	Variabel Dependen			
	LTD/E		LTD/TA	
	Koeff	Prob	Koeff	Prob
C	-2,85746	0,0025	-0,69517	0,0000
PPolK	-0,63910	0,0017	-0,13450	0,0000
PPolNK	1,451328	0,0000	0,097350	0,0064
Rzm	0,143079	0,3791	0,047164	0,0107
Size	0,239553	0,0000	0,063461	0,0000
Prof	0,771301	0,1600	-0,17393	0,0053
Age	-0,00084	0,6872	-0,00021	0,3740
Growth	-0,01819	0,8190	0,006006	0,5045

Tabel 4.5 di atas sebagai dasar untuk melakukan uji dan analisis apakah variabel bebas yang terdiri dari patronase politik koalisi, patronase politik nonkoalisi, rezim, ukuran, profitabilitas, usia dan pertumbuhan secara individu mempunyai pengaruh terhadap kedua *proxy* struktur modal yaitu pertama, hutang jangka panjang dibagi ekuitas, dan kedua hutang jangka panjang dibagi total aset.

1. Pengaruh Patronase Politik Koalisi Pemerintah terhadap Struktur Modal

Hasil uji hipotesa pengaruh patronase politik koalisi pemerintah terhadap struktur modal perusahaan pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah berpengaruh negatif signifikan sebab probabilitasnya mempunyai nilai kurang dari 0,05 ($0,0017 < 0,05$) dan nilai koefisiennya negatif (-0,64), kedua, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah berpengaruh negatif signifikan sebab probabilitasnya mempunyai nilai kurang dari 0,05 ($0,0000 < 0,05$) dan nilai koefisiennya negatif (-0,13).

2. Pengaruh Patronase Politik NonKoalisi Pemerintah terhadap Struktur Modal

Hasil uji hipotesa pengaruh patronase politik nonkoalisi pemerintah terhadap pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah berpengaruh positif signifikan karena probabilitas lebih kecil 0,05 ($0,0000 < 0,05$) dan koefisiennya positif (1,45) dan kedua apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah berpengaruh positif signifikan sebab probabilitasnya mempunyai nilai kurang dari 0,05 ($0,0064 < 0,05$) dan nilai koefisiennya positif (0,10).

3. Pengaruh Rezim terhadap Struktur Modal

Hasil uji hipotesa pengaruh rezim terhadap struktur modal: pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah tidak berpengaruh karena probabilitas lebih besar 0,05 ($0,3791 > 0,05$), dan kedua, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah berpengaruh positif signifikan sebab probabilitasnya mempunyai nilai kurang dari 0,05 ($0,0107 < 0,05$) dan nilai koefisiennya positif (0,05).

4. Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Struktur Modal

(1). Ukuran Perusahaan

Hasil uji hipotesa pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap struktur modal adalah pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah berpengaruh positif signifikan sebab probabilitas mempunyai nilai kurang dari 0,05 ($0,00 < 0,05$) dan nilai koefisiennya positif (0,24), dan kedua, apabila

menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah berpengaruh positif signifikan sebab probabilitasnya mempunyai nilai kurang dari 0,05 ($0,0003 < 0,05$) dan nilai koefisiennya positif (0,06).

(2). Profitabilitas Perusahaan

Hasil uji hipotesa pengaruh antara profitabilitas perusahaan terhadap struktur modal adalah : pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah tidak berpengaruh sebab probabilitasnya mempunyai nilai lebih dari 0,05 ($0,1600 > 0,05$) dan kedua, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah berpengaruh negatif signifikan sebab probabilitasnya mempunyai nilai kurang dari 0,05 ($0,0003 < 0,05$) dan nilai koefisiennya negatif (-0,17).

(3). Usia Perusahaan

Hasil uji hipotesa pengaruh antara usia perusahaan terhadap struktur modal adalah : pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah tidak berpengaruh sebab probabilitasnya mempunyai nilai lebih dari 0,05 ($0,6872 > 0,05$) dan kedua, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah tidak berpengaruh sebab probabilitasnya mempunyai nilai lebih dari 0,05 ($0,3740 > 0,05$).

(4). Pertumbuhan Perusahaan

Hasil uji hipotesa pengaruh antara pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal adalah : pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah tidak berpengaruh sebab probabilitas mempunyai nilai lebih dari 0,05 ($0,8190 > 0,05$) dan kedua, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka

panjang dibagi total aset adalah tidak berpengaruh karena nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 ($0,5045 > 0,05$).

b. Model dengan Asumsi BUMN adalah bukan Patron

Pemberian asumsi BUMN adalah bukan patron (tidak berpatronase politik) sehingga diberikan variabel dummy = 0, karena sesuai Undang-Undang No.19 tahun 2003 BUMN yang menyatakan bahwa “anggota direksi tidak boleh mempunyai jabatan yang dapat mengakibatkan konflik kepentingan, yang kemudian dijabarkan dalam bentuk Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 2005 tentang pendirian, pengurusan, pengawasan, dan pembubaran Badan Usaha Milik Negara”.

Pengaruh variabel PpolK, PpolNK, rezim, ukuran, profitabilitas, usia dan pertumbuhan terhadap struktur modal dengan dua *proxy* yaitu pertama hutang jangka panjang dibagi ekuitas, dan kedua, hutang jangka panjang dibagi total aset dengan asumsi BUMN tidak berpatron politik yang pengolahan datanya dengan menggunakan *evIEWS* 10 seperti dapat dilihat pada lampiran 5 dan 6 dapat diringkas seperti pada tabel 4.6. berikut ini:

Tabel 4.6. Rangkuman Model Dengan Asumsi BUMN adalah bukan Patron

	Variabel Dependen			
	LTD/E		LTD/TA	
	Koeff	Prob	Koeff	Prob
C	-2,81622	0,0034	-0,713677	0,0000
PpolK	-0,06294	0,7385	0,046929	0,0326
PpolNK	1,889166	0,0000	0,208195	0,0000
Rezim	0,182770	0,2671	0,052852	0,0059
Size	0,210835	0,0002	0,057863	0,0000
Prof	0,635801	0,2711	-0,151602	0,0242
Age	-0,00268	0,1933	-0,000527	0,0278
Growth	-0,03131	0,6971	0,003471	0,7102

Tabel 4.6 di atas sebagai dasar untuk melakukan uji dan analisis apakah variabel bebas yang terdiri dari patronase politik koalisi, patronase politik nonkoalisi, rezim, ukuran, profitabilitas, usia dan pertumbuhan secara individu mempunyai pengaruh terhadap kedua *proxy* struktur modal yaitu pertama, hutang jangka panjang dibagi ekuitas, dan kedua hutang jangka panjang dibagi total aset.

1. Pengaruh Patronase Politik Koalisi Pemerintah terhadap Struktur Modal

Hasil uji hipotesa pengaruh patronase politik koalisi pemerintah terhadap struktur modal perusahaan pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah tidak berpengaruh karena probabilitas lebih besar 0,05 ($0,7385 > 0,05$), dan kedua, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah berpengaruh positif signifikan sebab probabilitasnya mempunyai nilai kurang dari 0,05 ($0,0326 < 0,05$) dan nilai koefisiennya positif (0,047).

2. Pengaruh Patronase politik NonKoalisi Pemerintah terhadap Struktur Modal

Hasil uji hipotesa pengaruh patronase politik nonkoalisi pemerintah terhadap pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah berpengaruh positif signifikan karena nilai probabilitasnya lebih kecil 0,05 ($0,0000 < 0,05$) dan nilai koefisiennya positif (1,89), kedua, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah berpengaruh positif signifikan sebab probabilitasnya mempunyai nilai kurang dari 0,05 ($0,0000 < 0,05$) dan nilai koefisiennya positif (0,21).

3. Pengaruh Rezim terhadap Struktur Modal

Hasil uji hipotesa pengaruh rezim terhadap struktur modal dengan *proxy* : pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah tidak berpengaruh karena probabilitas lebih besar 0,05 ($0,2671 > 0,05$), dan kedua, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah berpengaruh positif signifikan sebab probabilitasnya mempunyai nilai dari 0,05 ($0,0059 < 0,05$) dan nilai koefisiennya positif (0,052).

4. Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Struktur Modal

(1). Ukuran Perusahaan

Hasil uji hipotesa pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap struktur modal adalah pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah berpengaruh positif signifikan sebab probabilitasnya mempunyai nilai kurang dari 0,05 ($0,0002 < 0,05$) dan koefisiennya positif (0,21), dan kedua, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah berpengaruh positif signifikan karena nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 ($0,0000 < 0,05$) dan nilai koefisiennya positif (0,06).

(2). Profitabilitas

Hasil uji hipotesa pengaruh antara profitabilitas perusahaan terhadap struktur modal : pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah tidak berpengaruh sebab probabilitas mempunyai nilai lebih dari 0,05 ($0,2711 > 0,05$) dan kedua, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah berpengaruh negatif signifikan sebab probabilitas

mempunyai nilai kurang dari 0,05 ($0,0242 < 0,05$) dan nilai koefisiennya negatif (-0,15).

(3). Usia Perusahaan

Hasil uji hipotesa pengaruh antara usia perusahaan terhadap struktur modal adalah : pertama, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah tidak berpengaruh sebab probabilitas mempunyai nilai lebih dari 0,05 ($0,1933 > 0,05$) dan kedua, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah berpengaruh negatif signifikan sebab probabilitas mempunyai nilai kurang dari 0,05 ($0,0278 < 0,05$) dan nilai koefisiennya negatif (-0,0005).

(4). Pertumbuhan Perusahaan

Hasil uji hipotesa pengaruh antara pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal : pertama,, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah tidak berpengaruh sebab probabilitas mempunyai nilai lebih dari 0,05 ($0,6971 > 0,05$) dan kedua, apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset adalah tidak berpengaruh sebab probabilitas mempunyai nilai lebih dari 0,05 ($0,7102 > 0,05$).

Berdasarkan uji hipotesa model penelitian di atas, dapat dibuat tabel ringkasan dari pengaruh patronase politik koalisi, patronase politik nonkoalisi, rezim politik, ukuran, profitabilitas, usia dan pertumbuhan dengan *proxy* hutang jangka panjang (LTD) dibagi ekuitas (E), dan hutang jangka panjang (LTD) dibagi total aset (TA) dengan asumsi BUMN berpatronase politik dan BUMN tidak berpatronase politik sebagai berikut:

Tabel 4.7. Rangkuman hasil uji hipotesa Pengaruh PpolK, PpolNk, Rezim, terhadap struktur Modal dengan *Proxy*, LTD/E, dan LTD/TA (Dengan asumsi BUMN berpatronase politik dan tidak berpatronase politik)

ASUMSI BUMN = 1		
	PROXY STRUKTUR MODAL	
	LTD / E	LTD TA
PPolK	-S	-S
PPolNK	+S	+S
Rzm	TS	+S
Size	+S	+S
Prof	TS	-S
Age	TS	TS
Growth	TS	TS
ASUMSI BUMN = 0		
	PROXY STRUKTUR MODAL	
	LTD / E	LTD TA
PPolK	TS	+S
PPolNK	+S	+S
Rezim	TS	+S
Size	+S	+S
Prof	TS	-S
Age	TS	-S
Growth	TS	TS

Keterangan:

- TA : Total Aset
 LTD : Long Term Debt
 E : Ekuitas
 +S : Positif Signifikan
 -S : Negatif Signifikan
 TS : Tidak Signifikan

Berdasarkan hasil pengujian di atas maka hipotesa pertama dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa patronase politik koalisi pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan adalah ditolak, hipotesa kedua yang menyatakan bahwa patronase politik nonkoalisi pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan adalah diterima, hipotesa ketiga yang menyatakan rezim politik berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan adalah ditolak.

4.4. Pembahasan

4.4.1. Pengaruh Patronase Politik Koalisi Pemerintah terhadap Struktur Modal Perusahaan

Pengaruh patronase politik koalisi pemerintah terhadap struktur modal perusahaan yang *diproxykan* hutang jangka panjang dibagi ekuitas adalah berpengaruh negatif. Hasil ini berarti tidak mendukung hipotesa. Patronase politik koalisi berpengaruh negatif artinya adanya patronase politik koalisi pemerintah, mengakibatkan hutang perusahaan semakin kecil. Faktor penyebab hutang perusahaan menjadi kecil karena perusahaan yang memiliki patronase politik koalisi berpotensi menjalankan kegiatan *rent seeking*, sehingga mengakibatkan turunnya kinerja dari perusahaan. Kegiatan *rent seeking* ini didukung oleh penelitian (Yang et al., 2014). Kegiatan *rent seeking* merupakan suatu bentuk golongan korupsi sehingga menimbulkan anggapan atau persepsi tidak baik dari masyarakat luas tentang perusahaan tersebut. Persepsi tidak baik tersebut menyebabkan perusahaan kesulitan memperoleh hutang akibatnya hutang perusahaan kecil (Chen et al., 2010). Aktivitas *rent seeking* di Indonesia terjadi

sejak zaman sebelum reformasi (pada masa pemerintahan Presiden Soeharto) dan zaman setelah reformasi. Contoh aktivitas *rent seeking* pada zaman sebelum reformasi yaitu kasus pemberian kredit atau pinjaman kepada kelompok Golden Key Grup oleh Bank Pembangunan Indonesia sebesar \$430 juta, sedangkan contoh setelah reformasi yaitu kasus bank Century (Leuz & Oberholzer-Gee, 2006; Solihah, 2016). Faktor kedua penyebab hutang perusahaan kecil adanya kontrol dari masyarakat seperti lembaga swadaya masyarakat. Pemantauan dan pemberitaan dari media oleh lembaga swadaya masyarakat tentang adanya patronase politik antara perusahaan dengan pihak tertentu seperti politisi menyebabkan bank berhati-hati memberikan kredit. Faktor tersebut akan mengurangi hutang jangka panjang perusahaan. Hasil ini didukung oleh penelitian (Yang et al., 2014).

Hasil temuan yang sama ketika menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset dengan asumsi BUMN berpatronase politik. Hasil ini berbeda dengan temuan (Fraser et al., 2006; Lim et al., 2012) menyatakan bahwa patronase politik memiliki hubungan positif dengan struktur modal. Apabila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset dengan asumsi BUMN tidak berpatronase politik menunjukkan bahwa patronase politik koalisi pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal, karena dengan adanya patronase politik hutang perusahaan lebih besar dibanding dengan perusahaan yang tidak berpatronase politik. Hasil tersebut didukung oleh penelitian (Fraser et al., 2006; Lim et al., 2012). Hasil yang berbeda pula ketika menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas dengan asumsi BUMN tidak berpatronase

politik menyatakan bahwa patronase politik koalisi tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Hasil analisa yang beragam di atas apabila BUMN tidak berpatronase politik mengakibatkan hutang perusahaan besar karena pihak kreditur tidak ragu intervensi pemerintah untuk memberikan pinjaman. Intervensi pemerintah terhadap suatu pinjaman akan mengakibatkan kekhawatiran gagal bayar.

Variabel patronase politik koalisi pemerintahan ini merupakan variabel kebaruan yang berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya seperti (Fraser et al., 2006; Lim et al., 2012). Penelitian sebelumnya variabel patronase politik secara umum tidak membedakan antara patronase politik koalisi dan nonkoalisi terhadap pemerintah. Variabel patronase politik koalisi dan nonkoalisi dalam penelitian ini merupakan kekhasan sistem politik di Indonesia yang tidak mengenal partai oposisi (Romli, 2011).

Faktor lain dari pengaruh patronase politik berkoalisi berhubungan negatif dengan struktur modal di Indonesia karena ada perbedaan kondisi perpolitikan di Indonesia. Faccio (2006) meneliti hubungan patronase politik dengan struktur modal di Indonesia sebelum reformasi sedangkan penelitian ini dilakukan setelah reformasi. Sebelum reformasi dikenal dengan sistem multi partai dengan partai politik dominan adalah partai Golkar, sementara setelah reformasi dengan sistem partai multi partai yang sangat ekstrim (*hyper* partai) karena begitu banyaknya jumlah partai yang ada (Romli, 2011).

4.4.2. Pengaruh Patronase Politik NonKoalisi Pemerintah terhadap Struktur Modal Perusahaan

Pengaruh patronase politik nonkoalisi pemerintah terhadap struktur modal perusahaan yang *diproxykan* hutang jangka panjang dengan ekuitas adalah berpengaruh positif. Hasil ini berarti mendukung hipotesa dalam penelitian ini. Patronase politik nonkoalisi mengakibatkan kenaikan jumlah hutang perusahaan. Patronase politik dapat mempengaruhi perusahaan untuk tujuan tertentu (Shleifer & Vishny, 1994). Patronase politik meskipun tidak berkoalisi dengan pemerintah akan memudahkan perusahaan dapat meminjam hutang kepada bank (Bencheikh & Taktak, 2017; Johnson & Mitton, 2003). Bank mempunyai keyakinan akan pengembalian modal yang dipinjamkan tanpa pengaruh dengan intervensi dari pemerintah. Hal ini didukung dengan hasil penelitian Khwaja dan Mian (2005) yang menyatakan bahwa di Pakistan perusahaan yang memiliki hubungan dengan partai politik mendapatkan hutang lebih banyak dibandingkan dengan yang tidak berpatronase politik. Hasil yang sama dengan temuan ini ketika menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi dengan total aset baik asumsi BUMN berpatronase politik maupun asumsi BUMN tidak berpatronase politik. Hasil ini didukung oleh penelitian (Faccio, 2010; Fraser et al., 2006) menyatakan bahwa patronase politik berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Adanya adanya hubungan patronase politik meskipun tidak berkoalisi dengan pemerintah akan memberikan akses yang lebih mudah untuk mendapatkan hutang perusahaan dari bank. Kemudahan mendapatkan akses tersebut menyebabkan hutang perusahaan besar.

4.4.3. Pengaruh Rezim Politik Pemerintah terhadap Struktur Modal Perusahaan

Pengaruh rezim politik pemerintah terhadap struktur modal perusahaan tidak berpengaruh (*proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas). Hasil ini tidak mendukung hipotesa karena kedua rezim politik pemerintahan yang sekarang ini (rezim Susilo Bambang Yudoyono dan rezim Joko Widodo) adalah sama-sama rezim yang terjadi setelah reformasi. Hasil ini berbeda dengan penelitian Leuz dan Oberholzer-Gee (2006) yang membandingkan rezim BJ Habibie dengan rezim Gus Dur. Kedua rezim ini (rezim BJ Habibie dengan rezim Gus Dur) merupakan dua rezim yang berbeda dimana rezim BJ Habibie masih dikonotasikan dengan rezim Suharto (sebelum reformasi) sementara rezim Gus Dur adalah rezim hasil pemilihan setelah reformasi.

Hasil analisa berbeda ketika menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset yang menunjukkan hasil berpengaruh positif. Hal ini disebabkan rata-rata total aset pada rezim Susilo Bambang Yudoyono lebih kecil dibanding rata-rata total aset rezim Joko Widodo. Jika semakin kecil total aset, semakin besar *leverage* karena total aset berbanding terbalik dengan *leverage* (*proxy* LTD/TA). Hasil berpengaruh positif artinya hutang perusahaan pada rezim Susilo Bambang Yudoyono lebih besar dibanding dengan hutang perusahaan rezim Joko Widodo. Alternatif perusahaan mendapatkan dana apabila hutang kecil maka perusahaan menggunakan sumber dana internal. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order* (Chen, 2004).

4.4.4. Pengaruh variabel kontrol terhadap struktur modal perusahaan.

(1). Ukuran Perusahaan

Ozkan (2001), menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang dimaksud disini adalah seberapa besar jumlah keseluruhan aktiva yang bisa menjadi jaminan pada komposisi struktur modal perusahaan. Apabila ukuran perusahaan semakin besar maka probabilitas untuk terjadi kebangkrutan pada perusahaan tersebut semakin kecil (Titman & Wessels, 1988). Pengaruh antara ukuran perusahaan dengan struktur modal adalah berpengaruh positif. Hasil tersebut memberikan bukti semakin besar ukuran perusahaan tersebut maka hutangnya semakin besar pula karena ada jaminan dari pihak perusahaan untuk membayar hutang yang diberikan oleh pihak kreditur. Jaminan dari perusahaan mengakibatkan hutang yang dimiliki perusahaan besar. Hasil yang sama ketika menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset baik dengan asumsi BUMN berpatronase politik maupun asumsi BUMN tidak berpatronase politik. Temuan tersebut didukung oleh (Chen & Strange, 2005; Fraser et al., 2006). Hasil penelitian ini berbeda dengan (Ahmad et al., 2013; Akinyomi & Olagunju, 2013; Hijazi & Tariq, 2006) yang menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

(2). Profitabilitas Perusahaan

Kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan disebut profitabilitas. Hasil profitabilitas didapatkan dengan membandingkan laba suatu perusahaan dengan total aset perusahaan tersebut (Brigham dan Ehdhardt, 2014). Pengaruh antara profitabilitas perusahaan dengan struktur modal adalah tidak ada pengaruh. Hasil ini karena perusahaan yang mengalami kerugian (tidak

menguntungkan) menerbitkan ekuitas sebagai pengganti tingginya *leverage*. Hasil tersebut didukung oleh penelitian (Hovakimian et al., 2004).

Hasil temuan berbeda ketika menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset dengan asumsi BUMN berpatronase politik dan asumsi BUMN tidak berpatron politik menyatakan bahwa ada pengaruh negatif profitabilitas dengan struktur modal. Hasil ini memberikan bukti bahwa profitabilitas yang besar akan mengurangi hutang perusahaan yang *diproxykan* hutang jangka panjang dibagi total aset. Perusahaan apabila memiliki keuntungan yang besar maka diharapkan mempunyai pembiayaan dari internal perusahaan semakin besar akibatnya hutang perusahaan kecil. Berdasarkan hal tersebut profitabilitas mempunyai hubungan negatif dengan hutang perusahaan. Hasil ini didukung oleh penelitian (Ahmad et al., 2013; Akinyomi & Olagunju, 2013; Sabir & Malik, 2012).

(3). Usia Perusahaan

Usia perusahaan yaitu memperlihatkan seberapa lama waktu perusahaan tersebut untuk mampu untuk hidup bertahan dan bersaing serta mengambil kesempatan berusaha yang ada dalam suatu kegiatan perekonomian. Chen dan Strange (2005) menyatakan bahwa apabila suatu perusahaan telah lama beroperasi, maka perusahaan tersebut tentu banyak pengalaman yang didapatkan, sehingga masyarakat sudah memperoleh informasi yang banyak tentang perusahaan tersebut.

Pengaruh antara usia perusahaan terhadap struktur modal adalah tidak ada pengaruh.. Hasil ini disebabkan *proxy* yang dipakai adalah hutang jangka panjang

dibagi ekuitas sementara hutang jangka panjang bukan alternatif pembiayaan operasional perusahaan. Hasil ini didukung oleh penelitian (Romano et al., 2000). Hasil yang sama ketika menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset dengan asumsi BUMN berpatronase politik dan hasil *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas dengan asumsi BUMN tidak berpatronase politik. Temuan ini berbeda dengan hasil temuan (Ahmed et al., 2010), yang menyatakan bahwa usia berpengaruh negatif dengan struktur modal karena perusahaan bila telah lama beroperasi cenderung menggunakan sedikit hutang dan lebih mengandalkan modal sendiri.

Hasil tersebut (tidak ada pengaruh usia dengan struktur modal) berbeda dengan hasil penelitian (Chen & Strange, 2005), yang menyatakan bahwa ada pengaruh positif antara usia dengan struktur modal karena usia yang lama akan memberikan persepsi bahwa perusahaan telah mampu memberikan reputasi sehingga kreditur dapat memberikan kepercayaan kepada perusahaan untuk memberikan pinjaman. Sementara penggunaan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset usia perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan karena semakin tua usia perusahaan semakin mampu membiayai dirinya sendiri. Hasil tersebut didukung oleh penelitian (Ahmed et al., 2010; Sayeed, 2011).

(4). Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan aset perusahaan adalah sejauh mana perubahan peningkatan total aktiva yang dimiliki perusahaan pada tahun tertentu dibandingkan dengan

tahun sebelumnya (Brigham & Ehrhardt, 2015). Pengaruh pertumbuhan aset perusahaan dengan struktur modal adalah tidak ada pengaruh.

Pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap struktur modal karena pertumbuhan tidak jadi faktor utama untuk memperoleh hutang akan tetapi bersama-sama dengan faktor struktur modal lainnya seperti ukuran perusahaan. Faktor penyebab ini didukung oleh penelitian (Gill et al., 2009). Hasil yang sama ketika menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset dengan asumsi baik BUMN berpatronase politik maupun asumsi BUMN tidak berpatronase politik yang memberikan hasil bahwa pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan penelitian dari (Akinlo, 2011; Titman & Wessels, 1988) yang menemukan bahwa suatu perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhannya tinggi, maka kemungkinan dapat membiayai operasional kelangsungan usahanya melalui dana internal dibandingkan melalui dana eksternal. Pemakaian dana internal mengakibatkan hutang perusahaan kecil.

BAB V

KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat diambil dari pengaruh patronase politik koalisi, patronase politik nonkoalisi, rezim, dengan variabel kontrol ukuran, profitabilitas, usia dan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal adalah sebagai berikut;

1. Ketika BUMN dianggap patron, maka patron politik koalisi pemerintah berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil ini berarti ketika perusahaan berpatron politik koalisi maka hutang perusahaan menurun karena patronase politik koalisi berpotensi *rent seeking*. *Rent seeking* salah satu bentuk korupsi yang mengakibatkan perusahaan kesulitan mendapatkan pinjaman. Namun ketika BUMN dianggap bukan patron maka patronase politik koalisi pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal untuk *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset. Hasil ini karena dengan adanya patronase politik koalisi ada peningkatan hutang jangka panjang perusahaan. Perbedaan hasil antara BUMN dianggap patron dan BUMN bukan patron karena ketika BUMN bukan patron, maka pihak kreditur tidak ragu adanya intervensi pemerintah untuk memberikan pinjaman. Intervensi pemerintah terhadap suatu pinjaman dapat mengakibatkan kekhawatiran gagal bayar
2. Baik dengan asumsi bahwa BUMN adalah patron politik dan asumsi BUMN bukan patron politik, Patronase politik nonkoalisi pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal untuk *proxy* hutang jangka panjang dibagi

ekuitas dan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset. Temuan ini menunjukkan menerima hipotesis kedua dalam penelitian ini. Hasil ini berarti ketika perusahaan berpatronase politik nonkoalisi maka akan terjadi peningkatan hutang karena bank yakin akan pinjaman yang diberikan kepada perusahaan dapat dikembalikan tanpa intervensi dari pemerintah.

3. Baik dengan asumsi bahwa BUMN adalah patron politik maupun asumsi BUMN bukan patron politik, rezim Susilo Bambang Yudoyono memiliki porsi hutang yang lebih besar daripada rezim Joko Widodo jika *proxy* yang digunakan adalah hutang jangka panjang dibagi total aset. Namun jika menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas maka kedua rezim tersebut tidak berbeda porsi hutangnya.
4. Baik dengan asumsi bahwa BUMN adalah patron politik maupun asumsi BUMN bukan patron politik, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal dengan menggunakan semua *proxy* (hutang jangka panjang dibagi ekuitas dan hutang jangka panjang dibagi total aset). Hasil ini mengindikasikan bahwa makin besar ukuran perusahaan maka makin besar pula hutang perusahaan tersebut.
5. Baik dengan asumsi bahwa BUMN adalah patron politik maupun asumsi BUMN bukan patron politik, profitabilitas perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap struktur modal perusahaan jika menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas. Namun jika menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset baik dengan asumsi bahwa BUMN adalah patron politik maupun asumsi BUMN bukan patron politik profitabilitas perusahaan

berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil ini berarti besar keuntungan perusahaan mengakibatkan menurunnya hutang perusahaan.

6. Baik dengan asumsi bahwa BUMN adalah patron politik maupun asumsi BUMN bukan patron politik usia perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan jika *proxy* yang digunakan hutang jangka panjang dibagi ekuitas. Kemudian jika menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset asumsi BUMN adalah patron politik, usia tetap tidak berpengaruh terhadap struktur modal akan tetapi bila asumsi BUMN bukan patron politik usia berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Pengaruh negatif ini berarti semakin lama usia perusahaan, hutangnya semakin menurun (kecil).
7. Baik dengan asumsi bahwa BUMN adalah patron politik maupun asumsi BUMN bukan patron politik, pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal (menggunakan semua *proxy* yaitu hutang jangka panjang dibagi ekuitas dan hutang jangka panjang dibagi total aset). Hasil ini berarti besarnya hutang perusahaan tidak dipengaruhi oleh pertumbuhan tetapi dipengaruhi oleh berbagai faktor lain secara bersama-sama seperti faktor ukuran, patronase politik nonkoalisi.

5.2. Implikasi Penelitian

Implikasi penelitian diperoleh setelah dilakukan pembahasan dibagi menjadi implikasi teortis dan implikasi manajerial.

5.2.1. Implikasi Teoritis

Implikasi teoritis yang didapatkan dari penelitian ini adalah adanya tambahan variabel yang mempengaruhi struktur modal perusahaan yaitu patronase politik yang terdiri dari:

- (1) Patronase politik koalisi memberikan pengaruh negatif terhadap perusahaan bila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas dan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset dengan asumsi BUMN berpatronase politik sedangkan bila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset dengan asumsi BUMN tidak berpatron memberikan hasil bahwa patronase politik berpengaruh positif terhadap struktur modal.
- (2) Patronase politik non koalisi memberikan pengaruh positif terhadap struktur modal untuk semua *proxy* dan asumsi.
- (3) Rezim politik tidak berpengaruh terhadap struktur modal bila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi ekuitas akan tetapi bila menggunakan *proxy* hutang jangka panjang dibagi total aset memberikan pengaruh positif.

5.2.2. Implikasi Manajerial

Implikasi manajerial yang didapatkan dari penelitian ini adalah dapat menjadi pedoman bagi manajer perusahaan terkait manajemen keuangan perusahaan yaitu:

- (1). Keberadaan direksi atau pemilik saham akibat perusahaan berpatronase politik koalisi akan mengurangi hutang perusahaan, yang akibatnya biaya operasional perusahaan diambil dari sumber lain seperti menjual saham baru atau keuntungan perusahaan..

(2) Keberadaan direksi ataupun pemilik saham akibat perusahaan berpatronase politik non koalisi akan meningkatkan hutang untuk pembiayaan operasional perusahaan, tetapi manajer perusahaan perlu berhati-hati karena besarnya jumlah hutang akan mengakibatkan perusahaan menjadi bangkrut.

(3). Rezim politik yang berkuasa tidak memberikan pengaruh bagi srtuktur modal sehingga manajer keuangan perlu memikirkan sumber pembiayaan perusahaan.

5.3. Saran

Perlu dilakukan penelitian lebih lanjut dengan memperluas variabel patronase politik seperti patronase politik yang tidak masuk dalam parlemen akibat berlakunya ambang batas parlemen 4%. Partai politik yang tidak masuk parlemen seperti partai Perindo, Partai Karya Bangsa dan Partai Solidaritas Indonesia.

Daftar Pustaka

- Adhikari, A., Derashid, C., & Zhang, H. (2006). Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(5), 574–595.
- Adizes, I. (1989). *Corporate Life cycle: How and Why Corporation Grow and Die and What To Do About it*. Prectice Hall, Paramus NJ.
- Afza, T., & Hussain, A. (2011). Determinants of Capital Structure across Selected Manufacturing Sectors of. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(12), 254–262.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (2001). Do some outside directors play a political role? *Journal of Law and Economics*, 44(1), 179–198. <https://doi.org/10.1086/320271>
- Agustino, L. (2014). Patronase Politik Era Reformasi: Analisis Pilkada Di Kabupaten Takalar. *Jurnal Administrasi Publik*, 11(2), 69–85.
- Ahmad, H., A. Fida, B., & Zakaria, M. (2013). The Co-determinants of Capital Structure and Stock Returns: Evidence from the Karachi Stock Exchange. *The Lahore Journal of Economics*, 18(1), 81–93. <https://doi.org/10.35536/lje.2013.v18.i1.a4>
- Ahmed, N., Ahmed, Z., & Ahmed, I. (2010). Determinants of capital structure: A case of life insurance sector of Pakistan. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 24(24), 7–12.
- Akinlo, O. (2011). Determinants of capital structure : Evidence from Nigerian panel data. *African Economic and Business Review*, 9(1), 1–16.
- Akinyomi, O. J., & Olagunju, A. (2013). Determinants of Capital Structure in Nigerian. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 3(4), 999–1005. <https://doi.org/10.6007/ijarems/v2-i4/50>
- Alesina, A., Özler, S., Roubini, N., & Swagel, P. (1996). Political Instability and Economic Growth. *Journal of Economic Growth*, 1(2), 189–211. <https://doi.org/10.1007/BF00138862>
- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53–83. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-01-2013-0004>

- An, Z. (2012). Taxation and capital structure: Empirical evidence from a quasi-experiment in China. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 683–689. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.002>
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices. A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2–3), 203–227. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90018-W](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90018-W)
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented institutions. In *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (Vol. 43, Issue 1). <https://doi.org/10.1017/s0022109000002751>
- Arifin, Z. (2009). Pengaruh daur hidup perusahaan terhadap keputusan struktur modal. In *Media Riset Bisnis & Manajemen* (Vol. 9, Issue 2, pp. 113–134).
- Aspinall, E. (2013). A Nation In Fragments: Patronage and Neoliberalism in Contemporary Indonesia. *Critical Asian Studies*, 45(1), 27–54. <https://doi.org/10.1080/14672715.2013.758820>
- Baharuddin, N., Khamis, Z., Mahmood, W., & Dollah, H. (2011). Determinants of Capital Structure for Listed Construction Companies in Malaysia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 1(2), 115–132. http://www.scienpress.com/upload/JAFB/Vol 1_2_6.pdf
- Baral, K. J. (2004). Determinants of Capital Structure: A Case Study of Listed Companies of Nepal. *Journal of Nepalese Business Studies*, 1(1), 1–13. <https://doi.org/10.3126/jnbs.v1i1.34>
- Bassey, N. E., Arene, C. J., & Okpukpara, B. C. (2014). Determinants of Capital Structure of Listed Agro Firms in Nigeria. *Economic Affairs*, 59(1), 35. <https://doi.org/10.5958/j.0976-4666.59.1.004>
- Bencheikh, F., & Taktak, N. B. (2017). Political Connections and Debt Access: The Case of Tunisian Firms. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), 180–185.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2018). The Cost of Political Connections. *Review of Finance*, 22(3), 849–876.
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the UK - A decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, 12(3), 159–170. <https://doi.org/10.1080/09603100110090073>

- Biger, N., Nguyen, N. V., & Hoang, Q. X. (2008). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Vietnam. *International Finance Review*, 8, 307–326. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2005.02.007>
- Bliss, M. A., & Gul, F. A. (2012a). Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking and Finance*, 36(5), 1520–1527.
- Bliss, M. A., & Gul, F. A. (2012b). Political connection and leverage: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking and Finance*, 36(8), 2344–2350. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.04.012>
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, 56(1), 87–130. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Brahma, S. (2018). The Position of Ethnic Chinese in Indonesia. *Impact Journal*, 6(8), 269–276.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2015). Financial Management: Theory and Practice 13th Edition. In *South-Western Cengage Learning*. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Brounen, D., de Jong, A., & Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking and Finance*, 30(5), 1409–1442. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.02.010>
- Bundala, N. N. (2012). Do Tanzanian companies practice pecking order theory, agency cost theory or trade-off theory? An empirical study in Tanzanian listed companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(4), 401–422.
- Chen, C., Ding, Y., & Kim, C. (2010). High-level politically connected firms, corruption, and analyst forecast accuracy around the world. *Journal of International Business Studies*, 41(9), 1505–1524. <https://doi.org/10.1057/jibs.2010.27>
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. 57(March 2003), 1341–1351. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(03\)00070-5](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(03)00070-5)
- Chen, J., & Strange, R. (2005). The determinants of capital structure: Evidence from Chinese listed companies. *Economic Change and Restructuring*, 38(1 SPEC. ISS), 11–35. <https://doi.org/10.1007/s10644-005-4521-7>
- Cornett, M., Adair, T., & Nofsinger, J. (2018). *Finance Applications & Theory* (fourth). McGraw Hil Education.

- Cuong, N. T., & Canh, N. T. (2012). The effect of capital structure on firm value for Vietnam's seafood processing enterprises. *International Research Journal of Finance and Economics*, 89(June 2012), 221–233.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3–29.
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969–1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
- Dinc, S. (2005). Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77, 453–479. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.011>
- Eriotis, N., Vasiliou, D., & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), 321–331. <https://doi.org/10.1108/03074350710739605>
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American Economic Review*, 96(1), 369–386. <https://doi.org/10.1257/000282806776157704>
- Faccio, M. (2010). Faccio2010 - Differences between Politically Connected and Nonconnected Firms_A Cross-Country Analysis.pdf. *Financial Management*, 9(3), 905–927.
- Fauzi, F., Basyith, A., & Idris, M. (2013). The Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of New Zealand-Listed Firms. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), 1. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v5i2.3740>
- Fisman, R. (2001). Estimating the Value of Political Connections. *American Economic Review*, 91(4), 1095–1102. <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/aer.91.4.1095>
- Fraser, D. R., Zhang, H., & Derashid, C. (2006). Capital structure and political patronage: The case of Malaysia. *Journal of Banking and Finance*, 30(4), 1291–1308. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.008>
- Frielinghaus, A., Mostert, B., & Firer, C. (2005). Capital structure and the firm's life stage. *South African Journal of Business Management*, 36(4), 9–18. <https://doi.org/10.4102/sajbm.v36i4.640>
- Ghosh, A., Cai, F., & Li, W. (2000). The determinants of capital structure. *American Business Review*, 18(2), 129–134.
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 10*. BP UNDIP Semarang.

- Gill, A., Biger, N., Pai, C., & Bhutani, S. (2009). The Determinants of Capital Structure in the Service Industry: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 2(1), 48–53. <https://doi.org/10.2174/1874915100902010048>
- Gleason, K. C., Mathur, L. K., & Mathur, I. (2000). The interrelationship between culture, capital structure, and performance: Evidence from European retailers. *Journal of Business Research*, 50(2), 185–191. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(99\)00031-4](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(99)00031-4)
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). Do politically connected boards affect firm value. *Review of Financial Studies*, 22(6), 2331–2360. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn088>
- Gomez, E. T. (2009). The rise and fall of capital: Corporate Malaysia in historical perspective. *Journal of Contemporary Asia*, 39(3), 345–381. <https://doi.org/10.1080/00472330902944404>
- Gujarati, D., & Porter. (2015). *Basic Econometric* (fourth). Jakarta salemba Empat.
- Habib, A., Muhammadi, A. H., & Jiang, H. (2017). Political Connections and Related Party Transactions: Evidence from Indonesia. *International Journal of Accounting*, 52(1), 45–63.
- Hall, G., Hutchinson, P., & Michaelas, N. (2000). Industry effects on the determinants of unquoted SMEs' capital structure. *International Journal of the Economics of Business*, 7(3), 297–312. <https://doi.org/10.1080/13571510050197203>
- Hijazi, S. T., & Tariq, Y. B. (2006). Determinants of Capital Structure: A Case for the Pakistani Cement Industry. *The Lahore Journal of Economics*, 11(1), 63–80. <https://doi.org/10.35536/lje.2006.v11.i1.a4>
- Horne, J. C. Van, & Wachowicz, J. M. (2009). *Fundamentals of financial management 13th ed.* Pearson.
- Hovakimian, A., Hovakimian, G., & Tehranian, H. (2004). Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. *Journal of Financial Economics*, 71(3), 517–540. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00181-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00181-8)
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1–24.

- "Iqbal, F., Ahmad, M. B., & Ali, H. F. (2019). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of KSE Listed MNCs in Pakistan. *Journal of Accounting Finance and Auditing Studies (JAFAS)*, 5(1), 173–195. <https://doi.org/10.32602/jafas.2019.8>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. <https://doi.org/10.1177/0018726718812602>
- Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Cronyism and capital controls: Evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 351–382. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00255-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00255-6)
- Khamim, A. B. M., & Sabri, M. F. (2019). Konglomerasi Media dan Partai Politik: Membaca Relasi MNC Group dengan Partai Perindo. *Politika: Jurnal Ilmu Politik*, 10(2), 112. <https://doi.org/10.14710/politika.10.2.2019.112-134>
- Khrawish, H. A., & Khraiwesh, A. H. (2010). The Determinants of the Capital Structure: Evidence from Jordanian Industrial Companies. *Journal of King Abdulaziz University: Economics & Administration*, 24(1), 173–196. <https://doi.org/10.4197/Eco>
- Khwaja, A. I., & Mian, A. (2005). Do Lenders Favor Politically Connected. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(4), 1371–1411.
- Kiran, S. (2013). Determinants of Capital Structure: A Comparative Analysis of Textile, Chemical & Fuel and Energy Sectors of Pakistan (2001-2006). *International Review of Management and Business Research*, 2(1), 37–47.
- Leuz, C., & Oberholzer-Gee, F. (2006). Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 411–439. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.06.006>
- Lim, T. C., Chai, R., Zhao, D., & Lim, X. Y. (2012). Capital Structure and Political Patronage: Evidence from China. *American Journal of Business and Management*, 1(4), 177–182.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 23(4), 1161–1183. <https://doi.org/10.1287/mnsc.30.10.1161>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297. [https://doi.org/10.1016/0016-0032\(50\)90302-4](https://doi.org/10.1016/0016-0032(50)90302-4)

- "Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). American Economic Association Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Muhaimin, Y. (1991). *Bisnis dan Politik Kebijaksanaan ekonomi Indonesia 1950-1980*. Lembaga Penelitian Pendidikan dan Penerangan ekonomi dan Sosial.
- Mulyadi, M. (2012). Riset Desain Dalam Metodologi Penelitian. *Jurnal Studi Komunikasi Dan Media*, 16(1), 71=80. <https://doi.org/10.31445/jskm.2012.160106>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, XXXIX(3), 575–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nachrowi, N. D., & Usman, H. (2006). Pendekatan Populer dan Praktis untuk Analisa Ekonomi dan Keuangan. *Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta*.
- Olson, M. (1993). Dictatorship, Democracy and Development. *American Political Science Review*, 87(3), 567–576.
- Opong, P. K., Appiah, K. O., & Afolabi, J. K. (2013). Determinants of Capital Structure: Evidence from Ghanaian Firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), 44–52. <https://doi.org/10.5430/afr.v8n4p186>
- Owolabi, S. ., & Inyang, U. . (2013). International Pragmatic Review and Assessment of Capital Structure Determinants. *Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review*, 2(6), 82–95. <https://doi.org/10.12816/0001211>
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(1–2), 175–198. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00370>
- Pardede, C. M. (2020). Prabowo Subianto-Sandiaga Uno Grand Campaign 7 April 2019 On Indonesian Presidential Election: Experience of Othering and Online Media Framing. *Jurnal Komunikasi Indonesia*, 9(1). <https://doi.org/10.7454/jki.v9i1.12003>

- Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., & Bagheri, M. (2012). The relationship between capital structure and firm performance evaluation measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166–181.
- Priyatno, D. (2013). Mandiri belajar analisis data dengan SPSS. *Yogyakarta: Mediakom*.
- Qayyum, S. (2013). Determinants of capital structure: An empirical study of Cement industry of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, 4(11), 784–795.
- Rafiq, M., Iqbal, A., & Atiq, M. (2008). The Determinants of Capital Structure of the Chemical Industry in Pakistan. *The Lahore Journal of Economics*, 13(1), 139–158. <https://doi.org/10.35536/lje.2008.v13.i1.a6>
- Ragab, M. A. F., & Arisha, A. (2018). Research Methodology in Business : A Starter ' s Guide. *Management and Organisational Studies*, 5(1), 1–23.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421. <https://doi.org/10.2307/2329322>
- Republik Indonesia. (2003). *Undang-undang No 19Tahn 2003 BUMN*. Lembaran Negara Republik Indonesia Nomor 70 Tahun 2003.
- Republik Indonesia. (2005). *Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 45 Tahun 2005 Tentang Pendirian, Pengurusan, Pengawasan dan Pembubaran Badan Usaha Milik Negara*. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2006 Nomor 117.
- Richter, B. K., Samphantharak, K., & Timmons, J. F. (2009). Lobbying and taxes. *American Journal of Political Science*, 53(4), 893–909. <https://doi.org/10.1111/j.1540-5907.2009.00407.x>
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrnios, K. X. (2000). Capital Structure Decision making : a Model For Family Business. *Journal of Business Venturing*, 16, 285–310. [https://doi.org/10.1016/0161-5890\(95\)00128-X](https://doi.org/10.1016/0161-5890(95)00128-X)
- Romli, L. (2011). Reformasi Partai Politik dan Pistem Kepartaian di Indonesia. *Politica*, 2(2), 199–220.
- Romli, L. (2017). Koalisi dan Konflik Internal Partai Politik pada Era Reformasi. *Politica*, 8(2), 95–118. <https://doi.org/10.22212/jp.v8i2.1138>

- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2469/dig.v27.n1.2>
- Rostami, J. M., & Akbarpour, Z. (2012). Study of Relationship between Capital Structure and Tax: Evidence from Iran. *International Journal of Contemporary Business Studies*, 3(11), 35–45.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, V(3), 249–259.
- Sabir, M., & Malik, Q. A. (2012). Determinants of Capital Structure - A Study of Oil and Gas Sector of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, 3(10), 395–400. <http://0-search.proquest.com.mylibrary.qu.edu.qa/docview/1012583130?accountid=13370>
- Santoso, S. (2013). Menguasai SPSS 21 di era informasi. *Jakarta: Elex Media Komputindo*.
- Sayeed, M. A. (2011). *International Review of Business Research Papers The Determinants of Capital Structure for Selected Bangladeshi Listed Companies Sayeed*. 7(2), 21–36.
- Shah, A., & Khan, S. (2007). Determinants of Capital Structure: Evidence from Pakistani Panel Data. *International Review of Business Research Papers Vol. 3*, 3(4), 265–282.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and firms * andrei shleifer and robert w. vishny. *The Quarterly Journal of Economics*, November, 995–1025.
- Situmorang, J. R. (2009). Beberapa Keterkaitan Antara Politik Dan Bisnis. *Jurnal Administrasi Bisnis Unpar*, 5(2), 146–159.
- Solihah, R. (2016). Pola Relasi Bisnis Dan Politik Di Indonesia Masa Reformasi: Kasus Rent Seeking. *Jurnal Wacana Politik*, 1(1), 41–52. <https://doi.org/10.24198/jwp.v1i1.10546>
- Sudibyo, Y. A., & Jianfu, S. (2016). Political connections, state owned enterprises and tax avoidance: An evidence from Indonesia. *Corporate Ownership and Control*, 13(3), 279–283.
- Titman, Sherdian, & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1540->

6261.1988.tb02585.x

- Titman, Sheridan, Keown, A. J., Martin, J. D., & Martin, T. (2018). *Financial management: Principles and applications*. Prentice Hall Boston.
- Tong, G., & Green, C. J. (2005). Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. *Applied Economics*, 37(19), 2179–2189. <https://doi.org/10.1080/00036840500319873>
- Transparency, I. (2019). Makin Lemah Demokrasi, Makin Tinggi Korupsi. *Tempo*.
- Tudose, M. B. (2012). Capital structure and firm performance. *Capital Structure and Firm Performance*, 15(2), 76–82.
- Venieris, Y. P., & Gupta, D. K. (1986). Income Distribution and Sociopolitical Instability as Determinants of Savings: A Cross-Sectional Model. *Journal of Political Economy*, 94(4), 873–883. <https://doi.org/10.1086/261412>
- Walid, Y. (2019). Life cycle theory of the capital structure: Evidence from tunisian SMEs. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 432–449. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2019.94.432.449>
- Watts, R., & Zimmerman, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall.
- Widoyoko, J. D. (2018). Politik, Patronase dan Pengadaan Studi Kasus Korupsi Proyek Wisma A tlet. *Integritas*, 4, 1–23.
- Yang, D., Lu, Z., & Luo, D. (2014). Political connections, media monitoring and long-term loans. *China Journal of Accounting Research*, 7(3), 165–177. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2014.08.004>
- Zeitun, R., & Tian, G. (2008). The determinants of capital structure : The case of long-term debt constraint for Jordanian firms. *Corporate Ownership & Control*, 22(January). <https://doi.org/10.22495/cocv6i1p3>
- Zimmerman, J. (1983). Taxes and Firm size. *Journal of Accounting and Economic*, 5(June), 119–149.



LAMPIRAN





LAMPIRAN 1

(DATA ASUMSI BUMN BERPATRONASE POLITIK)

Perusahaan	PAT	PP	TD/TA	LTD/E	TD/E	LTD/TAPPK	PPN	Rzm	size	Profit	Age	Growth	ASET	LAMPIRAN 1				
														DEBT	LTD	EQUITY	EBIT	
BNBR2005	ARB	GOLK	0.34	0.30	0.57	0.18	1	0	1	15.763	-0.07	63	0.344	7,012,882	2,382,599	1,255,117	4,159,113	(524,758)
BNBR2006	ARB	GOLK	0.365	0.43	0.71	0.22	1	0	1	15.975	0.054	64	0.236	8,666,760	3,162,472	1,943,166	4,477,930	469,031
BNBR2007	ARB	GOLK	0.513	0.79	1.48	0.28	1	0	1	16.464	0.043	65	0.631	14,137,256	7,247,848	3,894,619	4,907,458	604,913
BNBR2008	ARB	GOLK	0.564	0.66	2.06	0.18	1	0	1	17.021	-0.66	66	0.745	24,673,842	13,915,612	4,419,218	6,739,120	(16,208,457)
BNBR2009	ARB	GOLK	0.69	2.87	4.54	0.44	1	0	1	17.088	-0.05	67	0.069	26,388,030	18,212,053	11,503,721	4,014,253	(1,444,489)
BNBR2010	ARB	GOLK	0.57	1.10	1.69	0.37	1	0	1	17.274	0.268	68	0.204	31,768,029	18,120,771	11,774,770	10,692,072	8,506,660
BNBR2011	ARB	GOLK	0.517	0.12	1.07	0.06	1	0	1	17.043	6E-04	69	-0.206	25,212,651	13,046,034	1,453,135	12,166,617	15,376
BNBR2012	ARB	GOLK	0.651	0.96	1.87	0.34	1	0	1	16.566	0.034	70	-0.379	15,657,587	10,198,245	5,263,826	5,459,342	537,659
BNBR2013	ARB	GOLK	1.171	-1.90	-6.86	0.32	1	0	1	16.289	-0.88	71	-0.242	11,866,660	13,890,782	3,844,618	(2,024,122)	(10,469,932)
BNBR2014	ARB	GOLK	1.185	-0.75	-6.41	0.14	1	0	1	16.24	0.024	72	-0.048	11,296,048	13,385,831	1,572,613	(2,089,782)	272,057
BNBR2015	ARB	GOLK	1.428	-0.38	-3.33	0.16	1	0	0	16.033	-0.18	73	-0.187	9,186,392	13,121,511	1,494,386	(3,935,119)	(1,647,410)
BNBR2016	ARB	GOLK	1.923	-0.16	-2.08	0.15	1	0	0	15.696	-0.55	74	-0.286	6,558,438	12,610,459	983,361	(6,052,021)	(3,590,368)
BNBR2017	ARB	GOLK	1.908	-0.15	-2.10	0.14	1	0	0	15.703	-0.18	75	0.007	6,604,885	12,600,855	906,175	(5,995,970)	(1,185,168)
BNBR2018	ARB	GOLK	0.813	0.37	4.35	0.07	1	0	0	16.478	0.084	76	1.17	14,335,108	11,656,069	988,497	2,679,039	1,210,685
TOBA2011	LHT	GOLK	0.738	0.73	2.81	0.19	1	0	1	14.53	0.692	4	0.59	2,042,531	1,506,405	393,013	536,127	1,413,709
TOBA2012	LHT	GOLK	0.576	0.09	1.36	0.04	1	0	1	14.743	0.078	5	0.238	2,528,961	1,456,130	97,134	1,072,831	196,075
TOBA2013	LHT	GOLK	0.581	0.27	1.39	0.11	1	0	1	15.149	0.162	6	0.501	3,795,872	2,206,610	435,009	1,589,261	613,909
TOBA2014	LHT	GOLK	0.526	0.48	1.11	0.22	1	0	1	15.134	0.179	7	-0.015	3,738,990	1,968,409	841,109	1,770,581	670,374
TOBA2015	LHT	GOLK	0.451	0.38	0.82	0.21	1	0	0	15.175	0.139	8	0.042	3,894,752	1,755,207	804,073	2,139,545	539,505
TOBA2016	LHT	GOLK	0.435	0.28	0.77	0.16	1	0	0	15.073	0.099	9	-0.097	3,516,006	1,530,175	549,372	1,985,832	349,254
TOBA2017	LHT	GOLK	0.498	0.62	0.99	0.31	1	0	0	15.367	0.173	10	0.342	4,719,980	2,351,448	1,460,162	2,368,532	815,649
TOBA2018	LHT	GOLK	0.57	0.72	1.33	0.31	1	0	0	15.798	0.203	11	0.539	7,263,254	4,142,745	2,246,590	3,120,509	1,470,860
BUKK2006	JK	GOLK	2.825	-0.06	-1.55	0.12	1	0	1	13.142	0.218	28	-0.93	510,109	1,441,064	59,085	(930,956)	111,438
BUKK2007	JK	GOLK	2.55	-0.07	-1.65	0.11	1	0	1	13.308	0.009	29	0.18	601,978	1,535,271	64,033	(933,293)	5,176
BUKK2013	JK	GOLK	0.417	0.23	0.72	0.13	1	0	1	14.461	0.051	31	0.209	1,906,194	795,085	250,924	1,111,109	98,022
BUKK2014	JK	GOLK	0.431	0.13	0.76	0.07	1	0	1	14.517	0.056	32	0.057	2,015,749	868,522	144,704	1,147,227	113,193
BUKK2015	JK	GOLK	0.397	0.11	0.66	0.06	1	0	0	14.505	0.041	33	-0.011	1,993,214	791,546	129,389	1,201,668	81,874
BUKK2016	JK	GOLK	0.456	0.12	0.84	0.07	1	0	0	14.631	0.043	34	0.134	2,260,453	1,031,491	147,489	1,228,962	96,728
BUKK2017	JK	GOLK	0.556	0.20	1.25	0.09	1	0	0	15.07	0.073	35	0.552	3,507,298	1,949,860	315,287	1,557,438	254,850
BUKK2018	JK	GOLK	0.554	0.08	1.24	0.03	1	0	0	15.3	0.149	36	0.259	4,414,296	2,446,803	150,626	1,967,494	656,392

BUMI2005	ARB	GOLK	0.857	3.47	6.27	0.47	1	0	1	16.645	0.067	32	0.219	16,942,702	14,514,668	8,028,840	2,315,800	1,137,934
BUMI2006	ARB	GOLK	0.853	3.72	5.95	0.53	1	0	1	16.937	0.089	33	0.339	22,684,662	19,343,785	12,099,514	3,248,513	2,030,134
BUMI2007	ARB	GOLK	0.503	0.51	1.26	0.20	1	0	1	17.095	0.303	34	0.171	26,559,109	13,353,251	5,350,528	10,567,754	8,052,759
BUMI2008	ARB	GOLK	0.71	1.38	3.19	0.31	1	0	1	17.864	0.197	35	1.158	57,320,995	40,695,177	17,668,534	12,762,016	11,308,352
BUMI2009	ARB	GOLK	0.799	2.71	4.34	0.50	1	0	1	18.051	0.07	36	0.206	69,126,345	55,219,544	34,499,680	12,725,242	4,865,958
BUMI2010	ARB	GOLK	0.748	2.79	4.05	0.51	1	0	1	18.183	0.114	37	0.141	78,879,491	58,967,907	40,597,018	14,544,969	8,983,202
BUMI2011	ARB	GOLK	0.844	3.42	5.43	0.53	1	0	1	18.035	0.071	38	-0.138	67,988,065	57,406,413	36,191,592	10,581,653	4,826,072
BUMI2012	ARB	GOLK	0.947	11.23	17.75	0.60	1	0	1	18.08	-0.08	39	0.046	71,116,344	67,324,256	42,574,437	3,792,088	(5,952,519)
BUMI2013	ARB	GOLK	1.043	-8.54	#####	0.37	1	0	1	18.269	-0.11	40	0.208	85,937,952	89,655,266	31,741,917	(3,717,313)	(9,144,081)
BUMI2014	ARB	GOLK	1.113	-0.59	-9.87	0.07	1	0	1	18.208	-0.05	41	-0.059	80,840,578	89,956,680	5,408,378	(9,116,102)	(3,855,389)
BUMI2015	ARB	GOLK	1.856	-0.28	-2.17	0.24	1	0	0	17.662	-0.6	42	-0.421	46,820,647	86,890,999	11,380,537	(40,070,352)	(28,147,548)
BUMI2016	ARB	GOLK	1.898	-1.84	-2.11	1.65	1	0	0	17.546	-0	43	-0.11	41,681,075	79,097,309	68,828,632	(37,416,234)	(126,084)
BTEL2005	ARB	GOLK	0.449	0.58	0.81	0.32	1	0	1	14.236	-0.12	12	0.448	1,522,583	682,936	483,457	839,647	(176,860)
BTEL2006	ARB	GOLK	0.326	0.28	0.48	0.19	1	0	1	14.612	0.034	13	0.456	2,217,139	721,717	422,201	1,495,422	75,398
BTEL2007	ARB	GOLK	0.598	1.21	1.49	0.49	1	0	1	15.355	0.047	14	1.104	4,664,164	2,788,955	2,274,588	1,875,209	219,613
BTEL2008	ARB	GOLK	0.405	0.48	0.68	0.28	1	0	1	15.961	0.021	15	0.832	8,545,973	3,463,921	2,416,075	5,082,052	178,056
BTEL2009	ARB	GOLK	0.56	0.86	1.27	0.38	1	0	1	16.252	0.013	16	0.338	11,436,275	6,399,344	4,337,372	5,036,931	145,714
BTEL2010	ARB	GOLK	0.579	1.04	1.38	0.44	1	0	1	16.329	0.007	17	0.08	12,352,891	7,158,061	5,398,455	5,194,830	92,533
BTEL2011	ARB	GOLK	0.642	1.12	1.80	0.40	1	0	1	16.318	-0.08	18	-0.011	12,213,109	7,844,355	4,888,599	4,368,754	(987,904)
BTEL2012	ARB	GOLK	0.819	2.77	4.53	0.50	1	0	1	16.019	-0.39	19	-0.259	9,052,428	7,414,443	4,540,014	1,637,985	(3,533,547)
BTEL2013	ARB	GOLK	1.11	-4.89	#####	0.54	1	0	1	16.027	-0.33	20	0.008	9,128,135	10,135,606	4,925,717	(1,007,471)	(2,984,620)
BTEL2014	ARB	GOLK	1.511	-1.42	-2.96	0.73	1	0	1	15.842	-0.3	21	-0.169	7,588,561	11,467,346	5,518,055	(3,878,785)	(2,260,154)
ELTY2005	ARB	GOLK	0.495	0.38	1.01	0.18	1	0	1	14.749	0.049	15	1.083	2,542,970	1,257,844	469,223	1,246,381	125,820
ELTY2006	ARB	GOLK	0.433	0.14	0.79	0.08	1	0	1	14.689	0.033	16	-0.058	2,395,677	1,036,383	182,719	1,318,830	79,346
ELTY2007	ARB	GOLK	0.264	0.11	0.36	0.08	1	0	1	15.557	0.041	17	1.383	5,708,016	1,508,297	441,937	4,132,832	234,995
ELTY2008	ARB	GOLK	0.376	0.27	0.70	0.15	1	0	1	15.936	0.043	18	0.46	8,334,991	3,133,653	1,218,611	4,507,679	358,322
ELTY2009	ARB	GOLK	0.5	0.65	1.25	0.26	1	0	1	16.266	0.018	19	0.391	11,592,631	5,794,139	3,033,746	4,642,528	203,169
ELTY2010	ARB	GOLK	0.386	0.55	0.82	0.26	1	0	1	16.652	0.013	20	0.472	17,064,196	6,582,727	4,423,397	8,021,729	225,655
ELTY2011	ARB	GOLK	0.384	0.24	0.62	0.15	1	0	1	16.69	0.022	21	0.038	17,707,950	6,805,878	2,616,394	10,902,071	382,802
ELTY2012	ARB	GOLK	0.399	0.17	0.66	0.11	1	0	1	16.539	-0.05	22	-0.14	15,235,633	6,071,419	1,600,987	9,164,214	(736,305)
ELTY2013	ARB	GOLK	0.418	0.10	0.72	0.06	1	0	1	16.325	-0	23	-0.193	12,301,124	5,135,731	740,479	7,165,394	(35,757)
ELTY2014	ARB	GOLK	0.475	0.23	0.91	0.12	1	0	1	16.49	0.037	24	0.179	14,506,123	6,892,122	1,747,927	7,614,002	539,342
ELTY2015	ARB	GOLK	0.546	0.24	1.20	0.11	1	0	0	16.503	-0.05	25	0.013	14,688,816	8,015,693	1,591,011	6,673,123	(706,221)

ELTY2016	ARB	GOLK	0.545	0.27	1.20	0.12	1	0	0	16.459	-0.04	26	-0.043	14,063,748	7,664,922	1,730,457	6,398,826	(556,835)
ELTY2017	ARB	GOLK	0.562	0.22	1.28	0.10	1	0	0	16.46	-0.02	27	0.001	14,082,518	7,918,962	1,368,052	6,163,556	(310,412)
ELTY2018	ARB	GOLK	0.29	0.15	0.41	0.10	1	0	0	16.426	0.201	28	-0.034	13,606,180	3,946,608	1,404,120	9,659,572	2,737,064
SRTG2013	SND	NON	0.342	0.32	0.52	0.21	0	0	1	16.601	0.024	16	0.255	16,209,885	5,542,176	3,456,033	10,667,709	391,351
SRTG2014	SND	NON	0.292	0.34	0.41	0.24	0	0	1	16.61	0.073	17	0.009	16,347,904	4,768,117	3,960,132	11,579,787	1,197,975
SRTG2015	SND	GERII	0.313	0.36	0.45	0.25	0	1	0	16.631	0.1	18	0.022	16,701,440	5,220,656	4,185,550	11,480,784	1,676,469
SRTG2016	SND	GERII	0.23	0.00	0.30	0.00	0	1	0	17.04	0.262	19	0.506	25,144,272	5,777,735		19,366,537	6,585,135
SRTG2017	SND	GERII	0.163	0.00	0.19	0.00	0	1	0	17.098	0.12	20	0.059	26,629,593	4,342,234		22,287,359	3,187,469
SRTG2018	SND	GERII	0.206	0.00	0.26	0.00	0	1	0	16.817	-0.33	21	-0.245	20,114,874	4,150,626		15,964,248	(6,685,056)
MPMX2013	SND	GERII	0.608	0.05	1.55	0.02	0	0	1	16.233	0.068	26	0.237	11,220,245	6,825,671	234,284	4,394,574	766,006
MPMX2014	SND	GERII	0.623	0.85	1.65	0.32	0	0	1	16.451	0.05	27	0.243	13,950,177	8,690,018	4,482,760	5,260,159	698,959
MPMX2015	SND	GERII	0.631	0.95	1.71	0.35	0	1	0	16.488	0.035	28	0.038	14,480,403	9,140,156	5,091,610	5,340,247	501,413
MPMX2016	SND	GERII	0.622	0.86	1.64	0.32	0	1	0	16.519	0.042	29	0.031	14,926,225	9,278,753	4,850,913	5,647,472	622,849
MPMX2017	SND	GERII	0.525	0.64	1.11	0.30	0	1	0	16.092	0.049	30	-0.347	9,740,576	5,115,531	2,954,079	4,625,045	481,875
MPMX2018	SND	GERII	0.266	0.04	0.36	0.03	0	1	0	16.296	0.019	31	0.226	11,943,407	3,173,937	347,878	8,769,470	225,502
INAF2005	BUMN	PEM	0.489	0.09	0.96	0.04	1	0	1	13.159	0.031	87	-0.01	518,824	253,578	23,255	265,245	16,039
INAF2006	BUMN	PEM	0.592	0.10	1.45	0.04	1	0	1	13.44	0.058	88	0.324	686,937	406,451	27,110	280,486	40,064
INAF2007	BUMN	PEM	0.711	0.11	2.46	0.03	1	0	1	13.825	0.022	89	0.469	1,009,438	717,874	31,580	291,363	22,074
INAF2008	BUMN	PEM	0.692	0.12	2.25	0.04	1	0	1	13.779	0.01	90	-0.045	964,144	667,548	34,640	296,595	9,866
INAF2009	BUMN	PEM	0.59	0.18	1.44	0.07	1	0	1	13.498	0.017	91	-0.245	728,036	429,313	52,400	298,720	12,666
INAF2010	BUMN	PEM	0.576	0.15	1.36	0.06	1	0	1	13.506	0.028	92	0.008	733,958	422,690	47,120	311,268	20,409
INAF2011	BUMN	PEM	0.454	0.08	0.83	0.04	1	0	1	13.924	0.05	93	0.519	1,114,902	505,708	46,304	609,184	55,203
INAF2012	BUMN	PEM	0.453	0.26	0.83	0.14	1	0	1	13.988	0.052	94	0.066	1,188,619	538,517	168,653	650,102	61,732
INAF2013	BUMN	PEM	0.544	0.06	1.19	0.03	1	0	1	14.074	-0.05	95	0.089	1,294,511	703,717	32,815	590,793	(63,033)
INAF2014	BUMN	PEM	0.526	0.09	1.11	0.04	1	0	1	14.037	0.006	96	-0.036	1,248,343	656,380	55,814	591,963	7,402
INAF2015	BUMN	PEM	0.614	0.16	1.59	0.06	1	0	0	14.243	0.009	97	0.229	1,533,709	941,000	94,269	592,709	14,175
INAF2016	BUMN	PEM	0.583	0.18	1.40	0.07	1	0	0	14.139	-0.01	98	-0.099	1,381,633	805,876	100,947	575,757	(18,921)
INAF2017	BUMN	PEM	0.656	0.21	1.91	0.07	1	0	0	14.241	-0.04	99	0.107	1,529,875	1,003,465	110,176	526,410	(56,817)
INAF2018	BUMN	PEM	0.656	0.24	1.90	0.08	1	0	0	14.182	-0.02	100	-0.057	1,442,351	945,704	118,465	496,647	(25,298)
KAEF2005	BUMN	PEM	0.283	0.04	0.39	0.03	1	0	1	13.979	0.07	188	0.004	1,177,603	333,382	32,598	844,220	82,484
KAEF2006	BUMN	PEM	0.31	0.04	0.45	0.03	1	0	1	14.048	0.054	189	0.071	1,261,225	390,571	37,900	870,654	67,629
KAEF2007	BUMN	PEM	0.345	0.05	0.53	0.03	1	0	1	14.142	0.059	190	0.1	1,386,739	478,712	45,146	908,028	82,290
KAEF2008	BUMN	PEM	0.344	0.05	0.53	0.03	1	0	1	14.184	0.066	191	0.042	1,445,670	497,905	48,050	947,765	96,106

KAEF2009	BUMN PEM	0.363	0.06	0.57	0.04	1	0	1	14.262	0.064	192	0.081	1,562,625	567,310	56,455	995,315	99,730
KAEF2010	BUMN PEM	0.328	0.07	0.49	0.04	1	0	1	14.321	0.108	193	0.061	1,657,292	543,257	73,435	1,114,034	178,611
KAEF2011	BUMN PEM	0.302	0.07	0.43	0.05	1	0	1	14.4	0.129	194	0.083	1,794,242	541,737	82,042	1,252,506	232,007
KAEF2012	BUMN PEM	0.306	0.07	0.44	0.05	1	0	1	14.546	0.134	195	0.157	2,076,346	634,814	97,630	1,441,534	278,284
KAEF2013	BUMN PEM	0.343	0.06	0.52	0.04	1	0	1	14.721	0.115	196	0.191	2,471,940	847,585	101,462	1,624,355	284,125
KAEF2014	BUMN PEM	0.39	0.17	0.64	0.10	1	0	1	14.903	0.106	197	0.201	2,968,185	1,157,041	302,229	1,811,144	315,611
KAEF2015	BUMN PEM	0.401	0.14	0.67	0.08	1	0	0	15.049	0.103	198	0.157	3,434,879	1,378,319	285,696	2,056,560	354,905
KAEF2016	BUMN PEM	0.508	0.28	1.03	0.14	1	0	0	15.344	0.083	199	0.343	4,612,563	2,341,155	644,946	2,271,407	383,026
KAEF2017	BUMN PEM	0.578	0.45	1.37	0.19	1	0	0	15.623	0.074	200	0.322	6,096,149	3,523,628	1,154,120	2,572,520	449,710
KAEF2018	BUMN PEM	0.645	0.69	1.82	0.25	1	0	0	16.063	0.061	201	0.552	9,460,427	6,103,968	2,329,663	3,356,458	577,726
WSKT2011	BUMN PEM	0.879	0.13	7.25	0.02	1	0	1	15.448	0.065	50	0.254	5,116,002	4,495,779	77,743	620,222	331,827
WSKT2012	BUMN PEM	0.782	0.53	3.26	0.13	1	0	1	15.94	0.055	51	0.635	8,366,244	6,539,169	1,067,343	2,007,075	459,913
WSKT2013	BUMN PEM	0.729	0.41	2.69	0.11	1	0	1	15.989	0.07	52	0.05	8,788,303	6,404,866	977,727	2,383,437	611,201
WSKT2014	BUMN PEM	0.773	0.69	3.40	0.16	1	0	1	16.345	0.06	53	0.427	12,542,041	9,693,211	1,965,057	2,848,830	755,602
WSKT2015	BUMN PEM	0.68	0.72	2.12	0.23	1	0	0	17.227	0.046	54	1.417	30,309,111	20,604,904	6,940,093	9,704,207	1,398,004
WSKT2016	BUMN PEM	0.727	0.79	2.66	0.21	1	0	0	17.933	0.035	55	1.027	61,425,182	44,651,963	13,190,427	16,773,219	2,155,589
WSKT2017	BUMN PEM	0.768	1.00	3.30	0.23	1	0	0	18.399	0.047	56	0.594	97,895,761	75,140,936	22,831,738	22,754,825	4,620,646
WSKT2018	BUMN PEM	0.768	1.34	3.31	0.31	1	0	0	18.639	0.045	57	0.271	124,391,582	95,504,463	38,704,738	28,887,119	5,536,442
WIKI2007	BUMN PEM	0.672	0.42	2.15	0.13	1	0	1	15.235	0.045	47	0.557	4,133,064	2,776,904	544,947	1,291,212	187,948
WIKI2008	BUMN PEM	0.746	0.49	3.11	0.12	1	0	1	15.568	0.044	48	0.396	5,771,424	4,304,026	683,440	1,384,641	256,415
WIKI2009	BUMN PEM	0.713	0.41	2.65	0.11	1	0	1	15.556	0.067	49	-0.012	5,700,613	4,064,899	629,374	1,532,941	384,109
WIKI2010	BUMN PEM	0.695	0.38	2.28	0.12	1	0	1	15.654	0.075	50	0.103	6,286,305	4,369,537	727,510	1,916,768	473,326
WIKI2011	BUMN PEM	0.733	0.44	2.75	0.12	1	0	1	15.935	0.076	51	0.324	8,322,980	6,103,604	976,395	2,219,376	629,607
WIKI2012	BUMN PEM	0.743	0.57	2.89	0.15	1	0	1	16.215	0.076	52	0.324	11,020,768	8,186,469	1,606,142	2,834,299	832,673
WIKI2013	BUMN PEM	0.744	0.64	2.90	0.16	1	0	1	16.349	0.081	53	0.143	12,594,963	9,368,004	2,069,534	3,226,959	1,016,690
WIKI2014	BUMN PEM	0.687	0.49	2.20	0.15	1	0	1	16.583	0.072	54	0.264	15,915,162	10,936,403	2,460,361	4,978,758	1,145,890
WIKI2015	BUMN PEM	0.723	0.66	2.60	0.18	1	0	0	16.791	0.056	55	0.232	19,602,406	14,164,305	3,566,770	5,438,101	1,098,082
WIKI2016	BUMN PEM	0.594	0.29	1.46	0.12	1	0	0	17.261	0.041	56	0.6	31,355,205	18,617,215	3,708,199	12,737,989	1,295,239
WIKI2017	BUMN PEM	0.68	0.35	2.12	0.11	1	0	0	17.637	0.032	57	0.457	45,683,774	31,051,950	5,076,332	14,631,825	1,462,391
WIKI2018	BUMN PEM	0.709	0.80	2.44	0.23	1	0	0	17.897	0.04	58	0.297	59,230,001	42,014,687	13,762,735	17,215,315	2,358,629
ADHI2005	BUMN PEM	0.845	1.28	5.50	0.20	1	0	1	14.697	0.048	45	0.323	2,413,950	2,039,031	474,364	370,850	115,820
ADHI2006	BUMN PEM	0.841	0.62	5.50	0.09	1	0	1	14.875	0.045	46	0.195	2,885,290	2,425,551	273,533	440,661	128,907
ADHI2007	BUMN PEM	0.874	0.98	7.13	0.12	1	0	1	15.282	0.036	47	0.502	4,333,167	3,787,812	519,268	531,234	153,838

ADHI2008	BUMN PEM	0.883	0.96	7.75	0.11	1	0	1	15.45	0.024	48	0.183	5,125,369	4,525,469	562,418	584,279	122,539
ADHI2009	BUMN PEM	0.868	0.76	6.69	0.10	1	0	1	15.544	0.059	49	0.098	5,629,454	4,888,582	557,483	731,200	331,773
ADHI2010	BUMN PEM	0.824	0.71	4.71	0.12	1	0	1	15.41	0.065	50	-0.125	4,927,696	4,059,941	609,238	861,113	320,820
ADHI2011	BUMN PEM	0.838	0.25	5.17	0.04	1	0	1	15.626	0.053	51	0.241	6,112,954	5,122,586	247,098	990,368	326,380
ADHI2012	BUMN PEM	0.85	0.71	5.67	0.11	1	0	1	15.879	0.054	52	0.288	7,872,074	6,691,155	838,581	1,180,919	423,315
ADHI2013	BUMN PEM	0.841	1.05	5.28	0.17	1	0	1	16.09	0.073	53	0.235	9,720,961	8,172,499	1,630,842	1,548,463	714,365
ADHI2014	BUMN PEM	0.833	0.93	4.97	0.16	1	0	1	16.163	0.057	54	0.076	10,458,881	8,707,338	1,637,635	1,751,543	594,553
ADHI2015	BUMN PEM	0.692	0.42	2.25	0.13	1	0	0	16.635	0.045	55	0.603	16,761,064	11,598,932	2,184,470	5,162,132	746,091
ADHI2016	BUMN PEM	0.729	0.30	2.69	0.08	1	0	0	16.816	0.03	56	0.199	20,095,436	14,652,656	1,608,286	5,442,780	612,622
ADHI2017	BUMN PEM	0.793	0.82	3.83	0.17	1	0	0	17.16	0.018	57	0.41	28,332,948	22,463,030	4,829,741	5,869,917	518,983
ADHI2018	BUMN PEM	0.791	0.77	3.79	0.16	1	0	0	17.221	0.022	58	0.063	30,118,615	23,833,343	4,869,039	6,285,272	649,504
JSMR2007	BUMN PEM	0.568	1.06	1.32	0.46	1	0	1	16.444	0.029	29	0.35	13,847,227	7,871,911	6,307,223	5,975,316	402,057
JSMR2008	BUMN PEM	0.551	0.99	1.23	0.45	1	0	1	16.499	0.065	30	0.057	14,642,760	8,070,752	6,521,661	6,572,008	945,822
JSMR2009	BUMN PEM	0.556	0.76	1.25	0.34	1	0	1	16.599	0.068	31	0.105	16,174,263	8,990,884	5,462,468	7,183,379	1,093,894
JSMR2010	BUMN PEM	0.592	1.05	1.45	0.43	1	0	1	16.757	0.025	32	0.172	18,952,129	11,212,115	8,114,384	7,740,014	476,349
JSMR2011	BUMN PEM	0.569	0.91	1.32	0.39	1	0	1	16.88	0.081	33	0.131	21,432,134	12,191,854	8,423,258	9,240,280	1,726,474
JSMR2012	BUMN PEM	0.605	0.85	1.53	0.34	1	0	1	17.024	0.083	34	0.155	24,753,551	14,965,766	8,317,601	9,787,786	2,055,258
JSMR2013	BUMN PEM	0.617	1.16	1.61	0.44	1	0	1	17.161	0.06	35	0.146	28,366,345	17,499,365	12,579,482	10,866,980	1,714,655
JSMR2014	BUMN PEM	0.641	1.41	1.79	0.51	1	0	1	17.277	0.057	36	0.123	31,857,948	20,432,952	16,120,036	11,424,996	1,821,974
JSMR2015	BUMN PEM	0.663	1.34	1.97	0.45	1	0	0	17.419	0.056	37	0.153	36,724,982	24,356,318	16,612,531	12,368,664	2,068,304
JSMR2016	BUMN PEM	0.695	1.13	2.27	0.35	1	0	0	17.795	0.05	38	0.457	53,500,323	37,161,483	18,534,494	16,338,840	2,649,679
JSMR2017	BUMN PEM	0.768	1.95	3.31	0.45	1	0	0	18.187	0.041	39	0.48	79,192,773	60,833,333	35,835,392	18359440	3,250,452
JSMR2018	BUMN PEM	0.755	1.54	3.08	0.38	1	0	0	18.227	0.039	40	0.041	82,418,600	62,219,615	31,138,140	20198986	3,219,307
ANTM2005	BUMN PEM	0.527	0.86	1.11	0.41	1	0	1	15.672	0.188	37	0.06	6,402,714	3,373,069	2,593,663	3,029,643	1,202,678
ANTM2006	BUMN PEM	0.413	0.43	0.70	0.25	1	0	1	15.802	0.304	38	0.139	7,290,906	3,009,300	1,829,784	4,281,602	2,219,889
ANTM2007	BUMN PEM	0.273	0.17	0.38	0.12	1	0	1	16.304	0.605	39	0.652	12,043,691	3,293,585	1,474,301	8,750,106	7,282,402
ANTM2008	BUMN PEM	0.213	0.17	0.27	0.14	1	0	1	16.142	0.188	40	-0.149	10,245,041	2,181,903	1,405,029	8,063,138	1,929,668
ANTM2009	BUMN PEM	0.18	0.12	0.22	0.10	1	0	1	16.112	0.079	41	-0.03	9,939,996	1,791,057	1,000,596	8,148,939	784,018
ANTM2010	BUMN PEM	0.222	0.08	0.29	0.06	1	0	1	16.326	0.185	42	0.239	12,310,732	2730633	720,825	9,580,098	2,272,624
ANTM2011	BUMN PEM	0.291	0.33	0.41	0.24	1	0	1	16.537	0.169	43	0.235	15,201,235	4,429,192	3,582,745	10,772,043	2,568,781
ANTM2012	BUMN PEM	0.349	0.30	0.54	0.19	1	0	1	16.797	0.198	44	0.297	19,708,540	6,876,224	3,834,819	12,832,316	3,895,495
ANTM2013	BUMN PEM	0.415	0.41	0.71	0.24	1	0	1	16.9	-0.01	45	0.109	21,865,117	9,071,630	5,216,118	12,793,488	(132,930)
ANTM2014	BUMN PEM	0.459	0.52	0.85	0.28	1	0	1	16.909	-0.04	46	0.008	22,044,202	10,114,641	6,251,723	11,929,561	(833,134)

ANTM2015	BUMN PEM	0.397	0.42	0.66	0.25	1	0	0	17.229	-0.05	47	0.377	30,356,851	12,040,132	7,700,802	18,316,719	(1,668,774)
ANTM2016	BUMN PEM	0.386	0.39	0.63	0.24	1	0	0	17.216	0.008	48	-0.012	29,981,536	11,572,740	7,220,427	18,408,796	237,292
ANTM2017	BUMN PEM	0.384	0.32	0.62	0.20	1	0	0	17.217	0.015	49	0.001	30,014,273	11,523,870	5,971,408	18,490,404	454,397
ANTM 2018	BUMN PEM	0.401	0.41	0.68	0.24	1	0	0	17.321	0.038	50	0.11	33,306,391	13,356,160	8,055,415	19,739,231	1,265,502
PTBA2005	BUMN PEM	0.274	0.15	0.38	0.11	1	0	1	14.859	0.23	82	0.191	2,839,690	776,713	313,678	2,052,660	653,245
PTBA2006	BUMN PEM	0.257	0.16	0.35	0.12	1	0	1	14.949	0.215	83	0.094	3,107,734	800,093	368,560	2,295,460	668,950
PTBA2007	BUMN PEM	0.284	0.15	0.40	0.11	1	0	1	15.184	0.269	84	0.264	3,928,071	1,116,799	421,789	2,799,118	1,058,128
PTBA2008	BUMN PEM	0.332	0.17	0.51	0.11	1	0	1	15.625	0.418	85	0.555	6,106,392	2,028,733	675,743	3,998,132	2,551,672
PTBA2009	BUMN PEM	0.284	0.16	0.40	0.11	1	0	1	15.905	0.466	86	0.323	8,078,578	2,292,740	911,832	5,701,372	3,762,002
PTBA2010	BUMN PEM	0.262	0.18	0.36	0.13	1	0	1	15.981	0.298	87	0.08	8,722,699	2,281,451	1,133,723	6,366,736	2,599,650
PTBA2011	BUMN PEM	0.291	0.18	0.41	0.12	1	0	1	16.259	0.36	88	0.32	11,510,262	3,348,092	1,429,679	8,162,170	4,141,132
PTBA2012	BUMN PEM	0.332	0.29	0.50	0.19	1	0	1	16.359	0.307	89	0.106	12,728,981	4,223,812	2,453,148	8,505,169	3,911,587
PTBA2013	BUMN PEM	0.353	0.25	0.55	0.16	1	0	1	16.273	0.211	90	-0.083	11,677,155	4,125,586	1,864,630	7,551,569	2,461,362
PTBA2014	BUMN PEM	0.415	0.30	0.71	0.17	1	0	1	16.511	0.181	91	0.268	14,812,023	6,141,181	2,567,052	8,670,842	2,674,726
PTBA2015	BUMN PEM	0.45	0.29	0.82	0.16	1	0	0	16.642	0.158	92	0.141	16,894,043	7,606,496	2,683,763	9,287,547	2,663,796
PTBA2016	BUMN PEM	0.432	0.28	0.76	0.16	1	0	0	16.737	0.145	93	0.1	18,576,774	8,024,369	2,981,622	10,552,405	2,696,916
PTBA2017	BUMN PEM	0.372	0.27	0.59	0.17	1	0	0	16.906	0.278	94	0.184	21,987,482	8,187,497	3,790,878	13,799,985	6,101,629
PTBA2018	BUMN PEM	0.327	0.18	0.49	0.12	1	0	0	17.001	0.284	95	0.099	24,172,933	7,903,237	2,967,541	16,269,696	6,858,075
TIMA 2005	BUMN PEM	0.442	0.21	0.79	0.12	1	0	1	14.827	0.074	29	0.138	2,748,331	1,214,040	317,887	1,534,033	204,612
TIMA 2006	BUMN PEM	0.516	0.18	1.06	0.09	1	0	1	15.057	0.1	30	0.26	3,462,222	1,785,322	296,506	1,676,629	347,472
TIMA 2007	BUMN PEM	0.333	0.10	0.50	0.06	1	0	1	15.431	0.527	31	0.454	5,032,712	1,673,393	323,163	3,359,046	2,653,922
TIMA 2008	BUMN PEM	0.34	0.08	0.51	0.06	1	0	1	15.571	0.365	32	0.149	5,785,003	1,964,156	323,250	3,820,561	2,108,929
TIMA 2009	BUMN PEM	0.294	0.09	0.42	0.07	1	0	1	15.396	0.113	33	-0.161	4,855,712	1,425,361	322,287	3,420,064	549,163
TIMA 2010	BUMN PEM	0.285	0.10	0.40	0.07	1	0	1	15.587	0.192	34	0.211	5,881,108	1,678,033	408,551	4,203,075	1,127,327
TIMA 2011	BUMN PEM	0.3	0.12	0.43	0.08	1	0	1	15.698	0.193	35	0.117	6,569,807	1,972,012	550,036	4,597,795	1,268,085
TIMA 2012	BUMN PEM	0.253	0.13	0.34	0.10	1	0	1	15.624	0.106	36	-0.071	6,101,007	1,542,807	583,001	4,558,200	646,639
TIMA 2013	BUMN PEM	0.363	0.11	0.57	0.07	1	0	1	15.925	0.097	37	0.351	8,244,019	2,991,184	551,594	5,252,835	801,502
TIMA 2014	BUMN PEM	0.425	0.11	0.74	0.06	1	0	1	16.093	0.105	38	0.183	9,752,477	4,144,235	631,505	5,608,242	1,023,102
TIMA 2015	BUMN PEM	0.402	0.17	0.73	0.09	1	0	0	16.091	0.017	39	-0.002	9,729,683	3,908,615	909,662	5,371,068	168,163
TIMA 2016	BUMN PEM	0.408	0.15	0.69	0.09	1	0	0	16.072	0.043	40	-0.019	9,548,631	3,894,946	833,714	5,656,685	414,970
TIMA 2017	BUMN PEM	0.49	0.40	0.96	0.20	1	0	0	16.29	0.06	41	0.244	11,876,309	5,814,816	2,412,290	6,061,493	716,211
TIMA 2018	BUMN PEM	0.569	0.37	1.32	0.16	1	0	0	16.531	0.051	42	0.273	15,117,948	8,596,067	2,419,816	6,521,881	766,482
TLKM 2005	BUMN PEM	0.524	0.81	1.39	0.31	1	0	1	17.945	0.261	40	0.107	62,171,044	32,573,450	19,060,282	23,393,401	16,241,424

TLKM 2006	BUMN	PEM	0.517	0.65	1.39	0.24	1	0	1	18.135	0.293	41	0.209	75,135,745	38,879,969	18,344,284	28,068,689	21,993,605
TLKM 2007	BUMN	PEM	0.475	0.54	1.16	0.22	1	0	1	18.223	0.312	42	0.092	82,058,760	39,005,419	18,330,790	33,748,579	25,595,653
TLKM 2008	BUMN	PEM	0.518	0.59	1.38	0.22	1	0	1	18.329	0.223	43	0.112	91,256,250	47,258,399	20,260,248	34,314,071	20,312,808
TLKM 2009	BUMN	PEM	0.488	0.54	1.22	0.21	1	0	1	18.396	0.229	44	0.069	97,559,606	47,636,512	20,919,098	38,989,747	22,349,288
TLKM 2010	BUMN	PEM	0.439	0.42	0.78	0.23	1	0	1	18.426	0.213	45	0.03	100,501,000	44,086,000	23,613,000	56,415,000	21,416,000
TLKM 2011	BUMN	PEM	0.408	0.33	0.69	0.19	1	0	1	18.451	0.202	46	0.025	103,054,000	42,073,000	19,884,000	60,981,000	20,857,000
TLKM 2012	BUMN	PEM	0.399	0.30	0.66	0.18	1	0	1	18.528	0.218	47	0.081	111,369,000	44,391,000	20,284,000	66,978,000	24,228,000
TLKM 2013	BUMN	PEM	0.395	0.29	0.65	0.17	1	0	1	18.667	0.212	48	0.149	127,951,000	50,527,000	22,090,000	77,424,000	27,149,000
TLKM 2014	BUMN	PEM	0.389	0.27	0.64	0.16	1	0	1	18.764	0.204	49	0.101	140,895,000	54,770,000	22,984,000	86,125,000	28,784,000
TLKM 2015	BUMN	PEM	0.438	0.40	0.78	0.22	1	0	0	18.929	0.189	50	0.179	166,173,000	72,745,000	37,322,000	93,428,000	31,342,000
TLKM 2016	BUMN	PEM	0.412	0.33	0.70	0.19	1	0	0	19.006	0.213	51	0.081	179,611,000	74,067,000	34,305,000	105,544,000	38,189,000
TLKM 2017	BUMN	PEM	0.435	0.37	0.77	0.21	1	0	0	19.106	0.215	52	0.105	198,484,000	86,364,000	40,978,000	112,130,000	42,650,000
TLKM 2018	BUMN	PEM	0.431	0.36	0.76	0.21	1	0	0	19.144	0.177	53	0.039	206,196,000	88,893,000	42,632,000	117,303,000	36,405,000
UNSP 2005	ARB	GOLK	0.606	1.26	1.54	0.50	1	0	1	14.035	0.129	94	0.107	1,244,909	754,182	620,041	490,727	161,114
UNSP 2006	ARB	GOLK	0.64	1.48	1.78	0.53	1	0	1	14.394	0.14	95	0.432	1,783,001	1,140,516	951,236	642,485	250,464
UNSP 2007	ARB	GOLK	0.446	0.62	0.81	0.34	1	0	1	15.277	0.08	96	1.418	4,310,903	1,924,314	1,474,471	2,385,206	343,930
UNSP 2008	ARB	GOLK	0.474	0.71	0.90	0.37	1	0	1	15.363	0.06	97	0.09	4,700,319	2,229,141	1,755,722	2,470,179	279,775
UNSP 2009	ARB	GOLK	0.473	0.65	0.90	0.34	1	0	1	15.439	0.073	98	0.079	5,071,797	2,401,056	1,741,554	2,669,843	367,867
UNSP 2010	ARB	GOLK	0.538	0.77	1.17	0.36	1	0	1	16.733	0.058	99	2.647	18,498,498	9,955,000	6,612,460	8,543,499	1,077,103
UNSP 2011	ARB	GOLK	0.516	0.68	1.06	0.33	1	0	1	16.744	0.049	100	0.011	18,702,295	9,644,733	6,200,974	9,057,562	907,504
UNSP 2012	ARB	GOLK	0.583	1.02	1.40	0.43	1	0	1	16.759	-0.05	101	0.015	18,983,332	11,068,929	8,067,926	7,914,403	(970,138)
UNSP 2013	ARB	GOLK	0.73	1.39	2.70	0.38	1	0	1	16.707	0.169	102	-0.051	18,015,337	13,148,137	6,788,743	4,867,199	3,043,734
UNSP 2014	ARB	GOLK	0.762	1.35	3.20	0.32	1	0	1	16.674	-0.03	103	-0.032	17,441,633	13,287,430	5,587,694	4,154,203	(508,390)
UNSP 2015	ARB	GOLK	0.891	3.37	8.18	0.37	1	0	0	16.544	0.088	104	-0.122	15,308,022	13,640,085	5,623,179	1,667,936	1,343,569
UNSP 2016	ARB	GOLK	0.919	2.68	11.27	0.22	1	0	0	16.503	0.022	105	-0.04	14,700,318	13,502,629	3,210,052	1,197,689	321,172
UNSP 2017	ARB	GOLK	1.021	-8.10	#####	0.18	1	0	0	16.459	-0.08	106	-0.043	14,068,481	14,361,156	2,530,823	(312,475)	(1,186,892)
UNSP 2018	ARB	GOLK	1.107	-1.18	#####	0.13	1	0	0	16.408	-0.15	107	-0.05	13,363,483	14,798,193	1,699,479	(1,434,710)	(1,962,444)
PALM2012	SAN	GERII	0.729	2.17	2.69	0.59	0	0	1	15.006	-0.02	6	0.17	3,287,234	2,395,495	1,938,282	891,740	(79,309)
PALM2013	SAN	GERII	0.612	1.23	1.58	0.48	0	0	1	15.2	-0.1	7	0.214	3,990,895	2,443,989	1,908,689	1,546,906	(401,971)
PALM2014	SAN	GERII	0.602	1.23	1.51	0.49	0	0	1	15.256	0.042	8	0.058	4,223,636	2,543,180	2,062,618	1,680,456	175,879
PALM2015	SAN	GERII	0.641	1.25	1.78	0.45	0	1	0	15.362	-0.01	9	0.112	4,696,939	3,009,676	2,104,977	1,687,263	(55,242)
PALM2016	SAN	GERII	0.397	0.52	0.66	0.31	0	1	0	15.166	0.057	10	-0.178	3,860,776	1,534,462	1,204,015	2,326,314	219,100
PALM2017	SAN	GERII	0.456	0.63	0.84	0.34	0	1	0	14.87	0.023	11	-0.256	2,871,882	1,308,785	984,258	1,563,097	65,838

PALM2018	SAN	GERII	0.191	0.17	0.24	0.14	0	1	0	14.505	-0.06	12	-0.306	1,992,544	379,797	277,003	1,612,747	(111,499)
HITS2005	TOM	PKPB	0.555	0.85	1.16	0.41	0	1	1	14.613	0.07	28	-0.068	2,219,235	1,231,051	903,092	1,061,875	156,328
HITS2006	TOM	PKPB	0.439	0.50	0.80	0.27	0	1	1	14.516	0.09	29	-0.092	2,014,766	883,868	551,022	1,102,637	181,414
HITS2007	TOM	PKPB	0.321	0.29	0.48	0.19	0	1	1	14.533	0.129	30	0.017	2,048,315	658,459	387,716	1,360,229	263,535
HITS2008	TOM	PKPB	0.445	0.39	0.82	0.21	0	1	1	14.903	-0.01	31	0.449	2,967,702	1,321,856	628,591	1,606,166	(43,254)
HITS2009	TOM	PKPB	0.387	0.37	0.65	0.22	0	1	1	14.588	0.013	32	-0.271	2,164,501	837,391	473,463	1,296,238	27,298
HITS2010	TOM	PKPB	0.656	0.78	1.91	0.27	0	1	1	14.372	-0.37	33	-0.194	1,744,078	1,144,522	465,855	599,557	(651,439)
HITS2011	TOM	PKPB	0.729	1.10	2.70	0.30	0	1	1	14.202	-0.13	34	-0.156	1,472,363	1,074,088	439,115	398,274	(195,529)
HITS2012	TOM	naspr	0.868	5.80	6.55	0.77	0	1	1	14.886	2E-05	35	0.981	2,917,070	2,530,739	2,240,833	386,331	72
HITS2013	TOM	naspr	0.862	5.02	6.50	0.67	0	1	1	14.487	0.025	36	-0.329	1,956,216	1,686,553	1,302,299	259,663	49,388
HITS2014	TOM	naspr	0.859	5.00	6.10	0.70	0	1	1	14.328	0.02	37	-0.146	1,669,764	1,434,461	1,175,622	235,303	33,605
HITS2015	TOM	naspr	0.857	4.16	5.98	0.60	0	1	0	14.562	0.029	38	0.263	2,109,294	1,807,115	1,257,918	302,179	60,485
HITS2016	TOM	BEKA	0.788	2.83	3.71	0.60	0	1	0	14.612	0.04	39	0.052	2,218,111	1,747,651	1,331,063	470,459	87,840
HITS2017	TOM	BEKA	0.764	2.49	3.23	0.59	0	1	0	14.682	0.065	40	0.072	2,378,470	1,816,019	1,401,502	562,451	153,500
HITS2018	TOM	BEKA	0.73	1.86	2.70	0.50	0	1	0	14.866	0.071	41	0.202	2,857,955	2,085,431	1,438,258	772,524	203,732
KRAS2010	BUMN	PEM	0.464	0.13	0.87	0.07	1	0	1	16.683	0.079	40	0.375	17,584,059	8,158,514	1,227,801	9,425,545	1,387,148
KRAS2011	BUMN	PEM	0.519	0.19	1.08	0.09	1	0	1	16.884	0.052	41	0.223	21,511,562	11,156,569	1,951,867	10,354,993	1,120,867
KRAS2012	BUMN	PEM	0.564	0.18	1.30	0.08	1	0	1	17.025	-0.01	42	0.152	24,774,027	13,982,443	1,948,756	10,791,584	(149,604)
KRAS2013	BUMN	PEM	0.558	0.19	1.26	0.08	1	0	1	17.183	-0.01	43	0.171	29,003,774	16,180,300	2,397,426	12,823,474	(179,751)
KRAS2014	BUMN	PEM	0.657	0.33	1.91	0.11	1	0	1	17.291	-0.07	44	0.114	32,324,382	21,229,544	3,648,154	11,094,838	(2,274,692)
KRAS2015	BUMN	PEM	0.517	0.25	1.07	0.12	1	0	0	17.749	-0.05	45	0.58	51,071,076	26,405,216	6,191,030	24,665,860	(2,644,502)
KRAS2016	BUMN	PEM	0.533	0.47	1.14	0.22	1	0	0	17.784	-0.08	46	0.036	52,893,676	28,175,776	11,723,380	24,717,900	(4,399,726)
KRAS2017	BUMN	PEM	0.551	0.48	1.22	0.22	1	0	0	17.836	-0.02	47	0.054	55,741,702	30,693,845	12,188,756	25,191,856	(1,055,809)
KRAS2018	BUMN	PEM	0.581	0.50	1.39	0.21	1	0	0	17.947	-0.02	48	0.117	62,243,043	36,175,059	13,024,646	26,068,884	(1,132,733)
WTON2014	BUMN	PEM	0.421	0.04	0.73	0.02	1	0	1	15.151	0.109	17	0.303	3,802,658	1,600,067	90,219	2,202,592	412,824
WTON2015	BUMN	PEM	0.492	0.18	0.97	0.09	1	0	0	15.31	0.045	18	0.172	4,456,098	2,192,672	399,208	2,263,425	199,534
WTON2016	BUMN	PEM	0.466	0.12	0.87	0.07	1	0	0	15.355	0.073	19	0.046	4,662,320	2,171,845	308,051	2,490,475	340,260
WTON2017	BUMN	PEM	0.611	0.04	1.57	0.01	1	0	0	15.771	0.059	20	0.516	7,067,976	4,320,041	103,726	2,747,935	419,502
WTON2018	BUMN	PEM	0.647	0.16	1.83	0.06	1	0	0	16.00	0.07	21	0.257	8,881,778	5,744,966	496,880	3,136,812	619,251
ELSA2008	BUMN	PEM	0.508	0.32	1.04	0.16	1	0	1	15.015	0.035	39	0.536	3,317,816	1,685,724	522,342	1,613,833	117,530
ELSA2009	BUMN	PEM	0.543	0.33	1.20	0.15	1	0	1	15.252	0.159	40	0.268	4,207,629	2,283,376	622,965	1,909,678	668,782
ELSA2010	BUMN	PEM	0.47	0.24	0.89	0.12	1	0	1	15.118	0.026	41	-0.126	3,678,566	1,728,408	456,448	1,937,289	94,176
ELSA2011	BUMN	PEM	0.566	0.26	1.30	0.11	1	0	1	15.295	-0.01	42	0.193	4,389,950	2,485,125	497,348	1,904,825	(26,083)

ELSA2012	BUMN	PEM	0.524	0.28	1.10	0.13	1	0	1	15.273	0.049	43	-0.022	4,294,557	2,252,312	565,862	2,042,245	211,071
ELSA2013	BUMN	PEM	0.477	0.23	0.91	0.12	1	0	1	15.29	0.077	44	0.018	4,370,964	2,085,850	525,653	2,285,114	337,200
ELSA2014	BUMN	PEM	0.392	0.11	0.64	0.07	1	0	1	15.261	0.132	45	-0.029	4,245,704	1,662,708	284,397	2,582,996	559,701
ELSA2015	BUMN	PEM	0.402	0.12	0.67	0.07	1	0	0	15.299	0.116	46	0.038	4,407,513	1,772,327	323,742	2,635,186	513,021
ELSA2016	BUMN	PEM	0.313	0.02	0.46	0.01	1	0	0	15.248	0.102	47	-0.049	4,190,956	1,313,213	59,032	2,877,743	425,473
ELSA2017	BUMN	PEM	0.371	0.01	0.59	0.01	1	0	0	15.396	0.069	48	0.159	4,855,369	1,803,449	45,668	3,051,920	336,809
ELSA2018	PEM	PEM	0.417	0.07	0.71	0.04	1	0	0	15.548	0.067	49	0.165	5,657,327	2,357,127	240,229	3,300,200	376,818
TBIG2010	SAN	NON	0.552	1.03	1.23	0.46	0	0	1	15.46	0.069	6	1.78	5,176,442	2,857,915	2,398,767	2,318,527	359,297
TBIG2011	SAN	NON	0.607	1.22	1.54	0.48	0	0	1	15.744	0.075	7	0.329	6,880,206	4,174,997	3,305,251	2,705,209	512,948
TBIG2012	SAN	NON	0.703	1.86	2.37	0.55	0	0	1	16.477	0.064	8	1.081	14,317,483	10,072,090	7,890,076	4,245,393	913,248
TBIG2013	SAN	NON	0.78	2.59	3.55	0.57	0	0	1	16.745	0.063	9	0.307	18,719,211	14,605,172	10,674,250	4,114,039	1,177,376
TBIG2014	SAN	NON	0.813	2.13	4.33	0.40	0	0	1	16.908	0.065	10	0.177	22,034,082	17,903,053	8,778,951	4,131,029	1,430,563
TBIG2015	SAN	GERI	0.93	12.13	13.33	0.85	0	1	0	16.942	0.048	11	0.035	22,799,671	21,208,875	19,294,336	1,590,796	1,089,197
TBIG2016	SAN	GERI	0.931	11.76	13.54	0.81	0	1	0	16.978	0.058	12	0.036	23,620,268	21,996,126	19,096,174	1,624,142	1,363,951
TBIG2017	SAN	GERI	0.876	6.41	7.04	0.80	0	1	0	17.058	0.035	13	0.084	25,595,785	22,410,705	20,422,583	3,185,080	907,639
TBIG2018	SAN	GERI	0.874	5.17	6.91	0.65	0	1	0	17.187	0.036	14	0.137	29,113,747	25,434,182	19,009,245	3,679,565	1,034,285
SMBR2013	BUMN	PEM	0.09	0.02	0.10	0.02	1	0	1	14.813	0.148	39	1.262	2,711,416	244,460	50,828	2,466,957	400,402
SMBR2014	BUMN	PEM	0.071	0.01	0.08	0.01	1	0	1	14.889	0.135	40	0.079	2,926,361	209,114	29,365	2,717,247	394,652
SMBR2015	BUMN	PEM	0.098	0.02	0.11	0.02	1	0	0	15	0.136	41	0.117	3,268,668	319,315	63,320	2,949,353	443,414
SMBR2016	BUMN	PEM	0.286	0.31	0.40	0.22	1	0	0	15.29	0.08	42	0.337	4,368,877	1,248,119	955,882	3,120,758	349,281
SMBR2017	BUMN	PEM	0.326	0.29	0.48	0.19	1	0	0	15.437	0.041	43	0.158	5,060,337	1,647,477	978,649	3,412,860	208,947
SMBR2018	BUMN	PEM	0.373	0.41	0.59	0.26	1	0	0	15.527	0.026	44	0.094	5,538,080	2,064,408	1,428,000	3,473,671	145,356
PGAS2005	BUMN	PEM	0.611	1.49	1.83	0.50	1	0	1	16.347	0.108	40	1.271	12,574,761	7,682,306	6,268,918	4,198,301	1,364,158
PGAS2006	BUMN	PEM	0.594	1.37	1.61	0.50	1	0	1	16.531	0.175	41	0.202	15,113,902	8,980,245	7,622,566	5,576,033	2,647,064
PGAS2007	BUMN	PEM	0.654	1.61	2.11	0.50	1	0	1	16.829	0.121	42	0.346	20,348,341	13,311,532	10,142,117	6,307,978	2,453,819
PGAS2008	BUMN	PEM	0.684	2.00	2.47	0.56	1	0	1	17.056	0.05	43	0.256	25,550,580	17,480,500	14,182,552	7,075,257	1,281,490
PGAS2009	BUMN	PEM	0.554	1.04	1.35	0.42	1	0	1	17.171	0.288	44	0.122	28,670,440	15,892,626	12,162,831	11,732,080	8,247,172
PGAS2010	BUMN	PEM	0.529	0.86	1.12	0.40	1	0	1	17.284	0.251	45	0.119	32,087,431	16,986,477	12,950,699	15,100,954	8,063,174
PGAS2011	BUMN	PEM	0.445	0.66	0.80	0.37	1	0	1	17.249	0.247	46	-0.035	30,976,446	13,791,734	11,308,417	17,184,612	7,654,189
PGAS2012	BUMN	PEM	0.397	0.46	0.66	0.28	1	0	1	17.448	0.294	47	0.22	37,791,929	15,021,091	10,449,604	22,770,838	11,104,139
PGAS2013	BUMN	PEM	0.375	0.28	0.60	0.17	1	0	1	17.796	0.258	48	0.417	53,536,157	20,073,088	9,204,335	33,463,069	13,804,752
PGAS2014	BUMN	PEM	0.523	0.73	1.10	0.35	1	0	1	18.163	0.157	49	0.444	77,295,913	40,447,177	26,884,267	36,848,736	12,171,927
PGAS2015	BUMN	PEM	0.535	0.93	1.15	0.43	1	0	0	18.371	0.068	50	0.232	95,197,541	50,892,302	41,111,390	44,305,239	6,495,006

PGAS2016	BUMN	PEM	0.536	0.90	1.16	0.42	1	0	0	18.335	0.056	51	-0.035	91,823,679	49,228,962	38,273,625	42,594,718	5,172,660
PGAS2017	BUMN	PEM	0.473	0.70	0.90	0.37	1	0	0	18.524	0.051	51	0.207	110,865,726	52,468,242	41,061,554	58,397,483	5,662,263
PGAS2018	BUMN	PEM	0.597	0.98	1.48	0.39	1	0	0	18.56	0.074	53	0.037	114,968,615	68,602,035	45,366,918	46,366,579	8,469,998
MEDC2005	AP	non	0.591	1.26	1.70	0.44	0	0	1	16.531	0.118	25	0.097	15,106,393	8,923,645	6,594,295	5,246,400	1,782,140
MEDC2006	AP	non	0.643	1.74	2.21	0.51	0	0	1	16.626	0.092	26	0.100	16,620,285	10,684,977	8,421,026	4,836,116	1,530,187
MEDC2007	AP	non	0.703	2.28	2.94	0.55	0	0	1	16.837	0.056	27	0.235	20,531,276	14,429,792	11,203,546	4,910,044	1,148,024
MEDC2008	AP	non	0.624	1.16	1.68	0.43	0	0	1	16.892	0.251	28	0.056	21,683,449	13,522,139	9,275,066	8,028,024	5,444,686
MEDC2009	AP	non	0.643	1.08	1.76	0.39	0	0	1	16.769	0.025	29	-0.115	19,180,786	12,340,898	7,554,766	7,017,393	475,153
MEDC2010	AP	non	0.642	1.14	1.73	0.42	0	0	1	16.835	0.095	30	0.068	20,482,112	13,155,971	8,657,608	7,584,860	1,940,515
MEDC2011	AP	non	0.669	1.08	2.02	0.36	0	0	1	16.971	0.083	31	0.146	23,462,520	15,706,234	8,347,392	7,756,286	1,943,069
MEDC2012	AP	non	0.683	1.64	2.15	0.52	0	0	1	17.061	0.074	32	0.095	25,681,980	17,528,002	13,348,895	8,153,978	1,907,001
MEDC2013	AP	non	0.646	1.37	1.82	0.48	0	0	1	17.252	0.075	33	0.210	31,063,707	20,060,506	15,029,145	11,003,201	2,333,151
MEDC2014	AP	non	0.659	1.43	1.94	0.49	0	0	1	17.33	0.041	34	0.082	33,607,629	22,162,545	16,345,758	11,445,084	1,380,216
MEDC2015	AP	non	0.759	2.40	3.15	0.58	0	0	0	17.569	-0.05	35	0.269	42,649,068	32,365,807	24,647,206	10,283,261	(2,145,595)
MEDC2016	AP	non	0.752	2.07	3.04	0.51	0	0	0	17.694	0.072	36	0.133	48,331,047	36,366,170	24,803,682	11,964,877	3,497,366
MEDC2017	AP	non	0.728	1.76	2.68	0.48	0	0	0	18.06	0.057	37	0.443	69,742,860	50,787,150	33,304,884	18,955,710	3,993,152
MEDC2018	AP	non	0.737	1.99	2.79	0.53	0	0	0	18.148	0.038	38	0.091	76,122,943	56,071,364	40,046,379	20,105,578	2,881,736
MRAT2005	MS	non	0.12	0.02	0.14	0.02	0	0	1	12.58	0.039	30	(0.01)	290,646	35,010	5,115	255,624	11,267
MRAT2006	MS	non	0.094	0.02	0.10	0.01	0	0	1	12.584	0.047	31	0.004	291,769	27,444	4,215	264,313	13,584
MRAT2007	MS	non	0.115	0.02	0.13	0.02	0	0	1	12.663	0.047	32	0.083	315,998	36,426	5,720	279,559	14,954
MRAT2008	MS	non	0.144	0.03	0.17	0.02	0	0	1	12.779	0.09	33	0.123	354,781	51,146	7,648	303,623	31,842
MRAT2009	MS	non	0.135	0.03	0.16	0.03	0	0	1	12.809	0.079	34	0.031	365,636	49,211	10,293	316,412	28,869
MRAT2010	MS	non	0.126	0.03	0.14	0.02	0	0	1	12.865	0.085	35	0.057	386,352	48,829	9,453	337,524	32,964
MRAT2011	MS	non	0.152	0.03	0.18	0.02	0	0	1	12.954	0.087	36	0.094	422,493	64,064	10,245	358,429	36,720
MRAT2012	MS	non	0.153	0.03	0.18	0.02	0	0	1	13.029	0.093	37	0.078	455,473	69,586	10,940	385,887	42,552
MRAT2013	MS	non	0.141	0.03	0.16	0.02	0	0	1	12.994	-0.02	38	-0.035	439,584	61,793	9,982	377,791	(10,017)
MRAT2014	MS	non	0.23	0.03	0.30	0.02	0	0	1	13.12	0.02	39	0.135	498,786	114,842	10,575	383,945	10,041
MRAT2015	MS	non	0.242	0.05	0.32	0.03	0	0	0	13.117	0.005	40	-0.003	497,090	120,064	17,166	377,026	2,256
MRAT2016	MS	non	0.236	0.05	0.31	0.04	0	0	0	13.088	-0.01	41	-0.028	483,037	113,948	20,076	369,089	(4,082)
MRAT2017	MS	non	0.263	0.06	0.36	0.05	0	0	0	13.117	-0	42	0.030	497,354	130,623	23,809	366,731	(1,356)
GJTL2005	SNS	non	0.729	2.15	2.68	0.58	0	0	1	15.828	0.026	54	0.180	7,479,373	5,449,447	4,358,700	2,029,926	193,282
GJTL2006	SNS	non	0.707	1.82	2.41	0.54	0	0	1	15.8	0.032	55	-0.027	7,276,025	5,140,783	3,893,585	2,135,242	233,268
GJTL2007	SNS	non	0.729	2.15	2.68	0.58	0	0	1	15.828	0.026	56	0.028	7,479,373	5,449,447	4,358,700	2,029,926	193,822

GJTL2008	SNS	non	0.707	1.82	2.41	0.54	0	0	1	15.8	0.032	57	-0.027	7,276,025	5,140,783	3,893,585	2,135,242	233,268
GJTL2009	SNS	non	0.718	1.89	2.54	0.53	0	0	1	15.95	0.017	58	0.162	8,454,693	6,068,879	4,508,847	2,385,814	140,321
GJTL2010	SNS	non	0.654	1.19	1.94	0.40	0	0	1	16.164	0.107	59	0.238	10,466,743	6,844,970	4,197,767	3,526,597	1,120,440
GJTL2011	SNS	non	0.614	0.95	1.61	0.36	0	0	1	16.267	0.074	80	0.109	11,609,514	7,123,318	4,223,001	4,430,825	856,614
GJTL2012	SNS	non	0.574	0.80	1.35	0.34	0	0	1	16.37	0.113	61	0.109	12,869,793	7,391,409	4,371,379	5,478,384	1,457,400
GJTL2013	SNS	non	0.627	1.16	1.68	0.43	0	0	1	16.547	0.011	62	0.193	15,350,754	9,626,411	6,662,176	5,724,343	166,473
GJTL2014	SNS	non	0.627	1.16	1.68	0.43	0	0	1	16.591	0.025	63	0.045	16,042,897	10,059,605	6,943,382	5,983,292	394,059
GJTL2015	SNS	non	0.692	1.56	2.25	0.48	0	0	0	16.678	-0.02	64	0.091	17,509,505	12,115,363	8,402,215	5,394,142	(331,869)
GJTL2016	SNS	non	0.687	1.45	2.20	0.45	0	0	0	16.744	0.044	65	0.068	18,697,779	12,849,602	8,505,797	5,848,177	825,947
GJTL2017	SNS	non	0.687	1.42	2.20	0.45	0	0	0	16.716	0.006	66	-0.027	18,191,176	12,501,710	8,103,753	5,689,466	106,824
GJTL2018	SNS	non	0.702	1.37	2.35	0.41	0	0	0	16.797	0.00	67	0.084	19,711,478	13,835,648	8,038,288	5,875,830	(85,585)
MAPI2005	SNS	non	0.417	0.09	0.72	0.05	0	0	1	14.469	0.09	10	0.089	1,922,628	802,597	102,365	1,119,991	177,731
MAPI2006	SNS	non	0.501	0.14	1.00	0.07	0	0	1	14.633	0.06	11	0.178	2,265,420	1,135,113	161,209	1,130,255	136,774
MAPI2007	SNS	non	0.586	0.84	1.41	0.35	0	0	1	14.901	0.05	12	0.307	2,959,914	1,734,140	1,030,617	1,225,765	151,616
MAPI2008	SNS	non	0.7	1.11	2.34	0.33	0	0	1	15.14	-0.02	13	0.271	3,760,969	2,633,391	1,252,986	1,127,568	(87,379)
MAPI2009	SNS	non	0.619	0.64	1.62	0.24	0	0	1	15.033	0.08	14	-0.101	3,379,394	2,091,336	821,224	1,288,044	281,639
MAPI2010	SNS	non	0.6	0.50	1.50	0.20	0	0	1	15.116	0.05	15	0.086	3,670,504	2,201,361	732,362	1,469,143	201,071
MAPI2011	SNS	non	0.594	0.19	1.46	0.08	0	0	1	15.301	0.11	16	0.203	4,415,343	2,621,209	343,474	1,794,134	484,572
MAPI2012	SNS	non	0.637	0.52	1.76	0.19	0	0	1	15.606	0.10	17	0.357	5,990,587	3,817,912	1,135,130	2,172,675	597,638
MAPI2013	SNS	non	0.689	0.57	2.22	0.18	0	0	1	15.871	0.06	18	0.303	7,808,300	5,380,416	1,385,622	2,427,884	485,107
MAPI2014	SNS	non	0.7	0.86	2.33	0.26	0	0	1	15.977	0.02	19	0.112	8,686,175	6,076,736	2,234,901	2,609,439	191,788
MAPI2015	SNS	non	0.686	1.08	2.19	0.34	0	0	0	16.065	0.02	20	0.092	9,482,935	6,508,024	3,217,489	2,974,911	148,089
MAPI2016	SNS	non	0.7	1.03	2.33	0.31	0	0	0	16.184	0.04	21	0.127	10,683,438	7,479,928	3,298,623	3,203,510	401,490
MAPI2017	SNS	non	0.629	0.62	1.69	0.23	0	0	0	16.251	0.05	22	0.069	11,425,390	7,182,976	2,618,281	4,242,414	597,451
MAPI2018	SNS	non	0.52	0.19	1.08	0.09	0	0	0	16.352	0.09	23	0.106	12,632,671	6,570,485	1,151,601	6,062,186	1,173,417
PTPP2010	BUMN	PEM	0.768	0.36	3.31	0.08	1	0	1	15.51	0.06	47	0.32	5,444,074	4,182,231	453,129	1,261,843	322,666
PTPP2011	BUMN	PEM	0.794	0.29	3.86	0.06	1	0	1	15.752	0.06	48	0.274	6,933,354	5,507,914	411,977	1,425,440	418,476
PTPP2012	BUMN	PEM	0.806	0.52	4.16	0.10	1	0	1	15.962	0.06	49	0.233	8,550,851	6,895,001	862,659	1,655,849	545,392
PTPP2013	BUMN	PEM	0.84	0.81	5.26	0.13	1	0	1	16.334	0.06	50	0.452	12,415,669	10,430,922	1,616,883	1,984,747	766,890
PTPP2014	BUMN	PEM	0.836	1.00	5.11	0.16	1	0	1	16.497	0.06	51	0.177	14,611,864	12,221,595	2,383,098	2,390,270	919,445
PTPP2015	BUMN	PEM	0.731	0.63	2.72	0.17	1	0	0	16.768	0.07	52	0.311	19,158,985	14,011,689	3,241,204	5,147,296	1,287,388
PTPP2016	BUMN	PEM	0.654	0.42	1.89	0.15	1	0	0	17.257	0.05	53	0.630	31,232,767	20,436,609	4,558,009	10,796,158	1,703,610
PTPP2017	BUMN	PEM	0.659	0.48	1.93	0.16	1	0	0	17.548	0.04	54	0.338	41,782,781	27,539,670	6,842,453	14,243,110	1,792,262

PTPP2018	BUMN	PEM	0.69	0.60	2.22	0.18	1	0	0	17.777	0.04	55	0.258	52,549,151	36,233,539	9,710,654	16,315,612	2,003,091
PPRE2017	BUMN	PEM	0.524	0.52	1.10	0.25	1	0	0	15.45	0.05	13	3.806	5,125,587	2,685,440	1,277,215	2,440,147	257,439
PPRE2018	BUMN	PEM	0.547	0.59	1.21	0.27	1	0	0	15.649	0.07	14	0.221	6,255,996	3,419,240	1,678,451	2,836,756	446,641
PPRO2015	BUMN	PEM	0.527	0.63	1.11	0.30	1	0	0	15.487	0.06	2	0.896	5,318,956	2,801,370	1,575,016	2,517,587	301,067
PPRO2016	BUMN	PEM	0.664	1.04	1.97	0.35	1	0	0	15.993	0.04	3	0.659	8,826,284	5,858,373	3,079,861	2,967,911	368,223
PPRO2017	BUMN	PEM	0.602	0.83	1.51	0.33	1	0	0	16.346	0.04	4	0.423	12,559,932	7,559,824	4,164,748	5,000,109	463,309
PPRO2018	BUMN	PEM	0.647	0.85	1.83	0.30	1	0	0	16.617	0.03	5	0.312	16,475,720	10,657,152	4,971,774	5,818,568	501,224
PSKT2013	HAP	PDIP	0.226	0.10	0.29	0.08	0	1	1	10.334	0.04	16	0.022	30,773	6,951	2,310	23,822	1,340
PSKT2014	HAP	PDIP	0.571	0.76	1.33	0.33	0	1	1	13.207	-0.07	17	16.683	544,167	310,807	178,311	233,360	(40,013)
PSKT2015	HAP	PDIP	0.702	1.00	2.36	0.30	1	0	0	13.15	-0.16	18	-0.056	513,922	361,013	153,347	152,909	(80,549)
PSKT2016	HAP	PDIP	0.586	0.11	1.42	0.05	1	0	0	13.351	-0.08	19	0.222	628,197	368,190	29,333	260,007	(53,368)
PSKT2017	HAP	PDIP	0.11	0.05	0.12	0.05	1	0	0	13.094	-0.07	20	-0.226	485,983	53,460	22,579	432,523	(33,215)
PSKT2018	HAP	PDIP	0.122	0.02	0.14	0.01	1	0	0	13.061	-0.04	21	-0.033	470,089	57,374	6,567	412,715	(20,927)

UNIVERSITAS
INDONESIA
الجامعة الإسلامية
الاستدراة الباندو



LAMPIRAN 1

(DATA ASUMSI BUMN TIDAK BERPATRONASE POLITIK)

Perusahaan	PAT	PP	LEV	LTD/E	D/E	LTD/A	PPK	PPN	Rzm size	Profit	Age	Growth	ASET	DEBT	LTD	EQUITY	EBIT	
BNBR2005	ARB	GOLK	0.34	0.30	0.57	0.18	1	0	1	15.763	-0.07	63	0.344	7,012,882	2,382,599	1,255,117	4,159,113	(524,758)
BNBR2006	ARB	GOLK	0.365	0.43	0.71	0.22	1	0	1	15.975	0.054	64	0.236	8,666,760	3,162,472	1,943,166	4,477,930	469,031
BNBR2007	ARB	GOLK	0.513	0.79	1.48	0.28	1	0	1	16.464	0.043	65	0.631	14,137,256	7,247,848	3,894,619	4,907,458	604,913
BNBR2008	ARB	GOLK	0.564	0.66	2.06	0.18	1	0	1	17.021	-0.66	66	0.745	24,673,842	13,915,612	4,419,218	6,739,120	(16,208,457)
BNBR2009	ARB	GOLK	0.69	2.87	4.54	0.44	1	0	1	17.088	-0.05	67	0.069	26,388,030	18,212,053	11,503,721	4,014,253	(1,444,489)
BNBR2010	ARB	GOLK	0.57	1.10	1.69	0.37	1	0	1	17.274	0.268	68	0.204	31,768,029	18,120,771	11,774,770	10,692,072	8,506,660
BNBR2011	ARB	GOLK	0.517	0.12	1.07	0.06	1	0	1	17.043	6E-04	69	-0.206	25,212,651	13,046,034	1,453,135	12,166,617	15,376
BNBR2012	ARB	GOLK	0.651	0.96	1.87	0.34	1	0	1	16.566	0.034	70	-0.379	15,657,587	10,198,245	5,263,826	5,459,342	537,659
BNBR2013	ARB	GOLK	1.171	-1.90	-6.86	0.32	1	0	1	16.289	-0.88	71	-0.242	11,866,660	13,890,782	3,844,618	(2,024,122)	(10,469,932)
BNBR2014	ARB	GOLK	1.185	-0.75	-6.41	0.14	1	0	1	16.24	0.024	72	-0.048	11,296,048	13,385,831	1,572,613	(2,089,782)	272,057
BNBR2015	ARB	GOLK	1.428	-0.38	-3.33	0.16	1	0	0	16.033	-0.18	73	-0.187	9,186,392	13,121,511	1,494,386	(3,935,119)	(1,647,410)
BNBR2016	ARB	GOLK	1.923	-0.16	-2.08	0.15	1	0	0	15.696	-0.55	74	-0.286	6,558,438	12,610,459	983,361	(6,052,021)	(3,590,368)
BNBR2017	ARB	GOLK	1.908	-0.15	-2.10	0.14	1	0	0	15.703	-0.18	75	0.007	6,604,885	12,600,855	906,175	(5,995,970)	(1,185,168)
BNBR2018	ARB	GOLK	0.813	0.37	4.35	0.07	1	0	0	16.478	0.084	76	1.17	14,335,108	11,656,069	988,497	2,679,039	1,210,685
TOBA2011	LHT	GOLK	0.738	0.73	2.81	0.19	1	0	1	14.53	0.692	4	0.59	2,042,531	1,506,405	393,013	536,127	1,413,709
TOBA2012	LHT	GOLK	0.576	0.09	1.36	0.04	1	0	1	14.743	0.078	5	0.238	2,528,961	1,456,130	97,134	1,072,831	196,075
TOBA2013	LHT	GOLK	0.581	0.27	1.39	0.11	1	0	1	15.149	0.162	6	0.501	3,795,872	2,206,610	435,009	1,589,261	613,909
TOBA2014	LHT	GOLK	0.526	0.48	1.11	0.22	1	0	1	15.134	0.179	7	-0.015	3,738,990	1,968,409	841,109	1,770,581	670,374
TOBA2015	LHT	GOLK	0.451	0.38	0.82	0.21	1	0	0	15.175	0.139	8	0.042	3,894,752	1,755,207	804,073	2,139,545	539,505
TOBA2016	LHT	GOLK	0.435	0.28	0.77	0.16	1	0	0	15.073	0.099	9	-0.097	3,516,006	1,530,175	549,372	1,985,832	349,254
TOBA2017	LHT	GOLK	0.498	0.62	0.99	0.31	1	0	0	15.367	0.173	10	0.342	4,719,980	2,351,448	1,460,162	2,368,532	815,649
TOBA2018	LHT	GOLK	0.57	0.72	1.33	0.31	1	0	0	15.798	0.203	11	0.539	7,263,254	4,142,745	2,246,590	3,120,509	1,470,860
BUKK2006	JK	GOLK	2.825	-0.06	-1.55	0.12	1	0	1	13.142	0.218	28	-0.93	510,109	1,441,064	59,085	(930,956)	111,438
BUKK2007	JK	GOLK	2.55	-0.07	-1.65	0.11	1	0	1	13.308	0.009	29	0.18	601,978	1,535,271	64,033	(933,293)	5,176
BUKK2013	JK	GOLK	0.417	0.23	0.72	0.13	1	0	1	14.461	0.051	31	0.209	1,906,194	795,085	250,924	1,111,109	98,022
BUKK2014	JK	GOLK	0.431	0.13	0.76	0.07	1	0	1	14.517	0.056	32	0.057	2,015,749	868,522	144,704	1,147,227	113,193
BUKK2015	JK	GOLK	0.397	0.11	0.66	0.06	1	0	0	14.505	0.041	33	-0.011	1,993,214	791,546	129,389	1,201,668	81,874
BUKK2016	JK	GOLK	0.456	0.12	0.84	0.07	1	0	0	14.631	0.043	34	0.134	2,260,453	1,031,491	147,489	1,228,962	96,728
BUKK2017	JK	GOLK	0.556	0.20	1.25	0.09	1	0	0	15.07	0.073	35	0.552	3,507,298	1,949,860	315,287	1,557,438	254,850
BUKK2018	JK	GOLK	0.554	0.08	1.24	0.03	1	0	0	15.3	0.149	36	0.259	4,414,296	2,446,803	150,626	1,967,494	656,392

BUMI2005	ARB	GOLK	0.857	3.47	6.27	0.47	1	0	1	16.645	0.067	32	0.219	16,942,702	14,514,668	8,028,840	2,315,800	1,137,934
BUMI2006	ARB	GOLK	0.853	3.72	5.95	0.53	1	0	1	16.937	0.089	33	0.339	22,684,662	19,343,785	12,099,514	3,248,513	2,030,134
BUMI2007	ARB	GOLK	0.503	0.51	1.26	0.20	1	0	1	17.095	0.303	34	0.171	26,559,109	13,353,251	5,350,528	10,567,754	8,052,759
BUMI2008	ARB	GOLK	0.71	1.38	3.19	0.31	1	0	1	17.864	0.197	35	1.158	57,320,995	40,695,177	17,668,534	12,762,016	11,308,352
BUMI2009	ARB	GOLK	0.799	2.71	4.34	0.50	1	0	1	18.051	0.07	36	0.206	69,126,345	55,219,544	34,499,680	12,725,242	4,865,958
BUMI2010	ARB	GOLK	0.748	2.79	4.05	0.51	1	0	1	18.183	0.114	37	0.141	78,879,491	58,967,907	40,597,018	14,544,969	8,983,202
BUMI2011	ARB	GOLK	0.844	3.42	5.43	0.53	1	0	1	18.035	0.071	38	-0.138	67,988,065	57,406,413	36,191,592	10,581,653	4,826,072
BUMI2012	ARB	GOLK	0.947	11.23	17.75	0.60	1	0	1	18.08	-0.08	39	0.046	71,116,344	67,324,256	42,574,437	3,792,088	(5,952,519)
BUMI2013	ARB	GOLK	1.043	-8.54	#####	0.37	1	0	1	18.269	-0.11	40	0.208	85,937,952	89,655,266	31,741,917	(3,717,313)	(9,144,081)
BUMI2014	ARB	GOLK	1.113	-0.59	-9.87	0.07	1	0	1	18.208	-0.05	41	-0.059	80,840,578	89,956,680	5,408,378	(9,116,102)	(3,855,389)
BUMI2015	ARB	GOLK	1.856	-0.28	-2.17	0.24	1	0	0	17.662	-0.6	42	-0.421	46,820,647	86,890,999	11,380,537	(40,070,352)	(28,147,548)
BUMI2016	ARB	GOLK	1.898	-1.84	-2.11	1.65	1	0	0	17.546	-0	43	-0.11	41,681,075	79,097,309	68,828,632	(37,416,234)	(126,084)
BTEL2005	ARB	GOLK	0.449	0.58	0.81	0.32	1	0	1	14.236	-0.12	12	0.448	1,522,583	682,936	483,457	839,647	(176,860)
BTEL2006	ARB	GOLK	0.326	0.28	0.48	0.19	1	0	1	14.612	0.034	13	0.456	2,217,139	721,717	422,201	1,495,422	75,398
BTEL2007	ARB	GOLK	0.598	1.21	1.49	0.49	1	0	1	15.355	0.047	14	1.104	4,664,164	2,788,955	2,274,588	1,875,209	219,613
BTEL2008	ARB	GOLK	0.405	0.48	0.68	0.28	1	0	1	15.961	0.021	15	0.832	8,545,973	3,463,921	2,416,075	5,082,052	178,056
BTEL2009	ARB	GOLK	0.56	0.86	1.27	0.38	1	0	1	16.252	0.013	16	0.338	11,436,275	6,399,344	4,337,372	5,036,931	145,714
BTEL2010	ARB	GOLK	0.579	1.04	1.38	0.44	1	0	1	16.329	0.007	17	0.08	12,352,891	7,158,061	5,398,455	5,194,830	92,533
BTEL2011	ARB	GOLK	0.642	1.12	1.80	0.40	1	0	1	16.318	-0.08	18	-0.011	12,213,109	7,844,355	4,888,599	4,368,754	(987,904)
BTEL2012	ARB	GOLK	0.819	2.77	4.53	0.50	1	0	1	16.019	-0.39	19	-0.259	9,052,428	7,414,443	4,540,014	1,637,985	(3,533,547)
BTEL2013	ARB	GOLK	1.11	-4.89	#####	0.54	1	0	1	16.027	-0.33	20	0.008	9,128,135	10,135,606	4,925,717	(1,007,471)	(2,984,620)
BTEL2014	ARB	GOLK	1.511	-1.42	-2.96	0.73	1	0	1	15.842	-0.3	21	-0.169	7,588,561	11,467,346	5,518,055	(3,878,785)	(2,260,154)
ELTY2005	ARB	GOLK	0.495	0.38	1.01	0.18	1	0	1	14.749	0.049	15	1.083	2,542,970	1,257,844	469,223	1,246,381	125,820
ELTY2006	ARB	GOLK	0.433	0.14	0.79	0.08	1	0	1	14.689	0.033	16	-0.058	2,395,677	1,036,383	182,719	1,318,830	79,346
ELTY2007	ARB	GOLK	0.264	0.11	0.36	0.08	1	0	1	15.557	0.041	17	1.383	5,708,016	1,508,297	441,937	4,132,832	234,995
ELTY2008	ARB	GOLK	0.376	0.27	0.70	0.15	1	0	1	15.936	0.043	18	0.46	8,334,991	3,133,653	1,218,611	4,507,679	358,322
ELTY2009	ARB	GOLK	0.5	0.65	1.25	0.26	1	0	1	16.266	0.018	19	0.391	11,592,631	5,794,139	3,033,746	4,642,528	203,169
ELTY2010	ARB	GOLK	0.386	0.55	0.82	0.26	1	0	1	16.652	0.013	20	0.472	17,064,196	6,582,727	4,423,397	8,021,729	225,655
ELTY2011	ARB	GOLK	0.384	0.24	0.62	0.15	1	0	1	16.69	0.022	21	0.038	17,707,950	6,805,878	2,616,394	10,902,071	382,802
ELTY2012	ARB	GOLK	0.399	0.17	0.66	0.11	1	0	1	16.539	-0.05	22	-0.14	15,235,633	6,071,419	1,600,987	9,164,214	(736,305)
ELTY2013	ARB	GOLK	0.418	0.10	0.72	0.06	1	0	1	16.325	-0	23	-0.193	12,301,124	5,135,731	740,479	7,165,394	(35,757)
ELTY2014	ARB	GOLK	0.475	0.23	0.91	0.12	1	0	1	16.49	0.037	24	0.179	14,506,123	6,892,122	1,747,927	7,614,002	539,342
ELTY2015	ARB	GOLK	0.546	0.24	1.20	0.11	1	0	0	16.503	-0.05	25	0.013	14,688,816	8,015,693	1,591,011	6,673,123	(706,221)

ELTY2016	ARB	GOLK	0.545	0.27	1.20	0.12	1	0	0	16.459	-0.04	26	-0.043	14,063,748	7,664,922	1,730,457	6,398,826	(556,835)
ELTY2017	ARB	GOLK	0.562	0.22	1.28	0.10	1	0	0	16.46	-0.02	27	0.001	14,082,518	7,918,962	1,368,052	6,163,556	(310,412)
ELTY2018	ARB	GOLK	0.29	0.15	0.41	0.10	1	0	0	16.426	0.201	28	-0.034	13,606,180	3,946,608	1,404,120	9,659,572	2,737,064
SRTG2013	SND	NON	0.342	0.32	0.52	0.21	0	0	1	16.601	0.024	16	0.255	16,209,885	5,542,176	3,456,033	10,667,709	391,351
SRTG2014	SND	NON	0.292	0.34	0.41	0.24	0	0	1	16.61	0.073	17	0.009	16,347,904	4,768,117	3,960,132	11,579,787	1,197,975
SRTG2015	SND	GERII	0.313	0.36	0.45	0.25	0	1	0	16.631	0.1	18	0.022	16,701,440	5,220,656	4,185,550	11,480,784	1,676,469
SRTG2016	SND	GERII	0.23	0.00	0.30	0.00	0	1	0	17.04	0.262	19	0.506	25,144,272	5,777,735		19,366,537	6,585,135
SRTG2017	SND	GERII	0.163	0.00	0.19	0.00	0	1	0	17.098	0.12	20	0.059	26,629,593	4,342,234		22,287,359	3,187,469
SRTG2018	SND	GERII	0.206	0.00	0.26	0.00	0	1	0	16.817	-0.33	21	-0.245	20,114,874	4,150,626		15,964,248	(6,685,056)
MPMX2013	SND	GERII	0.608	0.05	1.55	0.02	0	0	1	16.233	0.068	26	0.237	11,220,245	6,825,671	234,284	4,394,574	766,006
MPMX2014	SND	GERII	0.623	0.85	1.65	0.32	0	0	1	16.451	0.05	27	0.243	13,950,177	8,690,018	4,482,760	5,260,159	698,959
MPMX2015	SND	GERII	0.631	0.95	1.71	0.35	0	1	0	16.488	0.035	28	0.038	14,480,403	9,140,156	5,091,610	5,340,247	501,413
MPMX2016	SND	GERII	0.622	0.86	1.64	0.32	0	1	0	16.519	0.042	29	0.031	14,926,225	9,278,753	4,850,913	5,647,472	622,849
MPMX2017	SND	GERII	0.525	0.64	1.11	0.30	0	1	0	16.092	0.049	30	-0.347	9,740,576	5,115,531	2,954,079	4,625,045	481,875
MPMX2018	SND	GERII	0.266	0.04	0.36	0.03	0	1	0	16.296	0.019	31	0.226	11,943,407	3,173,937	347,878	8,769,470	225,502
INAF2005	BUMN	PEM	0.489	0.09	0.96	0.04	0	0	1	13.159	0.031	87	-0.01	518,824	253,578	23,255	265,245	16,039
INAF2006	BUMN	PEM	0.592	0.10	1.45	0.04	0	0	1	13.44	0.058	88	0.324	686,937	406,451	27,110	280,486	40,064
INAF2007	BUMN	PEM	0.711	0.11	2.46	0.03	0	0	1	13.825	0.022	89	0.469	1,009,438	717,874	31,580	291,363	22,074
INAF2008	BUMN	PEM	0.692	0.12	2.25	0.04	0	0	1	13.779	0.01	90	-0.045	964,144	667,548	34,640	296,595	9,866
INAF2009	BUMN	PEM	0.59	0.18	1.44	0.07	0	0	1	13.498	0.017	91	-0.245	728,036	429,313	52,400	298,720	12,666
INAF2010	BUMN	PEM	0.576	0.15	1.36	0.06	0	0	1	13.506	0.028	92	0.008	733,958	422,690	47,120	311,268	20,409
INAF2011	BUMN	PEM	0.454	0.08	0.83	0.04	0	0	1	13.924	0.05	93	0.519	1,114,902	505,708	46,304	609,184	55,203
INAF2012	BUMN	PEM	0.453	0.26	0.83	0.14	0	0	1	13.988	0.052	94	0.066	1,188,619	538,517	168,653	650,102	61,732
INAF2013	BUMN	PEM	0.544	0.06	1.19	0.03	0	0	1	14.074	-0.05	95	0.089	1,294,511	703,717	32,815	590,793	(63,033)
INAF2014	BUMN	PEM	0.526	0.09	1.11	0.04	0	0	1	14.037	0.006	96	-0.036	1,248,343	656,380	55,814	591,963	7,402
INAF2015	BUMN	PEM	0.614	0.16	1.59	0.06	0	0	0	14.243	0.009	97	0.229	1,533,709	941,000	94,269	592,709	14,175
INAF2016	BUMN	PEM	0.583	0.18	1.40	0.07	0	0	0	14.139	-0.01	98	-0.099	1,381,633	805,876	100,947	575,757	(18,921)
INAF2017	BUMN	PEM	0.656	0.21	1.91	0.07	0	0	0	14.241	-0.04	99	0.107	1,529,875	1,003,465	110,176	526,410	(56,817)
INAF2018	BUMN	PEM	0.656	0.24	1.90	0.08	0	0	0	14.182	-0.02	100	-0.057	1,442,351	945,704	118,465	496,647	(25,298)
KAEF2005	BUMN	PEM	0.283	0.04	0.39	0.03	0	0	1	13.979	0.07	188	0.004	1,177,603	333,382	32,598	844,220	82,484
KAEF2006	BUMN	PEM	0.31	0.04	0.45	0.03	0	0	1	14.048	0.054	189	0.071	1,261,225	390,571	37,900	870,654	67,629
KAEF2007	BUMN	PEM	0.345	0.05	0.53	0.03	0	0	1	14.142	0.059	190	0.1	1,386,739	478,712	45,146	908,028	82,290
KAEF2008	BUMN	PEM	0.344	0.05	0.53	0.03	0	0	1	14.184	0.066	191	0.042	1,445,670	497,905	48,050	947,765	96,106

KAEF2009	BUMN PEM	0.363	0.06	0.57	0.04	0	0	1	14.262	0.064	192	0.081	1,562,625	567,310	56,455	995,315	99,730
KAEF2010	BUMN PEM	0.328	0.07	0.49	0.04	0	0	1	14.321	0.108	193	0.061	1,657,292	543,257	73,435	1,114,034	178,611
KAEF2011	BUMN PEM	0.302	0.07	0.43	0.05	0	0	1	14.4	0.129	194	0.083	1,794,242	541,737	82,042	1,252,506	232,007
KAEF2012	BUMN PEM	0.306	0.07	0.44	0.05	0	0	1	14.546	0.134	195	0.157	2,076,346	634,814	97,630	1,441,534	278,284
KAEF2013	BUMN PEM	0.343	0.06	0.52	0.04	0	0	1	14.721	0.115	196	0.191	2,471,940	847,585	101,462	1,624,355	284,125
KAEF2014	BUMN PEM	0.39	0.17	0.64	0.10	0	0	1	14.903	0.106	197	0.201	2,968,185	1,157,041	302,229	1,811,144	315,611
KAEF2015	BUMN PEM	0.401	0.14	0.67	0.08	0	0	0	15.049	0.103	198	0.157	3,434,879	1,378,319	285,696	2,056,560	354,905
KAEF2016	BUMN PEM	0.508	0.28	1.03	0.14	0	0	0	15.344	0.083	199	0.343	4,612,563	2,341,155	644,946	2,271,407	383,026
KAEF2017	BUMN PEM	0.578	0.45	1.37	0.19	0	0	0	15.623	0.074	200	0.322	6,096,149	3,523,628	1,154,120	2,572,520	449,710
KAEF2018	BUMN PEM	0.645	0.69	1.82	0.25	0	0	0	16.063	0.061	201	0.552	9,460,427	6,103,968	2,329,663	3,356,458	577,726
WSKT2011	BUMN PEM	0.879	0.13	7.25	0.02	0	0	1	15.448	0.065	50	0.254	5,116,002	4,495,779	77,743	620,222	331,827
WSKT2012	BUMN PEM	0.782	0.53	3.26	0.13	0	0	1	15.94	0.055	51	0.635	8,366,244	6,539,169	1,067,343	2,007,075	459,913
WSKT2013	BUMN PEM	0.729	0.41	2.69	0.11	0	0	1	15.989	0.07	52	0.05	8,788,303	6,404,866	977,727	2,383,437	611,201
WSKT2014	BUMN PEM	0.773	0.69	3.40	0.16	0	0	1	16.345	0.06	53	0.427	12,542,041	9,693,211	1,965,057	2,848,830	755,602
WSKT2015	BUMN PEM	0.68	0.72	2.12	0.23	0	0	0	17.227	0.046	54	1.417	30,309,111	20,604,904	6,940,093	9,704,207	1,398,004
WSKT2016	BUMN PEM	0.727	0.79	2.66	0.21	0	0	0	17.933	0.035	55	1.027	61,425,182	44,651,963	13,190,427	16,773,219	2,155,589
WSKT2017	BUMN PEM	0.768	1.00	3.30	0.23	0	0	0	18.399	0.047	56	0.594	97,895,761	75,140,936	22,831,738	22,754,825	4,620,646
WSKT2018	BUMN PEM	0.768	1.34	3.31	0.31	0	0	0	18.639	0.045	57	0.271	124,391,582	95,504,463	38,704,738	28,887,119	5,536,442
WIKA2007	BUMN PEM	0.672	0.42	2.15	0.13	0	0	1	15.235	0.045	47	0.557	4,133,064	2,776,904	544,947	1,291,212	187,948
WIKA2008	BUMN PEM	0.746	0.49	3.11	0.12	0	0	1	15.568	0.044	48	0.396	5,771,424	4,304,026	683,440	1,384,641	256,415
WIKA2009	BUMN PEM	0.713	0.41	2.65	0.11	0	0	1	15.556	0.067	49	-0.012	5,700,613	4,064,899	629,374	1,532,941	384,109
WIKA2010	BUMN PEM	0.695	0.38	2.28	0.12	0	0	1	15.654	0.075	50	0.103	6,286,305	4,369,537	727,510	1,916,768	473,326
WIKA2011	BUMN PEM	0.733	0.44	2.75	0.12	0	0	1	15.935	0.076	51	0.324	8,322,980	6,103,604	976,395	2,219,376	629,607
WIKA2012	BUMN PEM	0.743	0.57	2.89	0.15	0	0	1	16.215	0.076	52	0.324	11,020,768	8,186,469	1,606,142	2,834,299	832,673
WIKA2013	BUMN PEM	0.744	0.64	2.90	0.16	0	0	1	16.349	0.081	53	0.143	12,594,963	9,368,004	2,069,534	3,226,959	1,016,690
WIKA2014	BUMN PEM	0.687	0.49	2.20	0.15	0	0	1	16.583	0.072	54	0.264	15,915,162	10,936,403	2,460,361	4,978,758	1,145,890
WIKA2015	BUMN PEM	0.723	0.66	2.60	0.18	0	0	0	16.791	0.056	55	0.232	19,602,406	14,164,305	3,566,770	5,438,101	1,098,082
WIKA2016	BUMN PEM	0.594	0.29	1.46	0.12	0	0	0	17.261	0.041	56	0.6	31,355,205	18,617,215	3,708,199	12,737,989	1,295,239
WIKA2017	BUMN PEM	0.68	0.35	2.12	0.11	0	0	0	17.637	0.032	57	0.457	45,683,774	31,051,950	5,076,332	14,631,825	1,462,391
WIKA2018	BUMN PEM	0.709	0.80	2.44	0.23	0	0	0	17.897	0.04	58	0.297	59,230,001	42,014,687	13,762,735	17,215,315	2,358,629
ADHI2005	BUMN PEM	0.845	1.28	5.50	0.20	0	0	1	14.697	0.048	45	0.323	2,413,950	2,039,031	474,364	370,850	115,820
ADHI2006	BUMN PEM	0.841	0.62	5.50	0.09	0	0	1	14.875	0.045	46	0.195	2,885,290	2,425,551	273,533	440,661	128,907
ADHI2007	BUMN PEM	0.874	0.98	7.13	0.12	0	0	1	15.282	0.036	47	0.502	4,333,167	3,787,812	519,268	531,234	153,838

ADHI2008	BUMN PEM	0.883	0.96	7.75	0.11	0	0	1	15.45	0.024	48	0.183	5,125,369	4,525,469	562,418	584,279	122,539
ADHI2009	BUMN PEM	0.868	0.76	6.69	0.10	0	0	1	15.544	0.059	49	0.098	5,629,454	4,888,582	557,483	731,200	331,773
ADHI2010	BUMN PEM	0.824	0.71	4.71	0.12	0	0	1	15.41	0.065	50	-0.125	4,927,696	4,059,941	609,238	861,113	320,820
ADHI2011	BUMN PEM	0.838	0.25	5.17	0.04	0	0	1	15.626	0.053	51	0.241	6,112,954	5,122,586	247,098	990,368	326,380
ADHI2012	BUMN PEM	0.85	0.71	5.67	0.11	0	0	1	15.879	0.054	52	0.288	7,872,074	6,691,155	838,581	1,180,919	423,315
ADHI2013	BUMN PEM	0.841	1.05	5.28	0.17	0	0	1	16.09	0.073	53	0.235	9,720,961	8,172,499	1,630,842	1,548,463	714,365
ADHI2014	BUMN PEM	0.833	0.93	4.97	0.16	0	0	1	16.163	0.057	54	0.076	10,458,881	8,707,338	1,637,635	1,751,543	594,553
ADHI2015	BUMN PEM	0.692	0.42	2.25	0.13	0	0	0	16.635	0.045	55	0.603	16,761,064	11,598,932	2,184,470	5,162,132	746,091
ADHI2016	BUMN PEM	0.729	0.30	2.69	0.08	0	0	0	16.816	0.03	56	0.199	20,095,436	14,652,656	1,608,286	5,442,780	612,622
ADHI2017	BUMN PEM	0.793	0.82	3.83	0.17	0	0	0	17.16	0.018	57	0.41	28,332,948	22,463,030	4,829,741	5,869,917	518,983
ADHI2018	BUMN PEM	0.791	0.77	3.79	0.16	0	0	0	17.221	0.022	58	0.063	30,118,615	23,833,343	4,869,039	6,285,272	649,504
JSMR2007	BUMN PEM	0.568	1.06	1.32	0.46	0	0	1	16.444	0.029	29	0.35	13,847,227	7,871,911	6,307,223	5,975,316	402,057
JSMR2008	BUMN PEM	0.551	0.99	1.23	0.45	0	0	1	16.499	0.065	30	0.057	14,642,760	8,070,752	6,521,661	6,572,008	945,822
JSMR2009	BUMN PEM	0.556	0.76	1.25	0.34	0	0	1	16.599	0.068	31	0.105	16,174,263	8,990,884	5,462,468	7,183,379	1,093,894
JSMR2010	BUMN PEM	0.592	1.05	1.45	0.43	0	0	1	16.757	0.025	32	0.172	18,952,129	11,212,115	8,114,384	7,740,014	476,349
JSMR2011	BUMN PEM	0.569	0.91	1.32	0.39	0	0	1	16.88	0.081	33	0.131	21,432,134	12,191,854	8,423,258	9,240,280	1,726,474
JSMR2012	BUMN PEM	0.605	0.85	1.53	0.34	0	0	1	17.024	0.083	34	0.155	24,753,551	14,965,766	8,317,601	9,787,786	2,055,258
JSMR2013	BUMN PEM	0.617	1.16	1.61	0.44	0	0	1	17.161	0.06	35	0.146	28,366,345	17,499,365	12,579,482	10,866,980	1,714,655
JSMR2014	BUMN PEM	0.641	1.41	1.79	0.51	0	0	1	17.277	0.057	36	0.123	31,857,948	20,432,952	16,120,036	11,424,996	1,821,974
JSMR2015	BUMN PEM	0.663	1.34	1.97	0.45	0	0	0	17.419	0.056	37	0.153	36,724,982	24,356,318	16,612,531	12,368,664	2,068,304
JSMR2016	BUMN PEM	0.695	1.13	2.27	0.35	0	0	0	17.795	0.05	38	0.457	53,500,323	37,161,483	18,534,494	16,338,840	2,649,679
JSMR2017	BUMN PEM	0.768	1.95	3.31	0.45	0	0	0	18.187	0.041	39	0.48	79,192,773	60,833,333	35,835,392	18359440	3,250,452
JSMR2018	BUMN PEM	0.755	1.54	3.08	0.38	0	0	0	18.227	0.039	40	0.041	82,418,600	62,219,615	31,138,140	20198986	3,219,307
ANTM2005	BUMN PEM	0.527	0.86	1.11	0.41	0	0	1	15.672	0.188	37	0.06	6,402,714	3,373,069	2,593,663	3,029,643	1,202,678
ANTM2006	BUMN PEM	0.413	0.43	0.70	0.25	0	0	1	15.802	0.304	38	0.139	7,290,906	3,009,300	1,829,784	4,281,602	2,219,889
ANTM2007	BUMN PEM	0.273	0.17	0.38	0.12	0	0	1	16.304	0.605	39	0.652	12,043,691	3,293,585	1,474,301	8,750,106	7,282,402
ANTM2008	BUMN PEM	0.213	0.17	0.27	0.14	0	0	1	16.142	0.188	40	-0.149	10,245,041	2,181,903	1,405,029	8,063,138	1,929,668
ANTM2009	BUMN PEM	0.18	0.12	0.22	0.10	0	0	1	16.112	0.079	41	-0.03	9,939,996	1,791,057	1,000,596	8,148,939	784,018
ANTM2010	BUMN PEM	0.222	0.08	0.29	0.06	0	0	1	16.326	0.185	42	0.239	12,310,732	2730633	720,825	9,580,098	2,272,624
ANTM2011	BUMN PEM	0.291	0.33	0.41	0.24	0	0	1	16.537	0.169	43	0.235	15,201,235	4,429,192	3,582,745	10,772,043	2,568,781
ANTM2012	BUMN PEM	0.349	0.30	0.54	0.19	0	0	1	16.797	0.198	44	0.297	19,708,540	6,876,224	3,834,819	12,832,316	3,895,495
ANTM2013	BUMN PEM	0.415	0.41	0.71	0.24	0	0	1	16.9	-0.01	45	0.109	21,865,117	9,071,630	5,216,118	12,793,488	(132,930)
ANTM2014	BUMN PEM	0.459	0.52	0.85	0.28	0	0	1	16.909	-0.04	46	0.008	22,044,202	10,114,641	6,251,723	11,929,561	(833,134)

ANTM2015	BUMN PEM	0.397	0.42	0.66	0.25	0	0	0	17.229	-0.05	47	0.377	30,356,851	12,040,132	7,700,802	18,316,719	(1,668,774)
ANTM2016	BUMN PEM	0.386	0.39	0.63	0.24	0	0	0	17.216	0.008	48	-0.012	29,981,536	11,572,740	7,220,427	18,408,796	237,292
ANTM2017	BUMN PEM	0.384	0.32	0.62	0.20	0	0	0	17.217	0.015	49	0.001	30,014,273	11,523,870	5,971,408	18,490,404	454,397
ANTM 2018	BUMN PEM	0.401	0.41	0.68	0.24	0	0	0	17.321	0.038	50	0.11	33,306,391	13,356,160	8,055,415	19,739,231	1,265,502
PTBA2005	BUMN PEM	0.274	0.15	0.38	0.11	0	0	1	14.859	0.23	82	0.191	2,839,690	776,713	313,678	2,052,660	653,245
PTBA2006	BUMN PEM	0.257	0.16	0.35	0.12	0	0	1	14.949	0.215	83	0.094	3,107,734	800,093	368,560	2,295,460	668,950
PTBA2007	BUMN PEM	0.284	0.15	0.40	0.11	0	0	1	15.184	0.269	84	0.264	3,928,071	1,116,799	421,789	2,799,118	1,058,128
PTBA2008	BUMN PEM	0.332	0.17	0.51	0.11	0	0	1	15.625	0.418	85	0.555	6,106,392	2,028,733	675,743	3,998,132	2,551,672
PTBA2009	BUMN PEM	0.284	0.16	0.40	0.11	0	0	1	15.905	0.466	86	0.323	8,078,578	2,292,740	911,832	5,701,372	3,762,002
PTBA2010	BUMN PEM	0.262	0.18	0.36	0.13	0	0	1	15.981	0.298	87	0.08	8,722,699	2,281,451	1,133,723	6,366,736	2,599,650
PTBA2011	BUMN PEM	0.291	0.18	0.41	0.12	0	0	1	16.259	0.36	88	0.32	11,510,262	3,348,092	1,429,679	8,162,170	4,141,132
PTBA2012	BUMN PEM	0.332	0.29	0.50	0.19	0	0	1	16.359	0.307	89	0.106	12,728,981	4,223,812	2,453,148	8,505,169	3,911,587
PTBA2013	BUMN PEM	0.353	0.25	0.55	0.16	0	0	1	16.273	0.211	90	-0.083	11,677,155	4,125,586	1,864,630	7,551,569	2,461,362
PTBA2014	BUMN PEM	0.415	0.30	0.71	0.17	0	0	1	16.511	0.181	91	0.268	14,812,023	6,141,181	2,567,052	8,670,842	2,674,726
PTBA2015	BUMN PEM	0.45	0.29	0.82	0.16	0	0	0	16.642	0.158	92	0.141	16,894,043	7,606,496	2,683,763	9,287,547	2,663,796
PTBA2016	BUMN PEM	0.432	0.28	0.76	0.16	0	0	0	16.737	0.145	93	0.1	18,576,774	8,024,369	2,981,622	10,552,405	2,696,916
PTBA2017	BUMN PEM	0.372	0.27	0.59	0.17	0	0	0	16.906	0.278	94	0.184	21,987,482	8,187,497	3,790,878	13,799,985	6,101,629
PTBA2018	BUMN PEM	0.327	0.18	0.49	0.12	0	0	0	17.001	0.284	95	0.099	24,172,933	7,903,237	2,967,541	16,269,696	6,858,075
TIMA 2005	BUMN PEM	0.442	0.21	0.79	0.12	0	0	1	14.827	0.074	29	0.138	2,748,331	1,214,040	317,887	1,534,033	204,612
TIMA 2006	BUMN PEM	0.516	0.18	1.06	0.09	0	0	1	15.057	0.1	30	0.26	3,462,222	1,785,322	296,506	1,676,629	347,472
TIMA 2007	BUMN PEM	0.333	0.10	0.50	0.06	0	0	1	15.431	0.527	31	0.454	5,032,712	1,673,393	323,163	3,359,046	2,653,922
TIMA 2008	BUMN PEM	0.34	0.08	0.51	0.06	0	0	1	15.571	0.365	32	0.149	5,785,003	1,964,156	323,250	3,820,561	2,108,929
TIMA 2009	BUMN PEM	0.294	0.09	0.42	0.07	0	0	1	15.396	0.113	33	-0.161	4,855,712	1,425,361	322,287	3,420,064	549,163
TIMA 2010	BUMN PEM	0.285	0.10	0.40	0.07	0	0	1	15.587	0.192	34	0.211	5,881,108	1,678,033	408,551	4,203,075	1,127,327
TIMA 2011	BUMN PEM	0.3	0.12	0.43	0.08	0	0	1	15.698	0.193	35	0.117	6,569,807	1,972,012	550,036	4,597,795	1,268,085
TIMA 2012	BUMN PEM	0.253	0.13	0.34	0.10	0	0	1	15.624	0.106	36	-0.071	6,101,007	1,542,807	583,001	4,558,200	646,639
TIMA 2013	BUMN PEM	0.363	0.11	0.57	0.07	0	0	1	15.925	0.097	37	0.351	8,244,019	2,991,184	551,594	5,252,835	801,502
TIMA 2014	BUMN PEM	0.425	0.11	0.74	0.06	0	0	1	16.093	0.105	38	0.183	9,752,477	4,144,235	631,505	5,608,242	1,023,102
TIMA 2015	BUMN PEM	0.402	0.17	0.73	0.09	0	0	0	16.091	0.017	39	-0.002	9,729,683	3,908,615	909,662	5,371,068	168,163
TIMA 2016	BUMN PEM	0.408	0.15	0.69	0.09	0	0	0	16.072	0.043	40	-0.019	9,548,631	3,894,946	833,714	5,656,685	414,970
TIMA 2017	BUMN PEM	0.49	0.40	0.96	0.20	0	0	0	16.29	0.06	41	0.244	11,876,309	5,814,816	2,412,290	6,061,493	716,211
TIMA 2018	BUMN PEM	0.569	0.37	1.32	0.16	0	0	0	16.531	0.051	42	0.273	15,117,948	8,596,067	2,419,816	6,521,881	766,482
TLKM 2005	BUMN PEM	0.524	0.81	1.39	0.31	0	0	1	17.945	0.261	40	0.107	62,171,044	32,573,450	19,060,282	23,393,401	16,241,424

TLKM 2006	BUMN	PEM	0.517	0.65	1.39	0.24	0	0	1	18.135	0.293	41	0.209	75,135,745	38,879,969	18,344,284	28,068,689	21,993,605
TLKM 2007	BUMN	PEM	0.475	0.54	1.16	0.22	0	0	1	18.223	0.312	42	0.092	82,058,760	39,005,419	18,330,790	33,748,579	25,595,653
TLKM 2008	BUMN	PEM	0.518	0.59	1.38	0.22	0	0	1	18.329	0.223	43	0.112	91,256,250	47,258,399	20,260,248	34,314,071	20,312,808
TLKM 2009	BUMN	PEM	0.488	0.54	1.22	0.21	0	0	1	18.396	0.229	44	0.069	97,559,606	47,636,512	20,919,098	38,989,747	22,349,288
TLKM 2010	BUMN	PEM	0.439	0.42	0.78	0.23	0	0	1	18.426	0.213	45	0.03	100,501,000	44,086,000	23,613,000	56,415,000	21,416,000
TLKM 2011	BUMN	PEM	0.408	0.33	0.69	0.19	0	0	1	18.451	0.202	46	0.025	103,054,000	42,073,000	19,884,000	60,981,000	20,857,000
TLKM 2012	BUMN	PEM	0.399	0.30	0.66	0.18	0	0	1	18.528	0.218	47	0.081	111,369,000	44,391,000	20,284,000	66,978,000	24,228,000
TLKM 2013	BUMN	PEM	0.395	0.29	0.65	0.17	0	0	1	18.667	0.212	48	0.149	127,951,000	50,527,000	22,090,000	77,424,000	27,149,000
TLKM 2014	BUMN	PEM	0.389	0.27	0.64	0.16	0	0	1	18.764	0.204	49	0.101	140,895,000	54,770,000	22,984,000	86,125,000	28,784,000
TLKM 2015	BUMN	PEM	0.438	0.40	0.78	0.22	0	0	0	18.929	0.189	50	0.179	166,173,000	72,745,000	37,322,000	93,428,000	31,342,000
TLKM 2016	BUMN	PEM	0.412	0.33	0.70	0.19	0	0	0	19.006	0.213	51	0.081	179,611,000	74,067,000	34,305,000	105,544,000	38,189,000
TLKM 2017	BUMN	PEM	0.435	0.37	0.77	0.21	0	0	0	19.106	0.215	52	0.105	198,484,000	86,364,000	40,978,000	112,130,000	42,650,000
TLKM 2018	BUMN	PEM	0.431	0.36	0.76	0.21	0	0	0	19.144	0.177	53	0.039	206,196,000	88,893,000	42,632,000	117,303,000	36,405,000
UNSP 2005	ARB	GOLK	0.606	1.26	1.54	0.50	1	0	1	14.035	0.129	94	0.107	1,244,909	754,182	620,041	490,727	161,114
UNSP 2006	ARB	GOLK	0.64	1.48	1.78	0.53	1	0	1	14.394	0.14	95	0.432	1,783,001	1,140,516	951,236	642,485	250,464
UNSP 2007	ARB	GOLK	0.446	0.62	0.81	0.34	1	0	1	15.277	0.08	96	1.418	4,310,903	1,924,314	1,474,471	2,385,206	343,930
UNSP 2008	ARB	GOLK	0.474	0.71	0.90	0.37	1	0	1	15.363	0.06	97	0.09	4,700,319	2,229,141	1,755,722	2,470,179	279,775
UNSP 2009	ARB	GOLK	0.473	0.65	0.90	0.34	1	0	1	15.439	0.073	98	0.079	5,071,797	2,401,056	1,741,554	2,669,843	367,867
UNSP 2010	ARB	GOLK	0.538	0.77	1.17	0.36	1	0	1	16.733	0.058	99	2.647	18,498,498	9,955,000	6,612,460	8,543,499	1,077,103
UNSP 2011	ARB	GOLK	0.516	0.68	1.06	0.33	1	0	1	16.744	0.049	100	0.011	18,702,295	9,644,733	6,200,974	9,057,562	907,504
UNSP 2012	ARB	GOLK	0.583	1.02	1.40	0.43	1	0	1	16.759	-0.05	101	0.015	18,983,332	11,068,929	8,067,926	7,914,403	(970,138)
UNSP 2013	ARB	GOLK	0.73	1.39	2.70	0.38	1	0	1	16.707	0.169	102	-0.051	18,015,337	13,148,137	6,788,743	4,867,199	3,043,734
UNSP 2014	ARB	GOLK	0.762	1.35	3.20	0.32	1	0	1	16.674	-0.03	103	-0.032	17,441,633	13,287,430	5,587,694	4,154,203	(508,390)
UNSP 2015	ARB	GOLK	0.891	3.37	8.18	0.37	1	0	0	16.544	0.088	104	-0.122	15,308,022	13,640,085	5,623,179	1,667,936	1,343,569
UNSP 2016	ARB	GOLK	0.919	2.68	11.27	0.22	1	0	0	16.503	0.022	105	-0.04	14,700,318	13,502,629	3,210,052	1,197,689	321,172
UNSP 2017	ARB	GOLK	1.021	-8.10	#####	0.18	1	0	0	16.459	-0.08	106	-0.043	14,068,481	14,361,156	2,530,823	(312,475)	(1,186,892)
UNSP 2018	ARB	GOLK	1.107	-1.18	#####	0.13	1	0	0	16.408	-0.15	107	-0.05	13,363,483	14,798,193	1,699,479	(1,434,710)	(1,962,444)
PALM2012	SAN	GERII	0.729	2.17	2.69	0.59	0	0	1	15.006	-0.02	6	0.17	3,287,234	2,395,495	1,938,282	891,740	(79,309)
PALM2013	SAN	GERII	0.612	1.23	1.58	0.48	0	0	1	15.2	-0.1	7	0.214	3,990,895	2,443,989	1,908,689	1,546,906	(401,971)
PALM2014	SAN	GERII	0.602	1.23	1.51	0.49	0	0	1	15.256	0.042	8	0.058	4,223,636	2,543,180	2,062,618	1,680,456	175,879
PALM2015	SAN	GERII	0.641	1.25	1.78	0.45	0	1	0	15.362	-0.01	9	0.112	4,696,939	3,009,676	2,104,977	1,687,263	(55,242)
PALM2016	SAN	GERII	0.397	0.52	0.66	0.31	0	1	0	15.166	0.057	10	-0.178	3,860,776	1,534,462	1,204,015	2,326,314	219,100
PALM2017	SAN	GERII	0.456	0.63	0.84	0.34	0	1	0	14.87	0.023	11	-0.256	2,871,882	1,308,785	984,258	1,563,097	65,838

PALM2018	SAN	GERII	0.191	0.17	0.24	0.14	0	1	0	14.505	-0.06	12	-0.306	1,992,544	379,797	277,003	1,612,747	(111,499)
HITS2005	TOM	PKPB	0.555	0.85	1.16	0.41	0	1	1	14.613	0.07	28	-0.068	2,219,235	1,231,051	903,092	1,061,875	156,328
HITS2006	TOM	PKPB	0.439	0.50	0.80	0.27	0	1	1	14.516	0.09	29	-0.092	2,014,766	883,868	551,022	1,102,637	181,414
HITS2007	TOM	PKPB	0.321	0.29	0.48	0.19	0	1	1	14.533	0.129	30	0.017	2,048,315	658,459	387,716	1,360,229	263,535
HITS2008	TOM	PKPB	0.445	0.39	0.82	0.21	0	1	1	14.903	-0.01	31	0.449	2,967,702	1,321,856	628,591	1,606,166	(43,254)
HITS2009	TOM	PKPB	0.387	0.37	0.65	0.22	0	1	1	14.588	0.013	32	-0.271	2,164,501	837,391	473,463	1,296,238	27,298
HITS2010	TOM	PKPB	0.656	0.78	1.91	0.27	0	1	1	14.372	-0.37	33	-0.194	1,744,078	1,144,522	465,855	599,557	(651,439)
HITS2011	TOM	PKPB	0.729	1.10	2.70	0.30	0	1	1	14.202	-0.13	34	-0.156	1,472,363	1,074,088	439,115	398,274	(195,529)
HITS2012	TOM	naspr	0.868	5.80	6.55	0.77	0	1	1	14.886	2E-05	35	0.981	2,917,070	2,530,739	2,240,833	386,331	72
HITS2013	TOM	naspr	0.862	5.02	6.50	0.67	0	1	1	14.487	0.025	36	-0.329	1,956,216	1,686,553	1,302,299	259,663	49,388
HITS2014	TOM	naspr	0.859	5.00	6.10	0.70	0	1	1	14.328	0.02	37	-0.146	1,669,764	1,434,461	1,175,622	235,303	33,605
HITS2015	TOM	naspr	0.857	4.16	5.98	0.60	0	1	0	14.562	0.029	38	0.263	2,109,294	1,807,115	1,257,918	302,179	60,485
HITS2016	TOM	BEKA	0.788	2.83	3.71	0.60	0	1	0	14.612	0.04	39	0.052	2,218,111	1,747,651	1,331,063	470,459	87,840
HITS2017	TOM	BEKA	0.764	2.49	3.23	0.59	0	1	0	14.682	0.065	40	0.072	2,378,470	1,816,019	1,401,502	562,451	153,500
HITS2018	TOM	BEKA	0.73	1.86	2.70	0.50	0	1	0	14.866	0.071	41	0.202	2,857,955	2,085,431	1,438,258	772,524	203,732
KRAS2010	BUMN	PEM	0.464	0.13	0.87	0.07	0	0	1	16.683	0.079	40	0.375	17,584,059	8,158,514	1,227,801	9,425,545	1,387,148
KRAS2011	BUMN	PEM	0.519	0.19	1.08	0.09	0	0	1	16.884	0.052	41	0.223	21,511,562	11,156,569	1,951,867	10,354,993	1,120,867
KRAS2012	BUMN	PEM	0.564	0.18	1.30	0.08	0	0	1	17.025	-0.01	42	0.152	24,774,027	13,982,443	1,948,756	10,791,584	(149,604)
KRAS2013	BUMN	PEM	0.558	0.19	1.26	0.08	0	0	1	17.183	-0.01	43	0.171	29,003,774	16,180,300	2,397,426	12,823,474	(179,751)
KRAS2014	BUMN	PEM	0.657	0.33	1.91	0.11	0	0	1	17.291	-0.07	44	0.114	32,324,382	21,229,544	3,648,154	11,094,838	(2,274,692)
KRAS2015	BUMN	PEM	0.517	0.25	1.07	0.12	0	0	0	17.749	-0.05	45	0.58	51,071,076	26,405,216	6,191,030	24,665,860	(2,644,502)
KRAS2016	BUMN	PEM	0.533	0.47	1.14	0.22	0	0	0	17.784	-0.08	46	0.036	52,893,676	28,175,776	11,723,380	24,717,900	(4,399,726)
KRAS2017	BUMN	PEM	0.551	0.48	1.22	0.22	0	0	0	17.836	-0.02	47	0.054	55,741,702	30,693,845	12,188,756	25,191,856	(1,055,809)
KRAS2018	BUMN	PEM	0.581	0.50	1.39	0.21	0	0	0	17.947	-0.02	48	0.117	62,243,043	36,175,059	13,024,646	26,068,884	(1,132,733)
WTON2014	BUMN	PEM	0.421	0.04	0.73	0.02	0	0	1	15.151	0.109	17	0.303	3,802,658	1,600,067	90,219	2,202,592	412,824
WTON2015	BUMN	PEM	0.492	0.18	0.97	0.09	0	0	0	15.31	0.045	18	0.172	4,456,098	2,192,672	399,208	2,263,425	199,534
WTON2016	BUMN	PEM	0.466	0.12	0.87	0.07	0	0	0	15.355	0.073	19	0.046	4,662,320	2,171,845	308,051	2,490,475	340,260
WTON2017	BUMN	PEM	0.611	0.04	1.57	0.01	0	0	0	15.771	0.059	20	0.516	7,067,976	4,320,041	103,726	2,747,935	419,502
WTON2018	BUMN	PEM	0.647	0.16	1.83	0.06	0	0	0	16.00	0.07	21	0.257	8,881,778	5,744,966	496,880	3,136,812	619,251
ELSA2008	BUMN	PEM	0.508	0.32	1.04	0.16	0	0	1	15.015	0.035	39	0.536	3,317,816	1,685,724	522,342	1,613,833	117,530
ELSA2009	BUMN	PEM	0.543	0.33	1.20	0.15	0	0	1	15.252	0.159	40	0.268	4,207,629	2,283,376	622,965	1,909,678	668,782
ELSA2010	BUMN	PEM	0.47	0.24	0.89	0.12	0	0	1	15.118	0.026	41	-0.126	3,678,566	1,728,408	456,448	1,937,289	94,176
ELSA2011	BUMN	PEM	0.566	0.26	1.30	0.11	0	0	1	15.295	-0.01	42	0.193	4,389,950	2,485,125	497,348	1,904,825	(26,083)

ELSA2012	BUMN	PEM	0.524	0.28	1.10	0.13	0	0	1	15.273	0.049	43	-0.022	4,294,557	2,252,312	565,862	2,042,245	211,071
ELSA2013	BUMN	PEM	0.477	0.23	0.91	0.12	0	0	1	15.29	0.077	44	0.018	4,370,964	2,085,850	525,653	2,285,114	337,200
ELSA2014	BUMN	PEM	0.392	0.11	0.64	0.07	0	0	1	15.261	0.132	45	-0.029	4,245,704	1,662,708	284,397	2,582,996	559,701
ELSA2015	BUMN	PEM	0.402	0.12	0.67	0.07	0	0	0	15.299	0.116	46	0.038	4,407,513	1,772,327	323,742	2,635,186	513,021
ELSA2016	BUMN	PEM	0.313	0.02	0.46	0.01	0	0	0	15.248	0.102	47	-0.049	4,190,956	1,313,213	59,032	2,877,743	425,473
ELSA2017	BUMN	PEM	0.371	0.01	0.59	0.01	0	0	0	15.396	0.069	48	0.159	4,855,369	1,803,449	45,668	3,051,920	336,809
ELSA2018	PEM	PEM	0.417	0.07	0.71	0.04	0	0	0	15.548	0.067	49	0.165	5,657,327	2,357,127	240,229	3,300,200	376,818
TBIG2010	SAN	NON	0.552	1.03	1.23	0.46	0	0	1	15.46	0.069	6	1.78	5,176,442	2,857,915	2,398,767	2,318,527	359,297
TBIG2011	SAN	NON	0.607	1.22	1.54	0.48	0	0	1	15.744	0.075	7	0.329	6,880,206	4,174,997	3,305,251	2,705,209	512,948
TBIG2012	SAN	NON	0.703	1.86	2.37	0.55	0	0	1	16.477	0.064	8	1.081	14,317,483	10,072,090	7,890,076	4,245,393	913,248
TBIG2013	SAN	NON	0.78	2.59	3.55	0.57	0	0	1	16.745	0.063	9	0.307	18,719,211	14,605,172	10,674,250	4,114,039	1,177,376
TBIG2014	SAN	NON	0.813	2.13	4.33	0.40	0	0	1	16.908	0.065	10	0.177	22,034,082	17,903,053	8,778,951	4,131,029	1,430,563
TBIG2015	SAN	GERI	0.93	12.13	13.33	0.85	0	1	0	16.942	0.048	11	0.035	22,799,671	21,208,875	19,294,336	1,590,796	1,089,197
TBIG2016	SAN	GERI	0.931	11.76	13.54	0.81	0	1	0	16.978	0.058	12	0.036	23,620,268	21,996,126	19,096,174	1,624,142	1,363,951
TBIG2017	SAN	GERI	0.876	6.41	7.04	0.80	0	1	0	17.058	0.035	13	0.084	25,595,785	22,410,705	20,422,583	3,185,080	907,639
TBIG2018	SAN	GERI	0.874	5.17	6.91	0.65	0	1	0	17.187	0.036	14	0.137	29,113,747	25,434,182	19,009,245	3,679,565	1,034,285
SMBR2013	BUMN	PEM	0.09	0.02	0.10	0.02	0	0	1	14.813	0.148	39	1.262	2,711,416	244,460	50,828	2,466,957	400,402
SMBR2014	BUMN	PEM	0.071	0.01	0.08	0.01	0	0	1	14.889	0.135	40	0.079	2,926,361	209,114	29,365	2,717,247	394,652
SMBR2015	BUMN	PEM	0.098	0.02	0.11	0.02	0	0	0	15	0.136	41	0.117	3,268,668	319,315	63,320	2,949,353	443,414
SMBR2016	BUMN	PEM	0.286	0.31	0.40	0.22	0	0	0	15.29	0.08	42	0.337	4,368,877	1,248,119	955,882	3,120,758	349,281
SMBR2017	BUMN	PEM	0.326	0.29	0.48	0.19	0	0	0	15.437	0.041	43	0.158	5,060,337	1,647,477	978,649	3,412,860	208,947
SMBR2018	BUMN	PEM	0.373	0.41	0.59	0.26	0	0	0	15.527	0.026	44	0.094	5,538,080	2,064,408	1,428,000	3,473,671	145,356
PGAS2005	BUMN	PEM	0.611	1.49	1.83	0.50	0	0	1	16.347	0.108	40	1.271	12,574,761	7,682,306	6,268,918	4,198,301	1,364,158
PGAS2006	BUMN	PEM	0.594	1.37	1.61	0.50	0	0	1	16.531	0.175	41	0.202	15,113,902	8,980,245	7,622,566	5,576,033	2,647,064
PGAS2007	BUMN	PEM	0.654	1.61	2.11	0.50	0	0	1	16.829	0.121	42	0.346	20,348,341	13,311,532	10,142,117	6,307,978	2,453,819
PGAS2008	BUMN	PEM	0.684	2.00	2.47	0.56	0	0	1	17.056	0.05	43	0.256	25,550,580	17,480,500	14,182,552	7,075,257	1,281,490
PGAS2009	BUMN	PEM	0.554	1.04	1.35	0.42	0	0	1	17.171	0.288	44	0.122	28,670,440	15,892,626	12,162,831	11,732,080	8,247,172
PGAS2010	BUMN	PEM	0.529	0.86	1.12	0.40	0	0	1	17.284	0.251	45	0.119	32,087,431	16,986,477	12,950,699	15,100,954	8,063,174
PGAS2011	BUMN	PEM	0.445	0.66	0.80	0.37	0	0	1	17.249	0.247	46	-0.035	30,976,446	13,791,734	11,308,417	17,184,612	7,654,189
PGAS2012	BUMN	PEM	0.397	0.46	0.66	0.28	0	0	1	17.448	0.294	47	0.22	37,791,929	15,021,091	10,449,604	22,770,838	11,104,139
PGAS2013	BUMN	PEM	0.375	0.28	0.60	0.17	0	0	1	17.796	0.258	48	0.417	53,536,157	20,073,088	9,204,335	33,463,069	13,804,752
PGAS2014	BUMN	PEM	0.523	0.73	1.10	0.35	0	0	1	18.163	0.157	49	0.444	77,295,913	40,447,177	26,884,267	36,848,736	12,171,927
PGAS2015	BUMN	PEM	0.535	0.93	1.15	0.43	0	0	0	18.371	0.068	50	0.232	95,197,541	50,892,302	41,111,390	44,305,239	6,495,006

PGAS2016	BUMN	PEM	0.536	0.90	1.16	0.42	0	0	0	18.335	0.056	51	-0.035	91,823,679	49,228,962	38,273,625	42,594,718	5,172,660
PGAS2017	BUMN	PEM	0.473	0.70	0.90	0.37	0	0	0	18.524	0.051	51	0.207	110,865,726	52,468,242	41,061,554	58,397,483	5,662,263
PGAS2018	BUMN	PEM	0.597	0.98	1.48	0.39	0	0	0	18.56	0.074	53	0.037	114,968,615	68,602,035	45,366,918	46,366,579	8,469,998
MEDC2005	AP	non	0.591	1.26	1.70	0.44	0	0	1	16.531	0.118	25	0.097	15,106,393	8,923,645	6,594,295	5,246,400	1,782,140
MEDC2006	AP	non	0.643	1.74	2.21	0.51	0	0	1	16.626	0.092	26	0.100	16,620,285	10,684,977	8,421,026	4,836,116	1,530,187
MEDC2007	AP	non	0.703	2.28	2.94	0.55	0	0	1	16.837	0.056	27	0.235	20,531,276	14,429,792	11,203,546	4,910,044	1,148,024
MEDC2008	AP	non	0.624	1.16	1.68	0.43	0	0	1	16.892	0.251	28	0.056	21,683,449	13,522,139	9,275,066	8,028,024	5,444,686
MEDC2009	AP	non	0.643	1.08	1.76	0.39	0	0	1	16.769	0.025	29	-0.115	19,180,786	12,340,898	7,554,766	7,017,393	475,153
MEDC2010	AP	non	0.642	1.14	1.73	0.42	0	0	1	16.835	0.095	30	0.068	20,482,112	13,155,971	8,657,608	7,584,860	1,940,515
MEDC2011	AP	non	0.669	1.08	2.02	0.36	0	0	1	16.971	0.083	31	0.146	23,462,520	15,706,234	8,347,392	7,756,286	1,943,069
MEDC2012	AP	non	0.683	1.64	2.15	0.52	0	0	1	17.061	0.074	32	0.095	25,681,980	17,528,002	13,348,895	8,153,978	1,907,001
MEDC2013	AP	non	0.646	1.37	1.82	0.48	0	0	1	17.252	0.075	33	0.210	31,063,707	20,060,506	15,029,145	11,003,201	2,333,151
MEDC2014	AP	non	0.659	1.43	1.94	0.49	0	0	1	17.33	0.041	34	0.082	33,607,629	22,162,545	16,345,758	11,445,084	1,380,216
MEDC2015	AP	non	0.759	2.40	3.15	0.58	0	0	0	17.569	-0.05	35	0.269	42,649,068	32,365,807	24,647,206	10,283,261	(2,145,595)
MEDC2016	AP	non	0.752	2.07	3.04	0.51	0	0	0	17.694	0.072	36	0.133	48,331,047	36,366,170	24,803,682	11,964,877	3,497,366
MEDC2017	AP	non	0.728	1.76	2.68	0.48	0	0	0	18.06	0.057	37	0.443	69,742,860	50,787,150	33,304,884	18,955,710	3,993,152
MEDC2018	AP	non	0.737	1.99	2.79	0.53	0	0	0	18.148	0.038	38	0.091	76,122,943	56,071,364	40,046,379	20,105,578	2,881,736
MRAT2005	MS	non	0.12	0.02	0.14	0.02	0	0	1	12.58	0.039	30	(0.01)	290,646	35,010	5,115	255,624	11,267
MRAT2006	MS	non	0.094	0.02	0.10	0.01	0	0	1	12.584	0.047	31	0.004	291,769	27,444	4,215	264,313	13,584
MRAT2007	MS	non	0.115	0.02	0.13	0.02	0	0	1	12.663	0.047	32	0.083	315,998	36,426	5,720	279,559	14,954
MRAT2008	MS	non	0.144	0.03	0.17	0.02	0	0	1	12.779	0.09	33	0.123	354,781	51,146	7,648	303,623	31,842
MRAT2009	MS	non	0.135	0.03	0.16	0.03	0	0	1	12.809	0.079	34	0.031	365,636	49,211	10,293	316,412	28,869
MRAT2010	MS	non	0.126	0.03	0.14	0.02	0	0	1	12.865	0.085	35	0.057	386,352	48,829	9,453	337,524	32,964
MRAT2011	MS	non	0.152	0.03	0.18	0.02	0	0	1	12.954	0.087	36	0.094	422,493	64,064	10,245	358,429	36,720
MRAT2012	MS	non	0.153	0.03	0.18	0.02	0	0	1	13.029	0.093	37	0.078	455,473	69,586	10,940	385,887	42,552
MRAT2013	MS	non	0.141	0.03	0.16	0.02	0	0	1	12.994	-0.02	38	-0.035	439,584	61,793	9,982	377,791	(10,017)
MRAT2014	MS	non	0.23	0.03	0.30	0.02	0	0	1	13.12	0.02	39	0.135	498,786	114,842	10,575	383,945	10,041
MRAT2015	MS	non	0.242	0.05	0.32	0.03	0	0	0	13.117	0.005	40	-0.003	497,090	120,064	17,166	377,026	2,256
MRAT2016	MS	non	0.236	0.05	0.31	0.04	0	0	0	13.088	-0.01	41	-0.028	483,037	113,948	20,076	369,089	(4,082)
MRAT2017	MS	non	0.263	0.06	0.36	0.05	0	0	0	13.117	-0	42	0.030	497,354	130,623	23,809	366,731	(1,356)
GJTL2005	SNS	non	0.729	2.15	2.68	0.58	0	0	1	15.828	0.026	54	0.180	7,479,373	5,449,447	4,358,700	2,029,926	193,282
GJTL2006	SNS	non	0.707	1.82	2.41	0.54	0	0	1	15.8	0.032	55	-0.027	7,276,025	5,140,783	3,893,585	2,135,242	233,268
GJTL2007	SNS	non	0.729	2.15	2.68	0.58	0	0	1	15.828	0.026	56	0.028	7,479,373	5,449,447	4,358,700	2,029,926	193,822

GJTL2008	SNS	non	0.707	1.82	2.41	0.54	0	0	1	15.8	0.032	57	-0.027	7,276,025	5,140,783	3,893,585	2,135,242	233,268
GJTL2009	SNS	non	0.718	1.89	2.54	0.53	0	0	1	15.95	0.017	58	0.162	8,454,693	6,068,879	4,508,847	2,385,814	140,321
GJTL2010	SNS	non	0.654	1.19	1.94	0.40	0	0	1	16.164	0.107	59	0.238	10,466,743	6,844,970	4,197,767	3,526,597	1,120,440
GJTL2011	SNS	non	0.614	0.95	1.61	0.36	0	0	1	16.267	0.074	80	0.109	11,609,514	7,123,318	4,223,001	4,430,825	856,614
GJTL2012	SNS	non	0.574	0.80	1.35	0.34	0	0	1	16.37	0.113	61	0.109	12,869,793	7,391,409	4,371,379	5,478,384	1,457,400
GJTL2013	SNS	non	0.627	1.16	1.68	0.43	0	0	1	16.547	0.011	62	0.193	15,350,754	9,626,411	6,662,176	5,724,343	166,473
GJTL2014	SNS	non	0.627	1.16	1.68	0.43	0	0	1	16.591	0.025	63	0.045	16,042,897	10,059,605	6,943,382	5,983,292	394,059
GJTL2015	SNS	non	0.692	1.56	2.25	0.48	0	0	0	16.678	-0.02	64	0.091	17,509,505	12,115,363	8,402,215	5,394,142	(331,869)
GJTL2016	SNS	non	0.687	1.45	2.20	0.45	0	0	0	16.744	0.044	65	0.068	18,697,779	12,849,602	8,505,797	5,848,177	825,947
GJTL2017	SNS	non	0.687	1.42	2.20	0.45	0	0	0	16.716	0.006	66	-0.027	18,191,176	12,501,710	8,103,753	5,689,466	106,824
GJTL2018	SNS	non	0.702	1.37	2.35	0.41	0	0	0	16.797	0.00	67	0.084	19,711,478	13,835,648	8,038,288	5,875,830	(85,585)
MAPI2005	SNS	non	0.417	0.09	0.72	0.05	0	0	1	14.469	0.09	10	0.089	1,922,628	802,597	102,365	1,119,991	177,731
MAPI2006	SNS	non	0.501	0.14	1.00	0.07	0	0	1	14.633	0.06	11	0.178	2,265,420	1,135,113	161,209	1,130,255	136,774
MAPI2007	SNS	non	0.586	0.84	1.41	0.35	0	0	1	14.901	0.05	12	0.307	2,959,914	1,734,140	1,030,617	1,225,765	151,616
MAPI2008	SNS	non	0.7	1.11	2.34	0.33	0	0	1	15.14	-0.02	13	0.271	3,760,969	2,633,391	1,252,986	1,127,568	(87,379)
MAPI2009	SNS	non	0.619	0.64	1.62	0.24	0	0	1	15.033	0.08	14	-0.101	3,379,394	2,091,336	821,224	1,288,044	281,639
MAPI2010	SNS	non	0.6	0.50	1.50	0.20	0	0	1	15.116	0.05	15	0.086	3,670,504	2,201,361	732,362	1,469,143	201,071
MAPI2011	SNS	non	0.594	0.19	1.46	0.08	0	0	1	15.301	0.11	16	0.203	4,415,343	2,621,209	343,474	1,794,134	484,572
MAPI2012	SNS	non	0.637	0.52	1.76	0.19	0	0	1	15.606	0.10	17	0.357	5,990,587	3,817,912	1,135,130	2,172,675	597,638
MAPI2013	SNS	non	0.689	0.57	2.22	0.18	0	0	1	15.871	0.06	18	0.303	7,808,300	5,380,416	1,385,622	2,427,884	485,107
MAPI2014	SNS	non	0.7	0.86	2.33	0.26	0	0	1	15.977	0.02	19	0.112	8,686,175	6,076,736	2,234,901	2,609,439	191,788
MAPI2015	SNS	non	0.686	1.08	2.19	0.34	0	0	0	16.065	0.02	20	0.092	9,482,935	6,508,024	3,217,489	2,974,911	148,089
MAPI2016	SNS	non	0.7	1.03	2.33	0.31	0	0	0	16.184	0.04	21	0.127	10,683,438	7,479,928	3,298,623	3,203,510	401,490
MAPI2017	SNS	non	0.629	0.62	1.69	0.23	0	0	0	16.251	0.05	22	0.069	11,425,390	7,182,976	2,618,281	4,242,414	597,451
MAPI2018	SNS	non	0.52	0.19	1.08	0.09	0	0	0	16.352	0.09	23	0.106	12,632,671	6,570,485	1,151,601	6,062,186	1,173,417
PTPP2010	BUMN	PEM	0.768	0.36	3.31	0.08	0	0	1	15.51	0.06	47	0.32	5,444,074	4,182,231	453,129	1,261,843	322,666
PTPP2011	BUMN	PEM	0.794	0.29	3.86	0.06	0	0	1	15.752	0.06	48	0.274	6,933,354	5,507,914	411,977	1,425,440	418,476
PTPP2012	BUMN	PEM	0.806	0.52	4.16	0.10	0	0	1	15.962	0.06	49	0.233	8,550,851	6,895,001	862,659	1,655,849	545,392
PTPP2013	BUMN	PEM	0.84	0.81	5.26	0.13	0	0	1	16.334	0.06	50	0.452	12,415,669	10,430,922	1,616,883	1,984,747	766,890
PTPP2014	BUMN	PEM	0.836	1.00	5.11	0.16	0	0	1	16.497	0.06	51	0.177	14,611,864	12,221,595	2,383,098	2,390,270	919,445
PTPP2015	BUMN	PEM	0.731	0.63	2.72	0.17	0	0	0	16.768	0.07	52	0.311	19,158,985	14,011,689	3,241,204	5,147,296	1,287,388
PTPP2016	BUMN	PEM	0.654	0.42	1.89	0.15	0	0	0	17.257	0.05	53	0.630	31,232,767	20,436,609	4,558,009	10,796,158	1,703,610
PTPP2017	BUMN	PEM	0.659	0.48	1.93	0.16	0	0	0	17.548	0.04	54	0.338	41,782,781	27,539,670	6,842,453	14,243,110	1,792,262

PTPP2018	BUMN	PEM	0.69	0.60	2.22	0.18	0	0	0	17.777	0.04	55	0.258	52,549,151	36,233,539	9,710,654	16,315,612	2,003,091
PPRE2017	BUMN	PEM	0.524	0.52	1.10	0.25	0	0	0	15.45	0.05	13	3.806	5,125,587	2,685,440	1,277,215	2,440,147	257,439
PPRE2018	BUMN	PEM	0.547	0.59	1.21	0.27	0	0	0	15.649	0.07	14	0.221	6,255,996	3,419,240	1,678,451	2,836,756	446,641
PPRO2015	BUMN	PEM	0.527	0.63	1.11	0.30	0	0	0	15.487	0.06	2	0.896	5,318,956	2,801,370	1,575,016	2,517,587	301,067
PPRO2016	BUMN	PEM	0.664	1.04	1.97	0.35	0	0	0	15.993	0.04	3	0.659	8,826,284	5,858,373	3,079,861	2,967,911	368,223
PPRO2017	BUMN	PEM	0.602	0.83	1.51	0.33	0	0	0	16.346	0.04	4	0.423	12,559,932	7,559,824	4,164,748	5,000,109	463,309
PPRO2018	BUMN	PEM	0.647	0.85	1.83	0.30	0	0	0	16.617	0.03	5	0.312	16,475,720	10,657,152	4,971,774	5,818,568	501,224
PSKT2013	HAP	PDIP	0.226	0.10	0.29	0.08	0	1	1	10.334	0.04	16	0.022	30,773	6,951	2,310	23,822	1,340
PSKT2014	HAP	PDIP	0.571	0.76	1.33	0.33	0	1	1	13.207	-0.07	17	16.683	544,167	310,807	178,311	233,360	(40,013)
PSKT2015	HAP	PDIP	0.702	1.00	2.36	0.30	1	0	0	13.15	-0.16	18	-0.056	513,922	361,013	153,347	152,909	(80,549)
PSKT2016	HAP	PDIP	0.586	0.11	1.42	0.05	1	0	0	13.351	-0.08	19	0.222	628,197	368,190	29,333	260,007	(53,368)
PSKT2017	HAP	PDIP	0.11	0.05	0.12	0.05	1	0	0	13.094	-0.07	20	-0.226	485,983	53,460	22,579	432,523	(33,215)
PSKT2018	HAP	PDIP	0.122	0.02	0.14	0.01	1	0	0	13.061	-0.04	21	-0.033	470,089	57,374	6,567	412,715	(20,927)

UNIVERSITAS
INDONESIA
الجامعة الإسلامية
الاستدراة الاندونية

Keterangan dari Singkatan

1	BNBR	PT. Bakrie And Brother Tbk
2	TOBA	P.T. Toba Bara sejatera Tbk
3	BUKK	PT. Bukaka Tbk
4	BUMI	P.T.Bmi Resources Tbk
5	BTEL	P.T.Bakrie Telecom Tbk
6	ELTY	PT.Bakrie Land developepment Tbk
7	SRTG	P.T.Saratoga Investama Sedaya Tbk
8	MPMX	P.T.Mitra Pinasthika Tbk
9	INAF	P.T. Indo Farma Tbk
10	KAEF	P.T.Kimia Farma Tbk
11	WSKT	P.T.Waskita Tbk
12	WIKA	P.T. Wijaya Karya Tbk
13	ADHI	PT.Adhi Karya Tbk
14	JSMR	P.T. Jasa Marga Tbk
15	ANTM	P.T.Aneka Tambang Tbk
16	PTBA	P.T.Bukit Asam Tbk
17	TIMA	P.T.Timah Tbk
18	TLKM	P.T.Telekomunikasi Indonesia Tbk
19	UNSP	P.T.bakrie Sumatera Plantations Tbk
20	PALM	P.T.Provident Agro Tbk
21	HITS	P.T.Humpuss Tbk
22	KRAS	P.T.Krakatau Steel Tbk
23	WTON	P.T.Wijaya Karya Beton Tbk
24	ELSA	P.T.Elnusa Tbk
25	TBIG	P.T.Tower Bersama Infrastruktur Tbk
26	SMBR	P.T.Semen Baturaja Tbk
27	PGAS	P.T. Perusahaan Gas Negara Tbk
28	MEDC	P.T.Medco Energy Internasional Tbk
29	MRAT	P.T.Mustika Ratu Tbk
30	GJTL	P.T.Gajah Tunggal Tbk
31	MAPI	P.T.Mitra Adhi Perkasa Tbk
32	PTPP	P.T.Pembangunan Perumahan Tbk
33	PPRE	P.T.PP Presesi Tbk
34	PSKT	P.T Red Planet Tbk
35	ARB	Abu Rizal Bakri
36	LHT	Luhut Panjaitan
37	JK	Jusuf Kalla
38	SAN	Sandiago Uno
39	TOM	Tommy suharto
40	AP	Arifin Panigoro
41	MS	Muryati Sudiby
42	SNS	Syamsu Nursalim
43	HAP	Hapsoro

Lampiran 2

Hasil Pengolahan Variance Inflation Factors dengan Proxy LTD/EMenggunakan variabel kontrol

Variance Inflation Factors

Date: 02/09/20 Time: 05:16

Sample: 1 373

Included observations: 373

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.879880	164.7830	NA
PPOLK	0.041082	5.651774	1.500069
PPOLNK	0.098393	1.580869	1.445245
REZIM	0.026397	3.207343	1.126440
Size	0.003130	150.5590	1.144239
Prof	0.300055	1.259506	1.047055
Age	4.39E-06	3.109955	1.145079
Growth	0.006309	1.089408	1.019628

Hasil Pengolahan Variance Inflation Factors dengan Proxy LTD/TA Menggunakan variabel kontrol

Variance Inflation Factors

Date: 02/09/20 Time: 05:26

Sample: 1 373

Included observations: 373

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.011274	164.7830	NA
PPOLK	0.000526	5.651774	1.500069
PPOLNK	0.001261	1.580869	1.445245
REZIM	0.000338	3.207343	1.126440
Size	4.01E-05	150.5590	1.144239
Prof	0.003845	1.259506	1.047055
Age	5.62E-08	3.109955	1.145079
Growth	8.08E-05	1.089408	1.019628

Lampiran 3

Dependent Variable: LTD/E
 Method: Least Squares
 Date: 02/05/20 Time: 09:35
 Sample: 1 373
 Included observations: 373

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.857461	0.938019	-3.046272	0.0025
PPOLK	-0.639105	0.202688	-3.153155	0.0017
PPOLNK	1.451328	0.313677	4.626822	0.0000
REZIM	0.143079	0.162471	0.880646	0.3791
Size	0.239553	0.055948	4.281739	0.0000
Prof	0.771301	0.547773	1.408067	0.1600
Age	-0.000844	0.002094	-0.403024	0.6872
Growth	-0.018191	0.079427	-0.229023	0.8190
R-squared	0.169419	Mean dependent var		0.716605
Adjusted R-squared	0.153490	S.D. dependent var		1.533889
S.E. of regression	1.411269	Akaike info criterion		3.548070
Sum squared resid	726.9635	Schwarz criterion		3.632179
Log likelihood	-653.7151	Hannan-Quinn criter.		3.581469
F-statistic	10.63593	Durbin-Watson stat		1.401974
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 4

Dependent Variable: LTD/TA

Method: Least Squares

Date: 02/05/20 Time: 09:40

Sample: 1 373

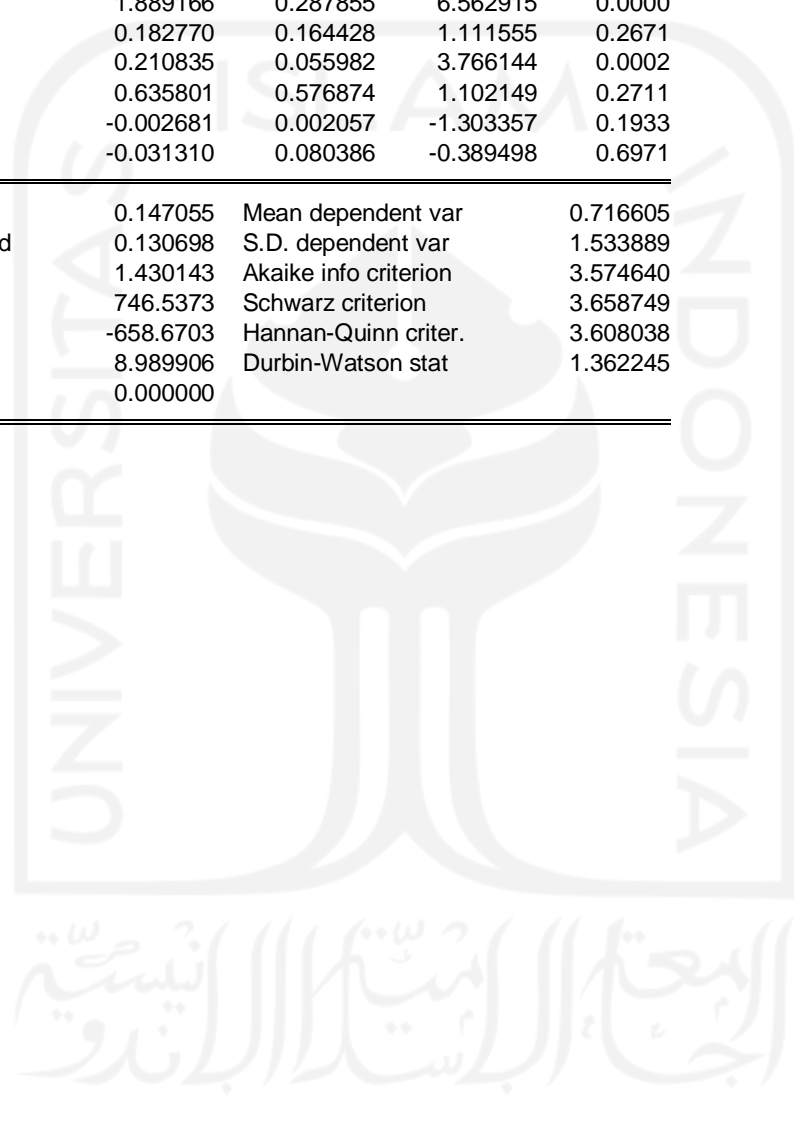
Included observations: 373

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.695178	0.106180	-6.547158	0.0000
PPOLK	-0.134509	0.022943	-5.862646	0.0000
PPOLNK	0.097350	0.035507	2.741721	0.0064
REZIM	0.047164	0.018391	2.564485	0.0107
Size	0.063461	0.006333	10.02055	0.0000
Prof	-0.173934	0.062006	-2.805128	0.0053
Age	-0.000211	0.000237	-0.890062	0.3740
Growth	0.006006	0.008991	0.668029	0.5045
R-squared	0.315693	Mean dependent var		0.238563
Adjusted R-squared	0.302569	S.D. dependent var		0.191289
S.E. of regression	0.159750	Akaike info criterion		-0.809196
Sum squared resid	9.314851	Schwarz criterion		-0.725087
Log likelihood	158.9150	Hannan-Quinn criter.		-0.775797
F-statistic	24.05520	Durbin-Watson stat		0.921163
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 5

Dependent Variable: LTD/E
 Method: Least Squares
 Date: 02/05/20 Time: 10:06
 Sample: 1 373
 Included observations: 373

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.816225	0.954356	-2.950917	0.0034
PPOLK	-0.062949	0.188422	-0.334086	0.7385
PPOLNK	1.889166	0.287855	6.562915	0.0000
REZIM	0.182770	0.164428	1.111555	0.2671
Size	0.210835	0.055982	3.766144	0.0002
Prof	0.635801	0.576874	1.102149	0.2711
Age	-0.002681	0.002057	-1.303357	0.1933
Grwoth	-0.031310	0.080386	-0.389498	0.6971
R-squared	0.147055	Mean dependent var		0.716605
Adjusted R-squared	0.130698	S.D. dependent var		1.533889
S.E. of regression	1.430143	Akaike info criterion		3.574640
Sum squared resid	746.5373	Schwarz criterion		3.658749
Log likelihood	-658.6703	Hannan-Quinn criter.		3.608038
F-statistic	8.989906	Durbin-Watson stat		1.362245
Prob(F-statistic)	0.000000			



Lampiran 6

Dependent Variable: LTD/TA

Method: Least Squares

Date: 02/05/20 Time: 10:12

Sample: 1 373

Included observations: 373

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.713677	0.110814	-6.440321	0.0000
PPOLK	0.046929	0.021878	2.144988	0.0326
PPOLNK	0.208195	0.033424	6.228930	0.0000
REZIM	0.052852	0.019092	2.768239	0.0059
Size	0.057863	0.006500	8.901755	0.0000
Prof	-0.151602	0.066983	-2.263296	0.0242
Age	-0.000527	0.000239	-2.208311	0.0278
Growth	0.003471	0.009334	0.371913	0.7102
R-squared	0.260575	Mean dependent var		0.238563
Adjusted R-squared	0.246395	S.D. dependent var		0.191289
S.E. of regression	0.166059	Akaike info criterion		-0.731730
Sum squared resid	10.06512	Schwarz criterion		-0.647621
Log likelihood	144.4677	Hannan-Quinn criter.		-0.698332
F-statistic	18.37529	Durbin-Watson stat		0.866035
Prob(F-statistic)	0.000000			