PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN UTANG DENGAN *FINANCIAL CONSTRAINTS* SEBAGAI VARIABEL MODERASI

TESIS S-2

PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN



Diajukan oleh :

Bintang Lazuardi Benteng Buana Muslim

18911023

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2020

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN UTANG DENGAN *FINANCIAL CONSTRAINTS* SEBAGAI VARIABEL MODERASI

TESIS S-2

PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN

Diajukan oleh :

Bintang Lazuardi Benteng Buana Muslim

18911023

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2020

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

" Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam tesis ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan oleh orang lain untuk memperoleh gelar magister di suatu perguruan tinggi dan sepengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain kecuali secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila di kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai dengan peraturan yang berlaku"

Yogyakarta, 21 Desember 2020

Penulis



Bintang Lazuardi Benteng Buana Muslim

HALAMAN PERGESAHAN

TESIS

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN UTANG DENGAN *FINANCIAL CONSTRAINTS* SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Diajukan Oleh :

Bintang Lazuardi Benteng Buana Muslim

18911023

Yogyakarta, 21 Desember 2020

Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing



Abdul Moin, S.E., M.Si. Ph.D

HALAMAN PENGESAHAN

Yogyakarta, _____

Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh :

Dosen Pembimbing

Abdul Moin, SE., M.Si., Ph.D.

BERITA ACARA UJIAN TESIS

Pada hari Selasa tanggal 19 Januari 2021 Program Studi Manajemen Program Magister, Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia telah mengadakan ujian tesis yang disusun oleh :

BINTANG LAZUARDI BENTENG BUANA MUSLIM

No. Mhs. : 18911023

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Dengan Judul:

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN UTANG DENGAN FINANCIAL CONSTRAINTS SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim Penguji,
maka tesis tersebut dinyatakan **LULUS**

Penguji I	Penguji II
Abdul Moin, SE., M.Si., Ph.D.	Dr. D. Agus Harjito, M.Si.

Mengetahui
Ketua Program Studi Magister Manajemen,

Dr. Dwipraptono Agus Harjito, M.Si.

HALAMAN PERSEMBAHAN

Dengan memanjatkan Puji Syukur kepada Allah SWT

Tesis ini ku persembahkan kepada :

Kedua Orang Tua tersayang Bapak Barnas Bayu Tantular, S.E., S.H dan Ibu Dr. Oktiva Anggraini S.I.P., M.Si

Adekku tersayang Abiyan Varnaviswanathan Garda Jagad

HALAMAN MOTTO

"Barang siapa hari ini lebih baik dari hari kemarin maka dia tergolong orang-orang yang beruntung, barang siapa yang hari ini sama dengan hari kemarin maka dia tergolong orang-orang yang merugi, barang siapa yang hari ini lebih buruk dari hari kemarin maka dia tergolong orang-orang yang celaka"

(HR Hakim)

" Maka sesungguhnya bersama kesulitan itu ada kemudahan. Sesungguhnya bersama kesulitan pasti ada kemudahan. Maka apabila engkau telah selesai dari suatu urusan, tetaplah bekerja keras (untuk urusan yang lain). Dan hanya kepada Tuhanmulah engkau berharap".

(QS. Al-Insyirah ayat 5-8)

"Korekilah diri kalian sebelum kalian dikoreksi dan pertimbangkanlah baik-baik amal kalian sebelum amal baik dan buruk kalian ditimbang".

(Al Hadits)

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang dengan *financial constraint* sebagai variabel moderasi pada Perusahaan Non-Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Hasil secara parsial kepemilikan asing, manajerial, institusional dan keluarga tidak berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* (DER). *Financial constraints* dapat memoderasi kepemilikan institusional terhadap *debt to equity ratio* (DER) tetapi tidak dapat memoderasi kepemilikan asing, manajerial dan institusional terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hasil secara parsial kepemilikan asing, manajerial, institusional, dan keluarga tidak berpengaruh terhadap *debt to asset ratio* (DAR). *Financial constraints* dapat memoderasi kepemilikan manajerial dan institusional terhadap *debt to asset ratio* (DAR) tetapi tidak dapat memoderasi kepemilikan asing dan keluarga terhadap *debt to asset ratio* (DAR). Sedangkan secara simultan kepemilikan asing, manajerial, institusional, keluarga dan *financial constraints* berpengaruh secara bersama-sama terhadap kebijakan utang.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kepada Allah SWT berkat rahmat serta Kasih Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan judul "**Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang dengan *Financial Constraints* sebagai variabel moderasi".** Tujuan penulisan tesis ini untuk memenuhi syarat memperoleh gelar Magister Manajemen Fakultas Bisnis dan Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

Tesis ini dapat diselesaikan berkat bantuan dan dukungan motivasi dari berbagai pihak sehingga kesempatan ini dengan penuh rasa hormat penulis mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya bagi semua pihak yang telah memberikan bantuan moril maupun materiil baik secara langsung maupun tidak langsung dalam penyusunan tesis ini sampai selesai terutama yang saya hormati :

1. Allah SWT atas berkat dan karunia yang telah diberikan-Nya kepada penulis.
2. Bapak Prof. Fathul Wahid, S.T., M.Sc., Ph.D selaku Rektor Universitas Islam Indonesia.
3. Bapak Prof. Jaka Sriyana, S.E., M.Si selaku Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
4. Bapak Abdul Moin, S.E., M.Si., Ph.D selaku dosen pembimbing dengan kesabarannya telah bersedia meluangkan waktu dan tenaga untuk membimbing, memberikan arahan dan kritik dan saran kepada penulis selama penyusunan tesis. Semoga jasa dan segala kebaikan bapak dibalas oleh Allah SWT.
5. Bapak Dr. Agus Hardjito, S.E, M.Si. Selaku dosen penguji telah bersedia meluangkan waktu untuk menguji dan memberikan arahan maupun revisi bagi penulis agar penulisan tesis menjadi lebih baik.

6. Seluruh Bapak/Ibu dosen pascasarjana di Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan balasan yang setimpal kepada Bapak/Ibu dosen atas segala kebaikan yang telah diberikan kepada penulis.
7. Kepada Ibu Erny dan Ika Kristiana (selaku staf Pasar Modal FE UII), Bapak Reza Widhar Pahlevi, SE., MM, Bapak Bagus Panuntun, S.E., MBA, Bapak Hendy Mustiko Aji, BIBM., SE., M.Sc, Dr. Agus Hardjito, SE., M.Si, Prof. Dr. Muafi, SE., M.Si dan Prof. Dr. Heru Kurnianto Tjahjono, SE., MM yang telah memberikan semangat, motivasi, arahan dan dukungan kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis tepat waktu.
8. Seluruh staf pascasarjana Magister Manajemen Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia yang telah membantu dalam mengurus kelancaran proses adminsitrasi yang dibutuhkan penulis.
9. Kepada kedua orang tua penulis Bapak Barnas Bayu Tantular, SE., SH dan Dr. Oktiva Anggraini, SIP., M.Si yang tiada hentinya mendoakan dan memberikan semangat serta nasihat kepada penulis selama proses pengerjaan tesis hingga akhirnya tesis ini selesai.
10. Kepada adekku Abiyan Varnaviswanathan Garda Jagad yang telah memberikan semangat serta dukungan selama pengerjaan tesis dan selalu bersedia untuk mendengarkan keluh kesah penulis selama ini.
11. Kepada teman-temanku kelas Manajemen Keuangan FE UII yang telah mendukung penulis diantaranya Sabdo Panggiring, Eva Agustiany, Fitra Nur Uswatun Hasanah, Arista Andiani, Callista Pritania, Catur Wahyu Irjayanto, Anisa, Miftahul Jannah dan Tri Alphiani.
12. Kepada teman-temanku awal perkuliahan S2 yaitu Henryawan Sigit, Ahmad Faishal, Haryo Aninditiyo, Ahmad Rizky Hariadi, Muhammad Adib, Vera Nur Oktaviana,

Indra Pradipta Yudha, Adinda Galiah Tiarany, Arifah Nurwahdah, Rahma Elsitasari, Lina Nabila, Ridho M. Iqbal, Habib Maulana, Muhammad Faukhan, Agus Mantoe, Hardino, Zuhan Eka Lutfian, dan Lutfi Aulia Rahman.

Penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada semua pihak dan apabila ada yang tidak disebutkan di atas penulis mohon maaf. Penulis menyadari bahwa tesis ini jauh dari kata sempurna dan masih banyak kekurangan.

Yogyakarta, 21 Desember 2020

Penulis

Bintang Lazuardi Benteng Buana Muslim

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL..... i
HALAMAN PENGESAHAN..... ii
HALAMAN PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME..... iii
HALAMAN PERSEMBAHAN..... iv
HALAMAN MOTTO..... v
ABSTRAK..... vi
KATA PENGANTAR..... vii
DAFTAR ISI..... viii
DAFTAR GAMBAR..... ix
DAFTAR TABEL..... xii
DAFTAR LAMPIRAN..... xv

BAB I : PENDAHULUAN..... 1

1.1 Latar Belakang..... 1
1.2 Rumusan Masalah..... 14
1.3 Tujuan Penelitian..... 14
1.4 Manfaat Penelitian..... 15
BAB II : KAJIAN PUSTAKA..... 17
2.1 Kebijakan Utang..... 17
2.2 Struktur Modal..... 18
2.3 Teori Struktur Modal..... 19
2.3.1 Teori Modgliani-Miller..... 19
2.3.2 Teori Pecking Order..... 20
2.3.3 Teori Agensi..... 21
2.3.4 Teori Trade-Off..... 23
2.4 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal..... 24
2.5 Struktur Kepemilikan.....25
2.5.1 Kepemilikan Asing..... 26
2.5.2 Kepemilikan Manajerial..... 27
2.5.3 Kepemilikan Institusional..... 28
2.5.4 Kepemilikan Keluarga..... 29
2.6 *Financial Constraints*..... 31
2.7 Pengembangan Hipotesis..... 33
2.7.1 Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Utang 33
2.7.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang..... 35
2.7.3 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Utang.....36
2.7.4 Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Utang..... 38
2.7.5 Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Utang Dimoderasi oleh *Financial Constraints*..... 39
2.7.6 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Dimoderasi oleh *Financial Constraints*..... 40
2.7.7 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Utang Dimoderasi oleh *Financial Constraints*..... 41
2.7.8 Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Utang Dimoderasi oleh *Financial Constraints*..... 42
2.8 Kerangka Konsep Penelitian..... 44

BAB III : METODE PENELITIAN..... 45
3.1 Populasi dan Sampel Penelitian..... 45
3.2 Jenis Data dan Sumber Data..... 45
3.3 Definisi Operasional dan Variabel Penelitian..... 46
3.3.1 Kebijakan Utang.....46
3.3.2 Kepemilikan Asing.....46
3.3.3 Kepemilikan Manajerial..... 47
3.3.4 Kepemilikan Institusional.....47
3.3.5 Kepemilikan Keluarga.....47
3.3.6 *Financial Constraints*.....48
3.3.7 Profitabilitas..... 49
3.3.8 Likuiditas.....49
3.3.9 Ukuran Perusahaan.....49
3.4 Alat Analisis Penelitian.....50
3.4.1 Analisis Statistik Deskriptif.....50
3.4.2 Analisis Regresi Data Panel.....50
3.4.3 Koefisien Determinasi (R Square).....54
3.5 Pengujian Hipotesis.....54
3.5.1 Pengujian Secara Parsial (Uji T).....54
3.5.2 Pengujian Secara Bersamaan (Uji F).....57
3.6 Ringkasan Definisi Operasional.....58

BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN.....60
4.1 Analisis Deskriptif Statistik.....60
4.2 Uji Korelasi..... 64
4.3 Uji Asumsi Klasik.....64
4.3.1 Uji Multikolineritas.....64
4.3.2 Uji Heterokedastisitas.....65
4.3.3 Uji Autokorelasi..... 68
4.4 Estimasi Model Regresi Data Panel..... 70
4.4.1 Pemilihan Estimasi Model Common Effect dan Fixed Effect..... 70
4.4.2 Pemilihan Estimasi Model Fixed Effect dan Random Effect.....72
4.5 Model Regresi Data Panel.....73
4.6 Koefisien Determinasi (R Square)..... 79
4.7 Hasil Pengujian Hipotesis..... 81
4.7.1 Hasil Pengujian dengan Variabel *Debt to Equity Ratio* (DER)..... 81
4.7.2 Hasil Pengujian dengan Variabel *Debt to Asset Ratio* (DAR)..... 84
4.8 Pembahasan..... 87
4.8.1 Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Utang..... 87
4.8.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang..... 89
4.8.3 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Utang..... 90
4.8.4 Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Utang.....91
4.8.5 Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*..... 92
4.8.6 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*..... 93
4.8.7 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*..... 95
4.8.8 Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*..... 96

BAB V : KESIMPULAN..... 98
5.1 Implikasi..... 102
5.2 Saran..... 103

DAFTAR PUSTAKA..... 104

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Konsep Penelitian..... 44

DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Hasil Uji Statistik Deskriptif..... 60

Tabel 4.2 Hasil Uji Korelasi..... 64

Tabel 4.3 Hasil Uji Multikolinearitas..... 65

Tabel 4.4 Hasil Uji Heterokedastisitas dengan *Debt to Equity Ratio*..... 66

Tabel 4.5 Hasil Uji Hetekodastisitas dengan *Debt to Asset Ratio*..... 67

Tabel 4.6 Hasil Uji Autokorelasi dengan *Debt to Equity Ratio*..... 68

Tabel 4.7 Hasil Uji Autokorelasi dengan *Debt to Asset Ratio*..... 69

Tabel 4.8 Hasil Uji Fixed-Effect dengan *Debt to Equity Ratio*..... 70

Tabel 4.9 Hasil Uji Fixed-Effect dengan *Debt to Asset Ratio*..... 71

Tabel 4.10 Hasil Uji Hausman..... 72

Tabel 4.11 Hasil Model Regresi Data Panel..... 73

Tabel 4.12 Hasil Uji R-Square dengan *Debt to Equity Ratio*..... 79

Tabel 4.13 Hasil Uji R-Square dengan *Debt to Asset Ratio*..... 80

Tabel 4.14 Hasil Pengujian Hipotesis dengan *Debt to Equity Ratio*..... 81

Tabel 4.15 Hasil Pengujian Hipotesis dengan *Debt to Asset Ratio*..... 84

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Sampel Penelitian..... 110

Lampiran 2. Data Pengukuran Variabel..... 132

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Kondisi keuangan perusahaan BUMN sedang menghadapi ancaman besar yaitu tingginya total utang di kawasan Asia Pasifik. Berdasarkan data Lembaga Pemeringkat Global, Moody's Investors Service (MIS) menyampaikan bahwa suatu negara dengan tingkat pajak yang rendah umumnya masih bergantung pada perusahaan BUMN untuk mendanai sebagian besar pembiayaan publik (Ayuningtyas, 2019). Dilihat dari sudut pandang *corporate governance*, negara Indonesia memiliki manajemen utang implisit yang rendah dibanding negara lain. Hal ini disebabkan karena banyak perusahaan plat merah di Indonesia yang mengalami masalah tingginya rasio utang. Terdapat beberapa perusahaan BUMN yang masih dikategorikan memiliki rasio utang yang tinggi diantaranya yaitu PT Waskita Karya Tbk (WSKT), PT Adhi Karya Tbk (ADHI), PT Garuda Indonesia Tbk (GIAA), PT Indofarma (INAF) dan PT Kimia Farma Tbk (KAEF). Utang Luar Negeri BUMN Indonesia sampai bulan Juni (2019) mencapai 52,8 miliar. Moody's menyatakan angka utang yang tinggi tersebut sangat menghawatirkan dan berisiko bagi Indonesia sebagai pemegang saham BUMN (Ayuningtyas, 2019).

Permasalahan tingginya utang yang dihadapi perusahaan belum tentu perusahaan mengalami likuiditas. Hal ini dikarenakan utang perusahaan yang didukung dengan kinerja laba dan modal yang mencukupi berarti perusahaan memiliki pengelolaan utang yang baik. Perusahaan dapat meminimalisir utang dengan cara meningkatkan kinerja laba dan perusahaan memiliki kecukupan modal berarti perusahaan memiliki pengelolaan utang yang baik. Salah satu rasio keuangan yang sering digunakan untuk mengukur utang adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio DER mampu menujukkan tingkat utang suatu perusahaan dengan membandingkan total utang dengan modal sendiri. DER juga dapat mengetahui semakin

tingginya utang maka semakin tinggi pula resiko kredit perusahaan. Terdapat beberapa perusahaan BUMN yang memiliki kinerja rasio utang (DER) tertinggi ke terendah yaitu PT Garuda Indonesia (GIAA) Tbk sebesar 4,4x, PT Adhi Karya (ADHI) Tbk sebesar 3,9x, dan PT Waskita Karya (WSKT) Tbk sebesar 3,6x. Tingginya kinerja rasio utang (DER) emiten di sektor konstuksi disebabkan adanya pembayaran yang diberikan setelah pekerjaan selesai atau proyek serah terima dari kontraktor ke pemilik proyek (*developer*) (Ayuningtyas, 2019). Setiap perusahaan harus memiliki pengelolaan utang yang baik untuk meminimalisir utang serta tetap memperhatikan tujuan utama perusahaan yaitu memakmurkan pemilik perusahaan (pemegang saham), mencapai profit maksimal dan meningkatkan nilai perusahaan. Utang yang dimiliki perusahaan digunakan untuk memenuhi operasional perusahaan ketika sumber dana internal tidak mencukupi.

Kementerian Badan Usaha Milik Negara menyampaikan kondisi utang perusahaan mencapai Rp 5.271 triliun (Hamdani, 2018). Deputi Bidang Restrukturisasi Kementerian BUMN menyampaikan bahwa total utang perusahaan BUMN di sektor keuangan sebesar Rp3.311 triliun. Utang ini berasal dari utang pinjaman sebesar Rp 529 triliun, utang pihak ketiga (DPK) sebesar Rp 2.448 triliun dan premi asuransi dan lain-lain sebesar Rp 335 triliun. Sedangkan total utang perusahaan BUMN di sektor non-keuangan sebesar Rp 2.489 triliun. Utang ini berasal dari utang pinjaman sebesar Rp 529 triliun dan utang riil sebesar Rp 1.960 triliun (Hamdani, 2018).

Proporsi utang yang tinggi atau rendah tergantung pada seberapa banyak faktor yang dialami perusahaan. Selain itu, perusahaan yang menggunakan utang akan memperoleh peluang investasi yang lebih besar sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Apabila nilai perusahaan meningkat maka semakin banyak investor yang berinvestasi di dalam perusahaan. Utang merupakan hal terpenting karena dapat menjadi alternatif pendanaan dan menjadi solusi bagi perusahaan untuk membantu mempercepat aktivitas perusahaan. Oleh

karena itu, perusahaan harus bijaksana dalam membatasi penggunaan utang dan menggunakan dana seefisien mungkin agar terhindar dari risiko kebangkrutan.

Dalam perusahaan terdapat berbagai jenis kepemilikan saham oleh investor. Keberadaan berbagai jenis kepemilikan saham oleh investor ini dapat membantu meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu caranya adalah para investor melakukan investasi di dalam perusahaan. Semakin banyak dana yang diinvestasikan maka semakin meningkat pula nilai perusahaan. Para investor akan berinvestasi pada perusahaan yang tentunya memiliki prospek yang menguntungkan dan memberikan *return* yang tinggi di masa depan. Kepemilikan saham oleh investor ini menjadi bahan menarik untuk diteliti karena penulis ingin mengetahui arti pentingnya kepemilikan saham oleh investor terhadap utang. Para investor perlu mengetahui perkembangan komposisi utang pada perusahaan sektor non keuangan selama lima tahun terakhir (2015-2019).

Penelitian ini berusaha mengisi celah pertentangan (gap) beberapa hasil penelitian sebelumnya. Terdapat pro dan kontra hasil penelitian yang ditemukan peneliti sebelumnya. Dalam hal ini kepemilikan saham yang diteliti adalah kepemilikan asing, manajerial, institusional dan keluarga. Kepemilikan asing adalah kepemilikan saham perusahaan oleh investor individu atau perusahaan asing. Keberadaan kepemilikan asing di suatu perusahaan akan mempengaruhi keputusan modal (Thai, 2017). Peningkatan kepemilikan asing dapat mendorong perusahaan untuk tidak melakukan investasi yang berlebihan, mengurangi konflik agensi antara manajer dan pemegang saham dan meningkatkan peran pemantauan. Le et al. (2017) menemukan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Investor asing sering menemui masalah asimetri informasi dibanding investor lain di pasar negara berkembang karena mayoritas investor asing memiliki portofolio yang terdiversifikasi tetapi mereka tidak memiliki kekuatan dalam pengawasan terhadap manajemen sehingga investor asing cenderung menggunakan proporsi utang yang lebih banyak yang bertujuan

untuk mengawasi perilaku manajemen. Fayez (2019) dan Gurunlu dan Gursoy (2010) menemukan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Investor asing mengalami berbagai risiko antara lain risiko bisnis, risiko negara dan risiko mata uang dibanding investor domestik. Investor asing justru akan meminimalkan risiko dimana ia berinvestasi tetapi juga mereka akan membawa modal, teknologi dan kemampuan yang dimilikinya untuk mengakses pasar modal baru. Oleh karena itu, tingginya kepemilikan asing berarti investor cenderung akan menggunakan utang dan memperoleh biaya utang yang lebih murah daripada harus mencari kreditur baru. Hasil serupa juga dilakukan oleh Taran (2019) yang menyatakan kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Namun, hasil tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan Ahmad et al. (2018) dan Hussein (2019). Ahmad et al. (2018) menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Investasi asing yang tinggi dapat meningkatkan kinerja dan tata kelola perusahaan karena sebagian besar modal perusahaan berasal dari modal asing yang memiliki laba ditahan yang besar untuk mendanai investasi perusahaan. Hussein (2019) menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Keberadaan kepemilikan asing di dalam perusahaan dapat mengurangi konflik agensi antara pemegang saham dan manajer. Akibatnya, kepemilikan asing dan utang berfungsi sebagai pengganti dalam mendisiplinkan kepentingan manajerial. Sedangkan hasil penelitian Lee (2008) menyatakan kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Investor asing yang berada di posisi manajemen perusahaan dapat mengontrol perusahaan, mengatur manajemen agar lebih berhati-hati dalam berutang sehingga dapat mengurangi *agency cost.* Selain itu, hasil penelitian Peilouw (2017) menyatakan kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Dalam penelitiannya menunjukkan proporsi kepemilikan saham asing tidak terlalu besar dan sebagian besar perusahaan memiliki lebih dari satu kepemilikan asing.

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh pemegang saham dan manajer yang ikut berperan aktif dalam menjalankan perusahaan. Keberadaan kepemilikan manajerial dianggap mampu mengurangi konflik agensi antara manajer dan pemegang saham. Dengan meningkatnya kepemilikan manajerial menandakan bahwa manajer diberikan tanggung jawab yang besar terhadap kekayaan perusahaan sehingga diperlukan kerjasama yang baik antara manajer dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Utang memiliki fungsi untuk mengawasi kegiatan manajemen yang bertujuan untuk menurunkan *agency cost* (Shahzad & Nazir, 2017). Ahmad et al. (2018) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Sebagian besar manajer memilih menggunakan lebih banyak utang yang bertujuan untuk meningkatkan kinerja dan hak suara manajer, mengurangi biaya agensi dan meningkatkan pengawasan perusahaan. Manajer memilih menggunakan utang yang banyak dibanding modal perusahaan untuk menghilangkan pengambilalihan yang berlawanan. Lumapow (2018) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Salah satu cara untuk mengurangi konflik agensi yaitu meningkatkan kepemilikan manajerial. Peningkatan kepemilikan manajerial yang dilakukan oleh manajer dapat mengarah pada kepentingan konvergensi antara manajer dan pemegang saham yang bertujuan untuk mengurangi konflik agensi. Keberadaan manajerial dan utang sebagai mekanisme dalam mengendalikan tindakan manajer. Apabila perusahaan mampu mengendalikan tindakan manajer maka perusahaan dapat mengurangi penggunaan utang. Oleh karena itu, tingginya kepemilikan manajerial dapat mengurangi penggunaan utang. Hasil serupa juga dilakukan oleh Lukens (2016), Oktaviantari (2019), Quang dan Xin (2013), Khan (2015), Vo dan Nguyen (2014), Viriya (2017).

Namun, hasil tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan Fayez (2019) dan Le et al. (2017). Fayez (2019) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial

berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Adanya hubungan positif dikarenakan manajer berfokus untuk mempertahankan dan meningkatkan pengawasan perusahaan. Manajer memiliki kekuasaan dalam mengambil keputusan dan keuntungan bagi diri mereka. Sedangkan peran utang adalah sebagai suatu alat untuk menghindari dilusi. Dengan meningkatnya utang dapat membantu manajer untuk memperkuat pengawasan dan mencegah pengambilalihan. Le et al. (2017) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Banyaknya utang yang digunakan manajer menunjukkan sinyal perjanjian untuk menjual aset. Hal ini dilakukan untuk mencegah pengambilalihan dari investor luar perusahaan. Selain itu, utang yang tinggi justru manajer akan lebih banyak menggunakan uang tunai demi mengejar investasi suboptimum untuk kepentingan pribadi mereka. Sedangkan hasil penelitian Grossman dan Hart (1982) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Manajer tidak memiliki insentif yang kuat untuk memaksimalkan keuntungan karena utang yang dimiliki perusahaan mendekati nol. Selain itu, perusahaan juga mendapat sedikit tekanan dari pengawasan kreditur atau potensi kebangkrutan.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan sektor keuangan lainnya. Keberadaan kepemilikan institusional dapat meningkatkan pengawasan menjadi lebih optimal. Utang berfungsi sebagai alat pemantauan untuk mengurangi arus kas yang dipegang manajemen. Manajemen lebih memilih menggunakan utang untuk memberikan sinyal positif kepada pihak luar mengenai kinerja perusahaan. Peningkatan kinerja perusahaan ditandai dengan banyaknya perusahaan menggunakan utang dan kemampuannya dalam pembiayaan yang lebih baik. Dengan demikian, semakin banyak institusi atau badan usaha yang menginvestasikan modalnya maka kepemilikan institusional meningkat dan akan berdampak pada peningkatan kebijakan utang perusahaan (Ross, 1977). Hayat et al. (2018)

menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan. Pemegang saham institusional dapat memantau tindakan dan perilaku manajemen untuk menghindari perilaku oportunistik manajemen. Hal ini perlu dilakukan pemegang saham institusional karena mereka memiliki portofolio yang beragam dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Oleh karena itu, pemegang saham institusional cenderung menggunakan utang sebagai alat pemantauan daripada pemantauan secara langsung. Pemegang saham institusional enggan melakukan pemantauan langsung karena dapat meningkatkan biaya pemantauan untuk seluruh portofolio. Abobakr dan Elgiziry (2016) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Dalam pasar keuangan, investor institusi memiliki peran penting dan memberikan pengaruh terhadap *corporate governance*. Investor institusi mampu mengumpulkan informasi mengenai kinerja perusahaan sehingga perusahaan tidak perlu mengeluarkan biaya agensi. Hubungan kepemilikan institusional dan utang semakin kuat menandakan investor institusi melakukan pengawasan maksimal terhadap manajer perusahaan. Dengan adanya pengawasan ini dapat mengurangi konflik agensi. Selain itu,investor institusi memiliki portofolio yang beragam cenderung akan menggunakan utang yang sedikit. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan perusahaan mengutamakan pendanaan internal terlebih dahulu lalu kemudian perusahaan menggunakan pendanaan eksternal. Oleh karena itu, tingginya kepemilikan institusional dapat menambah penggunaan utang. Hasil serupa juga dilakukan oleh Ahmad et al. (2018) dan Khan (2015).

Namun, hasil tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan Lukens (2016) dan Tahir et al. (2020). Lukens (2016) dan Tahir et al. (2020) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Pemegang saham institusional dapat berperan sebagai substitusi dalam peran pengawasan dan mendisiplinkan utang. Artinya, pemegang saham institusional memperkuat pengawasan yang bertujuan untuk

mengurangi penggunaan utang. Hasil penelitian Hasan dan Butt (2009) dan Grier dan Zychowicz (1994) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini disebabkan karena kurangnya penerapan tata kelola perusahaan di negara mereka.

Kepemilikan keluarga adalah keterlibatan dua generasi dalam keluarga yang memiliki kekuatan dalam pengambilan keputusan yang dapat memengaruhi kebijakan perusahaan (Donnelley, 1964). Keberadaan kepemilikan keluarga dalam perusahaan dapat meningkatkan pengawasan menjadi lebih optimal. Kepemilikan keluarga yang kuat menunjukkan keterlibatan pihak keluarga pendiri untuk melakukan pengawasan investasi yang dimiliki dan terus memantau manajemen untuk mengurangi konflik agensi. Dengan kepemilikan keluarga yang tinggi akan menciptakan efek substitusi dan tidak mau menggunakan utang (Lukens, 2016). Baek et al. (2016), menemukan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Kepemilikan keluarga lebih senang menggunakan utang daripada pendanaan internal untuk mendanai semua aktifitas perusahaan. Pemilihan pendanaan dari utang untuk menghindari risiko pengambilalihan yang berlawanan dan mencegah terjadinya dilusi. Dengan demikian, tingginya kepemilikan keluarga berarti pihak keluarga pendiri dapat ikut berperan aktif dalam perusahaan dan akan berdampak pada peningkatan kebijakan utang. Hasil serupa dilakukan oleh Gottardo et al. (2016), Lukens (2016) dan Gonzalez (2013).
Namun, hasil tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan Anderson dan Reeb (2003). Anderson dan Reeb (2003) menyatakan bahawa kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Perusahaan lebih senang menggunakan dana internal daripada utang karena diketahui portofolio pihak keluarga tidak beragam. Karena portofolio keluarga diketahui tidak beragam menyebabkan terjadinya risiko keuangan dan perusahaan dapat mengalami kebangkrutan. Sedangkan hasil penelitian Rebecca dan Siregar (2013) dan Claessens, et al. (2000) menyatakan kepemilikan keluarga tidak berpengaruh

terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian Rebecca dan Siregar (2013) menyatakan bahwa keluarga sebagai pemegang saham mayoritas dapat menggunakan tingkat pengendalian yang dimiliki untuk memperoleh keuntungan pribadi pada beban yang ditanggung oleh saham minoritas. Perusahaan keluarga seringkali terjadi sengketa kepentingan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Adanya sengketa kepentingan ini disebabkan karena pemegang saham mayoritas memiliki kontrol yang kuat terhadap perusahaan tersebut. Claessens, et al. (2000) menyatakan bahwa kontrol ini dilakukan melalui struktur piramida dan kepemilikan silang (*crossholding*) di antara beberapa perusahaan. Model ini sangat umum terjadi di semua negara di kawasan Asia Tenggara termasuk Indonesia.

Selain menggunakan variabel yang sudah dijelaskan, pada penelitian ini menggunakan variabel moderasi yaitu *financial constraint*. Penulis menduga adanya pengaruh langsung variabel independen yaitu kepemilikan asing, manajerial, institusional dan keluarga dengan variabel *financial constraint* sebagai perantara terhadap kebijakan utang. Alasan financial constraints sebagai variabel moderasi adalah untuk memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. *Financial constraint* yang diukur dengan menggunakan indeks SA (*Scale-Age*). Hadlock dan Pierce (2010) merancang indeks SA berdasarkan karakteristik perusahaannya. Indeks SA menghitung variabel skala dan usia perusahaan sebagai proksinya untuk mengetahui kendala keuangan (*financial constraint*) pada perusahaan. Dalam hal ini, salah satu keberhasilan perusahaan dapat tercermin dari kemudahan perusahaan memperoleh sumber dana dari luar perusahaan. Semakin mudah perusahaan mendapatkan suntikan dana maka semakin baik kinerja perusahaan. *Financial constraint* adalah terbatasnya pendanaan perusahaan yang disebabkan ketidakmampuan perusahaan dalam memperoleh dana di luar perusahaan karena mahalnya pembiayaan eksternal daripada pembiayaan internal (Fazzari et al., 1988). Kendala

keuangan terjadi ketika minimnya informasi yang diberikan pasar misalnya asimetri informasi dan biaya agensi. Ketika informasi yang diberikan pasar modal tidak lengkap maka akan terjadi ketidakseimbangan antara biaya pendanaan eksternal dan pembiayaan internal. Artinya, perusahaan akan dikenakan biaya pendanaan eksternal yang lebih tinggi daripada biaya pendanaan internal. Dampak dari biaya pendanaan eksternal yang tinggi yaitu perusahaan akan kehilangan peluang investasi dan dibatasi dalam penggunaan utang. Dengan demikian, kendala keuangan dapat memberikan pengaruh signifikan dari kepemilikan kas pada investasi perusahaan. Penelitian Kaplan dan Zingales (1997) menyatakan adanya hubungan antara investasi dan arus kas. Mereka melakukan pengelompokkan ulang perusahaan perusahaan dengan kendala keuangan yang lebih rendah menunjukkan tingginya tingkat sensitivitas dan arus kas dari pada kelompok perusahaan dengan pembiayaan yang lebih besar. Hasil penelitian menunjukkan kurva berbentuk U artinya adanya hubungan investasi dan arus kas. Jika kurvanya berbentuk U terbalik artinya perusahaan sedang mengalami kendala keuangan. Namun, hasil tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan Cleary (1999) menunjukkan tidak ada hubungan sensitivitas dan arus kas. Cleary (1999) menyatakan bahwa tidak ada dasar teori yang kuat yang menyebutkan adanya hubungan positif antara investasi dan arus kas. Asumsi ini muncul ketika Cleary (1999) menggunakan kriteria yang berbeda untuk mengelompokkan perusahaan berdasarkan kendala keuangan.

Hubungan *financial constraint* dan kepemilikan asing terhadap kebijakan utang dapat dijelaskan bahwa semakin tinggi kepemilikan asing maka semakin banyak utang yang digunakan oleh perusahaan untuk memenuhi investasi perusahaan. Para investor asing yang memiliki saham di pasar berkembang akan mudah mendapatkan berbagai sumber pendanaan seperti utang. Semakin besar kepemilikan asing maka memberikan kemudahan investor asing untuk masuk ke keuangan dan melakukan pendanaan langsung dengan mitra asing

(Mertzanis, 2016). Penelitian yang dilakukan Sembenelli dan Schiantarelli (1996) menyatakan bahwa *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan asing terhadap kebijakan utang. Namun, berbeda dengan penelitian Colombo (2001) menyatakan bahwa *financial constraint* tidak dapat memoderasi kepemilikan asing terhadap kebijakan utang. Perusahaan asing memiliki kendala keuangan untuk mencapai struktur modal yang optimal karena adanya ketidaksempurnaan pasar. Ketidaksempurnaan pasar menyebabkan terbatasnya perusahaan untuk mencapai struktur modal optimal.

Hubungan *financial constraint* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang dapat dijelaskan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin sedikit perusahaan menggunakan utang. Perusahaan memilih menggunakan utang akan sering terjadi masalah agensi antara pemegang saham dan manajemen. Dengan kekuatan manajemen yang besar perusahaan akan cenderung sedikit menggunakan utang untuk memenuhi investasi perusahaan karena perusahaan memiliki sumber dana yang melimpah (Luo, et al., 2018). Penelitian yang dilakukan Munir et al. (2017) menyatakan bahwa *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang. Namun, berbeda dengan penelitian Shibata dan Nishihara (2018) menyatakan bahwa *financial constraint* tidak dapat memoderasi kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang. Perusahaan mengambil keputusan investasi yang dibatasi oleh penggunaan utang berdasarkan likuiditasnya. Pertama, adanya batas atas penerbitan utang yang tidak selalu perusahaan menunda investasi. Kedua, penentuan seberapa banyak investasi tidak mempengaruhi batas atas. Ketiga, batas atas dapat mengubah strategi ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan melalui perubahan struktur modal. Keempat, batas atas menyebabkan perubahan utang yang semula berisiko menjadi tidak berisiko. Kelima, batas atas dapat menurunkan utang, memungkinkan penggunaan kredit dan kemungkinan gagal bayar.

Hubungan *financial constraint* dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang dapat dijelaskan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi dapat meningkatkan utang perusahaan. Karena investor institusional memiliki portofolio yang beragam sehingga mereka akan melakukan pemantauan secara ketat yang mengakibatkan perusahaan harus mengeluarkan banyak biaya untuk mengawasi aset mereka. Hal ini wajar dilakukan investor instutisional karena mereka tidak ingin kehilangan aset mereka. Investor institusi dianggap sebagai *blockholder* karena investor memiliki saham yang banyak di perusahaan sehingga dapat melakukan pemantauan langsung untuk mengurangi biaya agensi. Perusahaan memiliki keuntungan dengan adanya investor institusi yang dapat menerapkan motif privat kontrol, memperoleh likuditas saham dan perlindungan investor yang rendah (Alvarez, et al.,2016). Penelitian yang dilakukan La Porta et al. (2002), Leuz et al. (2003) dan Nenova (2003) menyatakan bahwa *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Namun, berbeda dengan penelitian Edmans dan Manso (2011) menyatakan bahwa *financial constraint* tidak dapat memoderasi kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Sebagian besar perusahaan dipegang pemegang saham blok kecil yang tidak dapat berkoordinasi untuk membatasi pesanan mereka dan menggabungkan keuntungan yang diperolehnya. Selain itu, mereka berdagang secara kompetitif dan memasukkan informasi ke dalam harga. Hal ini dilakukan yang bertujuan untuk meningkatkan pendisiplinan utang dan mendorong upaya manajerial yang tinggi.

Hubungan *financial constraint* dan kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang dapat dijelaskan bahwa kepemilikan keluarga yang tinggi maka perusahaan akan mengurangi penggunaan utang. Kepemilikan keluarga sering mengalami kendala keuangan yang tinggi karena keterlibatan pihak pendiri di dalam perusahaan. Pihak keluarga memiliki kekuatan dan insentif untuk mengelola sumber daya keluar dari perusahaan sehingga akan merugikan pemegang saham dan perusahaan (Peruzzi, 2017). Penelitian yang dilakukan Pindado, et al.

(2011) menyatakan bahwa *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang. Namun, berbeda dengan penelitian Gugler (2003) dan Hung dan Kuo (2011) menyatakan bahwa *financial constraint* tidak dapat memoderasi kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang. Perusahaan keluarga seringkali menemui kendala keuangan yang buruk karena pemilik berusaha memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Peningkatan arus kas investasi dengan penyelarasan insentif manajerial menunjukkan bahwa perusahaan memiliki peluang investasi yang lebih baik. Adanya penyelarasan insentif manajerial yang tinggi menyebabkan perusahaan kesulitan untuk mengakses informasi dari pasar modal. Hal ini dapat meningkatkan asimetri informasi artinya perusahaan kesulitan untuk memperoleh informasi dari pasar modal. Oleh karena itu, akan lebih baik manajer dan pemilik perusahaan sebaiknya melepaskan investasi mereka daripada harus menjual sekuritas dibawah harga.

Obyek penelitian ini dilakukan pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2019. Alasan pemilihan obyek penelitian adalah untuk mengamati perkembangan utang pada perusahaan-perusahaan non-keuangan tahun 2015-2019 dengan variabel *financial constraint* sebagai variabel moderasi. Dari penjelasan di atas maka peneliti mengambil judul "**Pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang dengan *financial constraint* sebagai variabel moderasi**".

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah dan identifikasi masalah di atas, maka dapat dirumuskan dalam pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah kepemilikan asing berpengaruh terhadap kebijakan utang?
2. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang?
3. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang?
4. Apakah kepemilikan keluarga berpengaruh terhadap kebijakan utang?

5. Apakah *financial constraint* memoderasi pengaruh kepemilikan asing terhadap kebijakan utang?
6. Apakah *financial constraint* memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakanutang?
7. Apakah *financial constraint* memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang?
8. Apakah *financial constraint* memoderasi pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang ?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk menguji pengaruh kepemilikan asing terhadap kebijakan utang.
2. Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakanutang.
3. Untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang.
4. Untuk menguji pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang.
5. Untuk menganalisis apakah *financial constraints* memoderasi pengaruh kepemilikan asing terhadap kebijakan utang.
6. Untuk menganalisis apakah *financial constraints* memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang.
7. Untuk menganalisis apakah *financial constraints* memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang.
8. Untuk menganalisis apakah *financial constraints* memoderasi pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat Praktis

Penelitian ini dapat memberikan informasi bagi investor sebelum melakukan investasi saham di dalam perusahaan dengan memperhatikan komposisi utang yang dimiliki

perusahaan yang dapat dilihat dalam laporan keuangan yang telah diterbitkan perusahaan tahun 2015-2019 sebagai panduan untuk mengambil keputusan investasi. Baik calon investor atau investor yang telah berpengalaman harus memperhatikan kinerja keuangan dengan mencermati laporan keuangan. Apabila perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik maka investor dapat melakukan investasi di perusahaan tersebut.

Manfaat Teoritis

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan asing, manajerial, institusional dan keluarga dengan *financial constraint* sebagai variabel moderasi terhadap kebijakan utang. Pada penelitian sebelumnya, *financial constraint* masih sangat jarang digunakan untuk diteliti dimana *financial constraint* mempertimbangkan *cash flow sensitivity* yang akan berdampak pada utang perusahaan sehingga peneliti sangat menaruh harapan besar agar penelitian ini dapat dijadikan sebagai referensi dalam penelitian – penelitian selanjutnya.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Utang

Utang adalah sumber pendanaan yang berasal dari luar perusahaan untuk memenuhi operasional perusahaan. Perusahaan dapat menggunakan pendanaan eksternal apabila pendanaan internal mengalami kekurangan dana maka perusahaan dapat menggunakan utang sebagai alternatif pendanaan untuk membantu perusahaan untuk memenuhi kebutuhan operasional dan memperoleh dana dengan cepat jika sewaktu-waktu perusahaan mengalami kekurangan dana dibandingkan perusahaan harus menunggu proses perolehan dana melalui pendanaan internal seperti penjualan saham atau laba ditahan (*retained earning*) (Endri, 2018).

Dengan adanya pembiayaan utang berfungsi sebagai salah satu sumber keuangan terpenting ketika perusahaan kekurangan modal sendiri. Sebagian besar perusahaan menggunakan utang dalam proporsi besar ataupun kecil tergantung dari seberapa banyak faktor yang secara umum yang dihadapi perusahaan tersebut. Hal ini disebut dengan kebijakan utang perusahaan. Selain itu, manfaat dari penggunaan utang bagi perusahaan adalah perusahaan dapat mempertimbangkan adanya peluang investasi yang lebih besar yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Di sisi lain, dampak dari penggunaan utang yang berlebihan dapat menyebabkan masalah serius karena perusahaan menanggung risiko yang tinggi. (Stryckova, 2019).

Adanya kebijakan utang ini menjadi salah satu solusi bagi perusahaan untuk mempercepat proses produksi dan tetap mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan agar tetap terus beroperasi. Tingginya penggunaan utang akan membahayakan perusahaan karena perusahaan tergolong dalam kelompok tingkat utang yang ekstrim misalnya

perusahaan dengan utang yang banyak akan kesulitan untuk melunasi seluruh utangnya. Oleh karena itu, akan lebih baik perusahaan perlu menyeimbangkan proporsi utang yang akan diambil dan bagaimana perusahaan memperoleh sumber dana untuk membayar utang. Disinilah kebijakan utang memiliki fungsi sebagai mekanisme pengawasan terhadap perilaku manajer dalam mengelola perusahaan. Hal ini dikarenakan segala bentuk pendanaan perusahaan dapat mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan. Oleh karena itu, manajemen dapat mengambil sikap dengan menggunakan dana seefisien mungkin dan tidak terlalu konsumtif untuk menghindari risiko kebangkrutan (Lumapow, 2018). Dalam penelitian ini, rasio yang digunakan untuk menghitung utang, terdapat dua rasio diantaranya yaitu DER (*Debt to Equity Ratio*) dan DAR (*Debt to Asset Ratio*). DER (*Debt to Equity Ratio*) dengan proksi perbandingan utang dengan modal sendiri. DER adalah rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mengembalikan utang melalui modal sendiri (Lumapow, 2018). DAR adalah rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mengembalikan utang melalui total aset (Husna et al., 2019).

2.2 Strukur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2019), struktur modal adalah besarnya persentase setiap jenis modal yang berasal dari investor dengan totalnya sebesar 100%. Hussein (2019) mendefinisikan struktur modal adalah campuran dari utang dan modal yang digunakan untuk membiayai investasi dan operasional perusahaan sehari-hari. Sedangkan Harjito dan Martono (2014) struktur modal adalah perbandingan atau rasio pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan utang jangka panjang terhadap modal sendiri. Perusahaan dapat memperoleh dana dari sumber modal sendiri yang berasal dari modal saham, cadangan dan laba ditahan. Apabila modal sendiri masih belum mencukupi, perusahaan dapat mempertimbangkan penggunaan utang. Perusahaan dapat mencari sumber dana yang efisien untuk memenuhi kebutuhan dana. Pendanaan efisien dapat tercapai apabila

perusahaan memiliki struktur modal yang optimal. Struktur modal adalah salah satu tolok ukur seberapa besar kepercayaan investor kepada perusahaan. Dengan makin banyaknya modal yang diinvestasikan oleh investor maka semakin baik pula struktur modal perusahaan.

Struktur modal dapat digunakan untuk mengukur seberapa banyak perusahaaan menggunakan utang untuk meningkatkan laba perusahaan. Untuk mendapatkan struktur modal yang optimal perlu adanya perpaduan struktur modal yang baik bagi perusahaan serta keseimbangan antara return dan risiko untuk memaksimalkan harga saham perusahaan. Seorang investor dapat memberikan penilaian baik atau buruknya kinerja perusahaan dengan melihat harga saham perusahaan (Brigham & Houston, 2019). Struktur modal yang tinggi menunjukkan adanya proporsi penggunaan utang yang tinggi sedangkan struktur modal yang rendah menunjukkan perusahaan lebih banyak menggunakan dana internal. Oleh sebab itu, perusahaan perlu menyeimbangkan struktur modal karena struktur modal yang tinggi akan merugikan bagi perusahaan.

2.3 Teori Struktur Modal

2.3.1 Teori Modigliani - Miller

Teori Modigliani-Miller (MM) yang pertama kali diperkenalkan oleh Franco Modigliani dan MH Miller pada tahun 1958 telah mengawali berdirinya teori struktur modal modern (Brigham & Houston, 2019).Franco Modigliani dan MH Miller (1958) menyatakan gagasan bahwa mereka menentang pendekatan tradisional melalui artikelnya yang sangat terkenal yang berjudul *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment* pada tahun 1958. Dalam artikelnya disebutkan bahwa tidak ada hubungan antara biaya modal dan nilai perusahaan dengan struktur modal. Pernyataan ini kemudian mendapat dukungan dengan adanya proses arbitrase. Dengan adanya proses arbitrase ini mengakibatkan harga saham maupun biaya modal yang menggunakan utang ataupun tidak menggunakan

utang menjadi setara. Kemunculan proses arbitrase disebabkan karena investor bertindak rasional yaitu investor menyukai investasi yang sama tetapi memperoleh *profit* yang lebih besar atau investor menyukai investasi yang kecil tetapi memperoleh *profit* yang sama (Harjito & Martono, 2014). Dampak teori MM menjelaskan bahwa perusahaan yang menggunakan banyak utang dan tidak memperhatikan biaya kebangkrutan. Dengan melihat kondisi industri saat ini, teori MM dianggap tidak relevan karena sangat tidak mungkin perusahaan dengan utang yang besar maka semakin banyak utang akan mempercepat kebangkrutan perusahaan (Brigham & Houston, 2019). Asumsi-asumsi teori MM, yaitu :

1. Adanya pasar modal sempurna dan investor bertindak rasional.
2. Adanya kesamaan nilai yang diharapkan dari distribusi probabilitas bagi semua investor.
3. Adanya kesamaan risiko bisnis yang dialami perusahaan
4. Tidak ada pajak

2.3.2 Teori Pecking Order

Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa tidak ada tingkat utang yang optimal dalam teori pecking order. Hal ini dikarenakan terdapat adanya asimetri informasi dan permasalahan sinyal yang berhubungan dengan pendanaan eksternal sehingga kebijakan pendanaan akan mengikuti urutan pendanaan. Perusahaan akan mengutamakan pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Teori pecking order menjelaskan bahwa perusahaan dalam mendanai modal perusahaan dapat menggunakan pendanaan internal, utang, dan yang terakhir penerbitan saham. Teori pecking order menyatakan bahwa terlebih dahulu perusahaan menggunakan pendanaan internal. Perusahaan memilih menggunakan pendanaan internal karena adanya tingkat profitabilitas tinggi dan utang yang rendah. Jika perusahaan membutuhkan pendanaan eksternal maka perusahaan dapat menerbitkan sekuritas yang

paling aman dimulai dari penerbitan obligasi, sekuritas berkarakteristik opsi dan terakhir penerbitan saham baru. Dalam teori ini, pendanaan dibedakan atas dasar asimetri informasi yang dimiliki oleh pihak dalam perusahaan (*insider*) dengan pihak luar perusahaan (*outsider*) yang membuat perusahaan lebih memilih untuk menggunakan pendanaan internal daripada utang untuk membiayai investasi. Teori pecking order menyatakan perusahaan akan mengurangi utang ketika perusahaan memiliki dana internal yang banyak (Pontoh, 2017).

Teori *pecking order* menyatakan manajer keuangan tidak menghitung tingkat utang yang optimal. Perusahaan dalam memenuhi kebutuhan investasi tergantung seberapa banyak dana yang dimilikinya. Perusahaan dapat menggunakan sumber dana jika terdapat kesempatan investasi yang bertujuan untuk memenuhi investasi perusahaan. Tentunya perusahaan akan mengikuti urutan-urutan pendanaan yaitu pendanaan internal dana pendanaan eksternal (penerbitan saham). Dan teori ini menjelaskan bahwa perusahaan dengan utang yang rendah dan tingkat keutungan yang tinggi. Dengan tingkat keuntungan tinggi menunjukkan perusahaan mempunyai pendanaan internal yang cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi (Brigham & Houston, 2019).

2.3.3 Teori Agensi

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan *agency theory* yaitu adanya pemisahaan kepemilikan dan pengawasan dalam mengendalikan perusahaan yang memungkinkan terjadinya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Dalam teori keuangan menjelaskan mengenai salah satu tujuan perusahaan adalah memakmurkan pemegang saham dengan cara meningkatkan saham perusahaan. Dengan adanya hubungan agensi ini antara pemegang saham (*principal*) dan manajer (agen) akan berpotensi menimbulkan konflik agensi. Konflik agensi muncul karena kedua belah pihak memiliki perbedaan kepentingan. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak atau

perjanjian antara seorang atau lebih pemegang saham (*principal*) dengan meminta orang lain sebagai manajer atau pengelola perusahaan untuk melaksanakan beberapa pekerjaan bagi kepentingan prinsipal yang meliputi pemindahan sebagian wewenang pada agen untuk membuat keputusan. Istilah hubungan agensi yang dikemukakan Jensen dan Meckling (1976) banyak digunakan dalam penelitian di bidang ekonomi dan keuangan untuk mempelajari dan menganalisis konflik yang terjadi antara pihak pemilik perusahaan (*principal*) dan manajer (agen).

Jensen dan Meckling (1976) juga mengungkapkan bahwa apabila saham yang dimiliki manajer kurang dari 100 persen maka akan menimbulkan konflik agensi. Melihat kondisi yang tidak menguntungkan bagi manajer maka manajer dapat memindahkan sebagian biaya yang berkaitan dengan pembuatan keputusan untuk kepentingan manajer dan pemegang saham lain (Yong, 1997). Maksudnya, segala keputusan yang dibuat oleh manajer berkaitan dengan kepentingannya sehingga memunculkan biaya yang harus ditanggung oleh pemegang saham selaku pemilik perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat mula mula konflik agensi itu terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer yang berasal dari pemisahan kepemilikan dan pengawasan. Berdasarkan *over-investment hyphotesis* yaitu manajer memegang insentif untuk membuat perusahaan memiliki nilai di bawah nilai optimal dan menerima proyek dengan nilai negatif. Kondisi investasi yang berlebihan ini akan lebih buruk lagi jika perusahaan memiliki aliran kas yang banyak dan peluang pertumbuhan yang kecil (Jensen, 1986). Manajer mungkin melakukan investasi yang kurang (*under-investment*) jika ada pemindahan sumber perusahaan untuk keuntungan pribadinya. Telah diketahui bahwa konflik agensi antara pemegang saham dan manajer tidak ada titik terangnya melalui kontrak berdasarkan aliran kas dan investasi eksternal. Oleh karena itu, pihak yang berkonflik telah mengusulkan adanya penerbitan utang untuk meminimalisir konflik akibat investasi yang berlebihan (*over-investment*) (Harris dan Raviv,

1990). Dengan penerbitan hutang ini membantu perusahaan untuk menertibkan manajer agar lebih semangat dalam bekerja serta mengembalikan utang dan bunga (Jensen, 1986).

2.3.4 Teori Trade-Off

Teori trade-off menyatakan adanya keseimbangan antara keuntungan dan kerugian akibat perusahaan menggunakan utang karena manajer dalam mengambil keputusan struktur modal berhubungan dengan risiko kebangkrutan, pajak dan utang. Perusahaan dapat menggunakan utang apabila perusahaan memperoleh manfaat yang lebih besar. Akan tetapi, manfaat yang diperolehnya lebih kecil maka perusahaan harus berhenti menggunakan utang (Brigham & Houston, 2019).

Teori trade-off menjelaskan bahwa adanya biaya dan manfaat yang diperoleh berasal dari tambahan utang untuk mencapai suatu keseimbangan. Adanya keseimbangan ini menunjukkan perusahaan memiliki struktur modal yang optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Maksud biaya dan manfaat adalah biaya utang dan manfaat yang berasal dari penghematan pajak. Apabila biaya utang lebih tinggi dari penghematan pajak maka berakibat perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) yang dapat menyebabkan kebangkrutan perusahaan (Ghazouani, 2013).

Nastiti et al. (2016) berpendapat penggunaan utang yang tinggi akan semakin besar bunga yang dibayarkan oleh perusahaan. Utang yang banyak akan merepotkan perusahaan dalam membayar bunga yang begitu tinggi. Dengan bunga yang tinggi dapat mengakibatkan perusahaan akan mengalami kebangkrutan dikarenakan perusahaan tidak sanggup untuk membayar kewajibannya. Dapat diambil kesimpulan bahwa besar kecilnya utang yang digunakan perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan.

2.4 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Terdapat beberapa pertimbangan perusahaan dalam menganalisis sumber-sumber dana yang digunakan untuk kemajuan perusahaan. Permasalahan ini menjadi tugas utama

manajer keuangan dalam mengelola operasional perusahaan yaitu menyeimbangkan antara utang dengan modal sendiri yang dapat dilihat dalam struktur modal. Oleh karena itu, perlu diketahui faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, yaitu :

1. Profitabilitas

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan mendapatkan laba dalam periode tertentu. Profotabilitas yang tinggi cenderung perusahaan menggunakan utang yang sedikit karena perusahaan memiliki laba ditahan yang cukup untuk memenuhi kebutuhan pendanaan. Dan juga profitabilitas yang tinggi membuktikan bahwa perusahaan memiliki sumber dana yang melimpah (Viriya, 2017). Dengan tingkat pengembalian yang tinggi kemungkinan besar perusahaan-perusahaan akan memilih menggunakan dana internal perusahaan (Brigham dan Houston, 2019).

2. Likuiditas

Likuiditas menunjukkan seberapa kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansial jangka pendek. Perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi cenderung perusahaan memiliki pendanaan internal yang besar sehingga perusahaan akan lebih mengutamakan pendanaan internal terlebih dahulu lalu kemudian pendanaan eksternal. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan tingginya likuiditas cenderung perusahaan tidak memilih pendanaan dari luar (utang). Perusahaan akan menggunakan pendanaan internal untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan (Dewiningrat et al., 2018).

3. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan adalah salah satu faktor keberhasilan perusahaan. Perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih besar dianggap mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya. Pada umumnya, perusahaan besar akan melakukan diversifikasi

usaha lebih banyak dibandingkan perusahaan kecil sehingga kemungkinan kecil perusahaan besar mengalami kesulitan keuangan. Dengan demikian, perusahaan besar akan kemungkinan kecil mengalami kegagalan bisnis atau kebangkrutan (Oktaviantari, 2019). Sedangkan perusahaan kecil pada umumnya memanfaatkan utang jangka pendek karena perusahaan kecil harus menanggung biaya transaksi yang tinggi pula (Pontoh, 2017).

2.5 Struktur Kepemilikan

Dalam sebuah perusahaan terdapat struktur kepemilikan yang akan menentukan masalah agensi dengan memetakan antara kekuasaan dan pengawasan dalam suatu perusahaan. Seringkali masalah pengendalian tidak berjalan secara efektif di negara berkembang yang menyebabkan keberadaan pemilik mayoritas memegang peranan penting dalam *governance alternative*. Keberadaan pemilik mayoritas ini diharapkan dapat mengurangi dampak negatif yang disebabkan masalah keagenan. Karena komposisi saham mereka dalam jumlah besar pemilik perusahaan akan memperoleh insentif untuk mengawasi investasi yang dilakukan dengan anggapan bahwa tingkat pengendalian yang dilakukan akan meningkat seiring meningkatnya jumlah porsi saham. Dalam penelitian ini, struktur kepemilikan terbagi menjadi empat yaitu kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kepemilikan keluarga.

2.5.1 Kepemilikan Asing

Seiring berjalannya waktu semakin banyak orang yang berasal dari negara asing kemudian melakukan investasi di beberapa perusahaan tertentu. Hal ini dikenal dengan kepemilikan asing. Kepemilikan asing adalah persentase kepemilikan saham perusahaan oleh individu atau institusi asing (Ahmad et al., 2018). Kepemilikan asing di dalam suatu perusahaan memberikan pengaruh kuat pada tata kelola perusahaan dan biaya agensi. Dengan adanya keberadaan kepemilikan asing di negara-negara berkembang dianggap suatu hal yang

penting di dalam struktur kepemilikan yang mempengaruhi keputusan modal perusahaan (Le et al., 2017).

Berdasarkan pandangan utama yang menjelaskan keterkaitan antara modal asing dengan pemilihan pendanaan (Thai, 2017). *Pertama*, masalah terbesar investor asing adalah asimetri informasi. Semakin banyak utang yang digunakan maka akan semakin memperketat peran pengawasan. *Kedua*, Investor asing akan meminimalkan risiko dari segi makro dan mikro dengan cara meningkatkan operasional dan manajemen perusahaan melalui penggunaan teknologi dan upaya untuk mendapatkan sumber utang yang lebih murah. *Ketiga*, adanya peningkatan kepemilikan asing adalah langkah yang baik untuk mengurangi investasi yang berlebihan tetapi juga mengurangi biaya agensi antara manajer dan pemegang saham (Thai, 2017). Dan juga dengan keberadaan kepemilikan asing di suatu perusahaan dapat memperkuat peran pemantauan dan mengurangi biaya modal. Di samping itu, kepemilikan asing juga dapat mengurangi *agency conflict* antara pemegang saham dan manajer dan sebagai akibatnya kepemilikan asing dan utang berfungsi sebagai substitusi untuk mentertibkan kepentingan manajemen.

Namun, keberadaan investor asing di negara berkembang biasanya investor asing menghadapi asimetri informasi yang lebih buruk dari pada investor lain. Kebanyakan investor asing itu memiliki portofolio terdiversifikasi karena kepemilikan saham di setiap perusahaannya relatif rendah sehingga kekuatan investor asing dalam mengawasi manajemen masih dikatakan belum maksimal. Oleh karena itu, investor asing justru akan menggunakan utang yang lebih banyak sebagai mekanisme pemantauan lebih lanjut dari manajemen (Le et al., 2017). Lain halnya pasar negara maju, pemegang saham dominan di perusahaan dalam mengendalikan dan memantau bisnis perusahaan dengan memperketat kebijakan utang. Perusahaan juga akan terlebih dahulu menggunakan dana internal atau adanya suntikan dana dari investor lain. Pada umumnya, investor asing yang berinvestasi di pasar negara maju itu

cenderung mempromosikan pembiayaan modal sedangkan investor dalam negeri enggan pembiayaan utang (Taran, 2019).

2.5.2 Kepemilikan Manajerial

Struktur kepemilikan memiliki karakteristik yang berbeda dari satu perusahaan dengan perusahaan lain. Dalam suatu perusahaan struktur kepemilikan memiliki makna dan motivasi yang berbeda untuk melakukan pengawasan dalam perusahaan. Struktur kepemilikan adalah sebuah alat atau cara untuk mengurangi konflik yang terjadi antara manajemen dan pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa dengan adanya kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dapat mengurangi masalah keagenan di dalam perusahaan. Kepemilikan manajerial adalah persentase kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer sebagai pihak yang aktif dalam menjalankan perusahaan serta pemegang saham (Lumapow, 2018). Dilihat dari sudut pandang *agency theory* menjelaskan keberadaan struktur kepemilikan manajerial dapat mengurangi masalah keagenan diantara beberapa klaim terhadap di dalam perusahaan. Dengan adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat memicu timbulnya konflik yang dikenal dengan *agency theory*. Karena timbulnya konflik antara kedua belah pihak maka perlu adanya suatu mekanisme untuk melindungi semua kepentingan para pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Penerapan mekanisme tersebut dapat dilakukan dengan pengawasan (*monitoring*) bagi para manajer merupakan langkah yang tepat untuk mengurangi *agency cost.*

Adanya peningkatan kepemilikan manajerial berarti seorang manajer diberikan tanggung jawab yang besar terhadap kekayaan perusahaan sehingga diperlukan koordinasi antara manajemen dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Perlu kita ketahui bahwa utang dapat digunakan untuk mengawasi/mengontrol kegiatan manajemen. Oleh karena itu, kepemilikan manajerial dan utang adalah sebuah mekanisme untuk mengurangi

agency cost. Dengan kepemilikan manajerial yang semakin meningkat maka timbulpendisiplinan dalam penggunaan utang (Shahzad & Nazir, 2017). *Agency theory* yang diperkenalkan oleh Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa salah satu cara untuk meminimalisir adanya konflik dalam perusahaan yaitu dengan peningkatan kepemilikan saham oleh manajer. Dengan meningkatnya kepemilikan manajerial akan berdampak pada utang. Besarnya kepemilikan manajerial maka proporsi penggunaan utang akan berkurang. Selain itu, kepemilikan saham manajerial akan mendorong manajemen mengoptimalkan dalam menggunakan utang untuk menurunkan *agency cost* (Lumapow, 2018).

2.5.3 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan sektor keuangan lainnya (Tahir et al., 2020). Kepemilikan institusional memiliki arti penting untuk pengawasan terhadap manajemen. Hal ini disebabkan keberadaan kepemilikan institusional dapat meningkatkan pengawasan yang lebih optimal. Menurut Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa utang dapat dijadikan sebagai mekanisme alat pemantauan untuk mengurangi arus kas yang dipegang oleh manajemen dan mengikat semua pihak dan memungkinkan melakukan pembayaran bunga di masa depan sehingga hubungan utang dan *institutional ownership* ini berfungsi sebagai mekanisme pendisiplinan. Artinya, kepemilikan institutional dan utang dapat berfungsi sebagai substitusi (pengganti) atau komplementer (pelengkap) satu sama lain. Friend dan Lang (1988) mengatakan pemegang blok eksternal cenderung memiliki portofolio yang beragam. Apabila pemegang blok eksternal memiliki portofolio yang beragam dibanding manajer atau pemegang saham lainnya maka adanya hambatan pada biaya pemantauan langsung. Oleh karena itu, kepemilikan institusional lebih memilih utang sebagai alat pemantauan daripada pemantauan langsung. Ross (1977) mengatakan manajemen dapat menggunakan utang sebagai sinyal positif bagi orang luar

mengenai kinerja perusahaan yang baik. Kinerja perusahaan yang baik diharapkan perusahaan menggunakan utang yang lebih banyak karena perusahaan memiliki kemampuan pembiayaan yang lebih baik. Selain itu, keberadaan kepemilikan institusional ini sebagai sinyal positif bagi investor karena investor dapat melakukan pemantauan langsung, mendisiplinkan manajemen dan meningkatkan nilai perusahaan.

2.5.4 Kepemilikan Keluarga

Kepemilikan keluarga adalah keterlibatan dua generasi dalam keluarga yang memiliki kekuatan dalam pengambilan keputusan yang dapat memengaruhi kebijakan perusahaan (Donnelley, 1964). Teori Donnelley (1964) diperkuat oleh Bebchuk, Krookman dan Triantis (2000) menyatakan kepemilikan bisnis keluarga masih memegang erat kendali perusahaan. Kepemilikan keluarga pendiri memiliki persentase saham terbesar dibandingkan dengan pemegang saham lain. Sharma, Chrisman dan Chua (1997) menyatakan kepemilikan bisnis keluarga dan keberhasilan perusahaan yang dipimpin oleh setidaknya dari generasi pertama hingga kedua. Pendiri perusahaan mengharapkan generasi berikutnya dapat menjalankan perusahaannya. Morck dan Yeung (2003) menyatakan sebesar 30% dari bisnis keluarga dapat melanjutkan perusahaan hingga generasi kedua dan 10% dari bisnis keluarga mampu dipertahankan oleh generasi ketiga.

Terdapat banyak penelitian yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh keluarga berpengaruh secara signifikan terhadap utang. Adanya hubungan positif antara utang dan kepemilikan keluarga karena kepemilikan keluarga menyukai pendanaan utang daripada pendanaan internal untuk membiayai semua aktifitas perusahaan. Dalam kepemilikan dan kontrol keluarga akan terjadi dilusi ketika memilih pembiayaan melalui modal. Dilusi adalah adanya penurunan persentase kepemilikan saham karena bertambahnya jumlah saham total sedangkan investor yang bersangkutan tidak ikut terlibat dalam pembelian saham baru tersebut. Dilusi ini dapat dihindari dengan cara perusahaan keluarga dapat

menggunakan utang daripada modal. Keuntungan dari penggunaan utang yaitu untuk mengurangi risiko pengambilalihan yang berlawanan dan rasa ketakutan akan terjadinya dilusi kepemilikan saham. Dengan proporsi kepemilikan keluarga yang lebih besar maka keluarga dapat berperan aktif untuk melakukan pengawasan investasi yang dimiliki dan pemantauan manajemen untuk mengurangi *agency problem*sehingga akan tercipta efek substitusi dan keengganan untuk memilih pembiayaan utang (Lukens, 2016). Di sisi lain, adanya hubungan negatif antara kepemilikan keluarga dan utang. Alasannya adalah pemilik keluarga lebih memilih menggunakan pendanaan internal dan menghindari pendanaan utang. Hal ini disebabkan karena mereka tidak memiliki portofolio yang tidak terdiversifikasi sehingga menyebabkan risiko keuangan dan risiko kebangkrutan (Anderson & Reeb, 2003).

2.6 Financial Constraints

Fazzari, Hubbard dan Petersen (1988) pertama kali mendefinisikan *financial constraints* adalah perusahaan memiliki keterbatasan pendanaan yang disebabkan oleh ketidakmampuan perusahaan dalam memperoleh dana di luar perusahaan karena adanya pembiayaan eksternal lebih mahal dari pada pembiayaan internal. Mereka berpendapat bahwa kendala keuangan timbul akibat adanya ketidaklengkapan pasar seperti asimetri informasi dan biaya agensi. Ketika pasar modal tidak lengkap ini mengakibatkan biaya pendanaan eksternal dan pendanaan internal tidak sama. Artinya, biaya pendanaan eksternal perusahaan lebih tinggi dibanding biaya pendanaan internal. Apabila perusahaan mengalami kegagalan dalam memenuhi sumber dana internalnya maka perusahaan dapat menggunakan dana eksternal dengan biaya yang lebih tinggi. Namun, perusahaan seringkali kehilangan peluang investasi yang tidak hanya disebabkan oleh biaya pembiayaan eksternal yang tinggi tetapi perusahaan juga dibatasi dalam penggunaan kredit utang (Zhang et al., 2019).

Kendala keuangan dianggap sebagai metode yang berbeda seperti model sensitivitas arus kas dan investasi atau index yang telah dirumuskan oleh beberapa peneliti. Fazzari, Hubbard dan Petersen (1988) memperkenalkan estimasi hubungan investasi dan arus kas sebagai proksi untuk mengukur kendala keuangan. Fazzari et al. (1988) mendefinisikan kendala keuangan (*financial constraint*) adalah perusahaan memiliki keterbatasan keuangan sehingga mengakibatkan biaya pendanaan eksternal lebih tinggi dari pada biaya pendanaan internal. Dengan adanya kendala keuangan ini memberikan pengaruh signifikan dari kepemilikan kas pada investasi. Dalam penelitian Fazzari et al. (1988) telah mengelompokkan 422 perusahaan di Amerika ke dalam tiga level berdasarkan pembayaran dividen dan kerangka kerja Teori Q yang bertujuan untuk menilai konektivitas antara investasi dan arus kas. Mereka berpendapat bahwa semakin sedikit deviden yang dibagikan oleh perusahaan karena adanya batasan keuangan yang mengakibatkan perusahaan akan menghadapi sensitivitas arus kas. Fazzari et al. (1988) mengusulkan pembayaran dividen yang rendah yang menunjukkan ketergantungan perusahaan menggunakan sumber dana internalnya. Dengan sampel yang sama, Fazzari et al. (1988) telah sependapat dengan Kaplan dan Zingales (1997) bahwa perusahaan melakukan pembagian deviden yang rendah disesuaikan dengan kinerja operasinya. Terbukti dengan hasil penelitian menunjukkan bahwa 85% pemegang saham meningkatkan investasi melalui jalur tunai dan kredit. Artinya, terjadinya tingginya sensitivitas investasi-arus kas yang menunjukkan perusahaan memperoleh keuntungan yang tinggi daripada kendala keuangan di masa mendatang. Kaplan dan Zingales (1997) telah membuktikan gagasan Fazzari et al. (1988) mengenai hubungan antara investasi dan arus kas dengan mengelompokkan ulang perusahaan-perusahaan dengan kendala keuangan yang lebih rendah memiliki tingkat sensitivitas investasi dan arus yang tinggi daripada kelompok perusahaan dengan pembiayaan yang lebih besar. Dalam penelitiannya juga ditemukan kurva berbentuk U yang menunjukkan adanya hubungan

investasi dan arus kas. Jika kurva berbentuk U terbalik artinya perusahaan mengalami kendala keuangan. Dikarenakan adanya pertentangan mengenai sensitivitas dan arus kas ini, Cleary (1999) menguatkan hasil Kaplan dan Zingales (1997) bahwa menggunakan kriteria yang berbeda untuk mengelompokkan perusahaan berdasarkan kendala keuangan dan memberikan hasil yang bertentangan. Cleary (1999) juga berpendapat kurangnya dasar teoritis yang menyatakan adanya hubungan positif antara investasi dan arus kas.

Beberapa penelitian telah berusaha mengembangkan model modern untuk mengukur dan mengevaluasi kendala keuangan. Saat ini, terdapat empat indeks kendala keuangan yaitu indeks KZ (Lamont et al. (2001)), indeks WW (Whited dan Wu (2006)), indeks SA (Hadlock and Pierce (2010)) dan indeks ACSL (Mullier et al. (2016)). *Pertama*, Lamont et al. (2001) merancang indeks KZ (Kaplan-Zingales) dengan memperkirakan model logit fungsi lima variabel yaitu arus kas, pembayaran dividen, saldo kas, utang, dan Tobin Q. Estimasi koefisien regresi ini awal mula terciptanya indeks kendala keuangan sintesis/buatan. *Kedua*, Whited dan Wu (2006) membuat indeks WW (Whited-Wu) dengan mengeksploitasi pendekatan persamaan Euler dari model investasi struktural. Terdapat lima variabel yang digunakan dalam indeks ini yaitu arus kas, dummy dividen, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, dan hutang. *Ketiga*, Hadlock dan Pierce (2010) membuat indeks SA (Scale-Age) untuk mengukur kendala keuangan perusahaan harus didasarkan pada karakteristik perusahaan tersebut. Kendala keuangan suatu perusahaan akan berkurang ketika ukuran perusahaan yang lebih besar dan bisnis perusahaan memiliki periode operasi yang lebih lama. Terdapat dua variabel yang digunakan dalam indeks ini yaitu skala dan usia perusahaan. *Keempat*, Muliers et al. (2016) membuat indeks ACSL (Age-Cashflow-Scale-Leverage) dengan memasukan semua indikator keuangan indeks KZ, WW dan SA.

2.7 Pengembangan Hipotesis

2.7.1 Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Utang

Kepemilikan asing adalah persentase kepemilikan saham perusahaan oleh investor individu atau perusahaan asing (Ahmad et al., 2018). Kepemilikan asing adalah salah satu bagian dari struktur kepemilikan yang mempengaruhi keputusan modal perusahaan (Thai, 2017). Maka dari itu, kepemilikan asing berperan penting dalam tata kelola perusahaan dan biaya agensi (Le et al., 2017). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Fayez et al.(2019) menunjukkan kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Investor asing yang melakukan investasi di pasar negara berkembang pada umumnya dihadapkan pada asimetri informasi yang lebih buruk dibanding investor lain. Hal ini dikarenakan investor asing hanya memiliki akses informasi yang sedikit dibanding investor lain. Selain itu, investor asing juga hanya memiliki proporsi kepemilikan saham yang rendah di setiap perusahaan yang dibuktikan dengan portofolio yang terdiversifikasi tersebut. Karena kepemilikan saham asing rendah di perusahaan tersebut maka investor asing tidak memiliki kekuatan yang cukup untuk memantau manajemen di perusahaan. Tindakan yang dilakukan investor asing agar dapat memantau manajemen dengan cara investor asing memaksa perusahaan untuk menggunakan utang dalam jumlah yang banyak. Perusahaan dengan kepemilikan asing yang tinggi tentunya memiliki berbagai saluran pembiayaan untuk mengakses modal karena reputasi dan hubungan keduanya. Oleh karena itu, investor asing mendapatkan akses informasi dan kemampuan memahami informasi ini pada kinerja perusahaan.

Hasil serupa juga didukung penelitian Gurunlu dan Gursoy (2010) yang menyatakan kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Pada umumnya investor asing menanggung lebih banyak risiko seperti risiko bisnis dan risiko negara daripada investor dalam negeri. Akibatnya, banyak risiko yang dihadapi investor asing akan

termotivasi untuk meminimalkan risiko dengan cara menggunakan modal, teknologi dan kemampuan yang dimiliki agar dapat mengakses pasar modal baru. Dengan demikian, kepemilikan asing yang tinggi dapat meningkatkan kebijakan utang. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut :

H_1 = Kepemilikan asing berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang.

2.7.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang

Kepemilikan manajerial adalah persentase kepemilikan saham oleh pemegang saham dan manajer yang ikut berperan aktif dalam menjalankan perusahaan. Berdasarkan *agency theory*, konflik kepentingan sering terjadi antara manajer dan pemegang saham di dalam perusahaan. Dalam kondisi ini, manajer cenderung akan mengambil tindakan yang berlawanan dengan kepentingan pemegang saham sehingga timbul pertentangan diantara keduanya karena manajer dan pemegang saham sama-sama berusaha untuk memenuhi kepentingan masing-masing. Munculnya *agency conflict* mengakibatkan manajer bertindak tidak etis dan merugikan pemegang saham sehingga diperlukan mekanisme pengendalian atau pengawasan dalam perusahaan yang bertujuan mensetarakan perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham dengan harapan untuk mengurangi *agency problem* yang muncul antara manajer dan pemilik perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa meningkatnya kepemilikan manajerial dapat mengendalikan masalah keagenan.

Hasil penelitian Lumapow (2018) menyatakan meningkatnya kepemilikan manajerial berdampak negatif terhadap kebijakan utang. Isi teori agensi menyatakan untuk mengurangi *agency conflict* yaitu dengan cara meningkatkan kepemilikan manajerial. Dan peningkatan kepemilikan manajerial ini mengarah pada konvergensi antara manajer dan pemegang saham untuk mengurangi konflik keagenan. Ahmad et al. (2018) berpendapat bahwa sebagian besar perusahaan meningkatkan utang yang bertujuan untuk meningkatkan kinerja manajer mereka

sebagai pembiayaan utang untuk mengurangi biaya agensi. Sebagian besar perusahaan memilih menggunakan utang untuk meminimalkan biaya agensi, meningkatkan hak suara manajer dan kontrol atas perusahaan. Tingginya kepemilikan manajerial dalam perusahaan maka akan menurunkan utang. Kepemilikan manajerial dalam perusahaan dengan utang yang tinggi maka manajer cenderung memiliki risiko yang lebih tinggi dibanding pemilik perusahaan. Perusahaan dengan utang yang tinggi berakibat manajer akan kehilangan pekerjaannya dan perusahaan mengalami risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, manajer akan berusaha mengurangi utang untuk menghindari risiko kehilangan pekerjaan dan kekayaan dalam portofolio mereka (Vo & Nguyen, 2014). Sementara itu, saham besar yang dimiliki investor dapat membantu perusahaan untuk meningkatkan kemampuan perusahaan dalam melakukan pembayaran dengan biaya agensi yang sesuai (Quang & Xin, 2013).

Hasil serupa juga didukung penelitian oleh Shahzad dan Nazir (2017) yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan manajer harus menanggung tanggung jawab yang besar terhadap kekayaan perusahaan dimana diperlukan kerjasama yang baik antara manajer dan pemegang saham. Utang berfungsi sebagai pemantauan aktifitas manajemen. Kepemilikan manajerial dan utang memiliki mekanisme alternatif untuk menurunkan *agency cost*. Tingginya kepemilikan manajerial berarti perusahaan semakin disiplin dalam menggunakan utang. Oleh karena itu, kepemilikan manajerial yang tinggi dapat menurunkan kebijakan utang. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut :

$H_{2:}$ Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang

2.7.3 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan utang

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan sektor keuangan

lainnya (Tahir et al., 2020). Kepemilikan institusional mempunyai arti penting dalam memonitor perusahaan karena adanya kepemilikan institusional dapat terciptanya peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Tujuan *monitoring* ini untuk menjamin kemakmuran pemegang saham kepemilikan institusional sebagai pihak yang mengawasi manajer melalui investasi yang cukup besar di pasar modal.

Institutional ownership atau dikenal dengan kepemilikan institusional adalah salah satu struktur kepemilikan perusahaan. Terdapat keterkaitan antara kepemilikan institusional dengan utang yaitu pemegang saham memiliki peran dalam mengawasi manajemen perusahaan dan menetapkan kebijakan yang dilakukan oleh manajer perusahaan sehingga tingginya proporsi kepemilikan institusional dapat mempengaruhi kebijakan utang perusahaan (Safitri, 2017). Keberadaan investor institusional mempunyai peran penting dalam pasar keuangan dan berpengaruh terhadap tata kelola perusahaan. Dikarenakan kepemilikan institusional memiliki kemampuan yang baik dalam mengumpulkan dan memahami informasi mengenai kinerja perusahaan sehingga dapat menurunkan biaya agensi (Abobakr & Elgiziry, 2016). Dalam beberapa kasus lain menyebutkan bahwa investor institusi dapat bertindak sebagai sumber utang. Mereka dapat membantu mengambil keputusan strategis perusahaan dan menurunkan *agency cost* (Khan et al., 2015).

Hasil serupa juga didukung penelitian Hayat et al. (2018) yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Pemegang saham institusional memiliki kemampuan dan insentif untuk mengurangi oportunisme manajerial. Investor institusi akan melakukan pengamatan secara cermat perilaku manajemen karena mereka memiliki portofolio yang beragam daripada investor lainnya. Pada kondisi ini, akan dilakukan pemantauan langsung untuk setiap investasi dalam portofolio yang dapat meningkatkan biaya pemantauan. Pemegang saham institusional akan memilih menggunakan

utang sebagai alat pemantauan daripada pemantauan langsung. Berdasarkan uraian diatas, hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut :

H_3 : Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang

2.7.4 Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Utang

Kepemilikan keluarga adalah kepemilikan saham oleh keluarga pendiri atau generasi penerusnya. Pemegang saham dengan besarnya persentase kepemilikan saham yang besar mempunyai insentif yang berbeda dari pemegang saham yang terdiversifikasi (Shleifer & Vishny, 1986). Dalam hal ini, salah satu pemegang saham besar adalah keluarga pendiri yang memiliki insentif yang lebih kuat untuk memaksimumkan nilai perusahaan dan mengumpulkan informasi dan pemantauan manajer. Untuk investasi dan kelangsungan hidup perusahaan jangka panjang dapat mengurangi konflik antara kreditor dan pemilik keluarga. Adanya pengurangan biaya agensi antara kreditor dan keluarga dapat mengurangi biaya utang dan mendorong perusahaan keluarga lebih banyak menggunakan utang (Anderson & Reeb, 2003).

Dalam penelitian Baek, et al. (2016) menemukan hasil positif kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang. Kepemilikan keluarga tidak mau menggunakan pembiayaan ekuitas karena dapat mengurangi persentase kepemilikan keluarga. Perusahaan dengan kepemilikan keluarga yang tinggi akan cenderung menyukai utang karena dapat mengurangi risiko pengambilalihan yang berlawanan. Dengan biaya utang yang lebih rendah, keluarga pendiri lebih memilih menggunakan utang daripada tetap mempertahankan kepemilikan saham di perusahaannya. Dari beberapa struktur kepemilikan, kepemilikan keluarga adalah pemegang saham yang sahamnya mendominasi tetapi pendiri tidak ikut berpartisipasi dalam manajemen perusahaan sehingga dapat meningkatkan utang dan mendorong kreditor untuk lebih memperketat pengawasan serta mengurangi adanya potensi perilaku oportunistik oleh manajemen (Gonzalez, 2013). Dengan keterlibatan keluarga ini dapat membantu perusahaan

keluarga untuk mendapatkan utang dengan menjalin hubungan dan ikatan sosial antara anggota keluarga dengan pihak pemberi pinjaman (Gottardo, 2016). Dengan adanya keterlibatan keluarga dalam kepemilikan perusahaan dimana keluarga pendiri tidak menginginkan kehilangan kendali. Untuk mempertahankan kendali keluarga pendiri dapat bertindak selaku pemegang saham mayoritas atau pengendali (Kim & Sorensen, 1986).

Hasil serupa juga didukung penelitian Lukens (2016) yang menyatakan kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Kepemilikan keluarga yang tinggi mengharuskan keluarga pendiri melakukan pengawasan terhadap investasi yang dimilikinya dan tetap mengawasi manajemen yang bertujuan untuk mengurangi *agency conflict*. Dengan kepemilikan keluarga yang tinggi akan menciptakan efek substitusi dan tidak mau menggunakan utang. Oleh karena itu, kepemilikan keluarga meningkat karena keterlibatan keluarga di dalam perusahaan dapat meningkatkan kebijakan utang. Berdasarkan uraian diatas, hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut :

H_4 : Kepemilikan Keluarga berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang.

2.7.5 Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Utang Dimoderasi oleh Financial Constraints

Menurut Mertzanis (2016) *financial constraint* dapat memoderasi pengaruh kepemilikan asing terhadap kebijakan utang. Hal ini dibuktikan keberadaan kepemilikan asing dianggap penting di pasar negara berkembang karena kepemilikan asing dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Saham yang dimiliki oleh orang asing memiliki kemudahan dalam mengakses berbagai sumber pembiayaan eksternal seperti utang untuk memenuhi investasi perusahaan.

Dengan adanya kepemilikan asing di dalam perusahaan mereka memiliki kemudahan mengakses masuk ke keuangan untuk melakukan pendanaan langsung dengan mitra asing

dan tentunya tersedianya sumber keuangan asing yang lebih besar dan kemungkinan kecil terjadi risiko kebangkrutan karena perusahaan telah menerapkan standar kualitas internasional Kepemilikan asing adalah suatu alat yang tepat untuk mengukur kendala keuangan (*financial constraint*) suatu perusahaan di negara berkembang sehingga dengan kepemilikan asing yang tinggi dapat meningkatkan utang (Mertzanis, 2016). Penelitian yang dilakukan Sembenelli dan Schiantarelli (1996) menyatakan bahwa *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan asing terhadap kebijakan utang. Pada kenyataannya, anak perusahaan dari perusahaan multinasional akan lebih mudah menggunakan dana eksternal ketika arus kas menurun. Pergantian arus kas ini dilakukan karena tidak menunjukkan sensitivitas yang berlebihan terhadap arus kas dan kebijakan utang dalam keputusan investasi. Berdasarkan uraian di atas, hipostesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H_5 : *Financial Constraints* memoderasi pengaruh kepemilikan asing terhadap kebijakan utang.

2.7.6 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Dimoderasi oleh *Financial Constraints*

Menurut Luo, et al. (2018) *financial constraint* dapat memoderasi pengaruh kepemilikan manajemen terhadap kebijakan utang. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan adanya kepemilikan manajemen yang besar maka kemungkinan besar terjadinya masalah agensi yaitu perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Dengan kepemilikan manajemen yang besar tentunya perusahaan akan menggunakan pembiayaan eksternal seperti utang untuk membiayai investasi perusahaan.

Perusahaan yang menggunakan pembiayaan eksternal akan sering menghadapi kendala keuangan (*financial constraints*). Hal ini dapat dibuktikan beberapa perusahaan memiliki kekuatan manajemen yang besar sering menghadapi masalah agensi antara

pemegang saham dan manajemen. Dengan kekuatan manajemen yang besar cenderung banyak perusahaan menggunakan proporsi utang yang rendah atau mendekati nol. Perusahaan dengan proporsi utang yang sedikit memiliki alasan bahwa perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi dan sumber dana yang mencukupi untuk memenuhi investasi perusahaan sehingga perusahaan kemungkinan kecil menggunakan utang (Luo, et al., 2018). Penelitian yang dilakukan Munir et al. (2017) menyatakan bahwa *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang. Perusahaan menggunakan lebih banyak utang dan sewa operasi apabila indeks kekuatan CEO di bawah ambang batas tertentu. Apabila kekuatan CEO telah melampaui batas maka tindakan CEO cenderung akan memanipulasi struktur modal demi kepentingan pribadinya sehingga memungkinkan perusahaan sedikit menggunakan utang dan sewa operasi. Berdasarkan uraian di atas, hipostesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H_6 : *Financial Constraints* memoderasi pengaruh kepemilikan manajemen terhadap kebijakan utang

2.7.7 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Utang Dimoderasi oleh *Financial Constraints*

Menurut Alvarez et al. (2016) *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Hal ini dibuktikan bahwa terdapat keterkaitan antara investor institusional dan kendala keuangan (*financial constraint*). Investor institusional dapat melakukan pemantauan mengenai kebijakan keuangan perusahaan. Dalam hal ini pemantauan tersebut dibutuhkan biaya pemantauan yang tinggi karena adanya portofolio mereka yang beragam.

Investor institusional dapat dianggap sebagai *blockholder* karena para investor memiliki proporsi kepemilikan saham terbesar di perusahaan yang dapat melakukan

pemantauan langsung yang bertujuan untuk mengurangi biaya agensi (Alvarez, 2016). Penelitian yang dilakukan La Porta et al. (2002), Leuz et al. (2003) dan Nenova (2003) menyatakan bahwa *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Pasar mengharapkan kehadiran investor institusional dapat mempengaruhi mekanisme *corporate governance* dan mengurangi kendala keuangan karena proporsi kepemilikan saham yang tinggi. Artinya, investor institusional memiliki motif manfaat privat kontrol, likuiditas saham dan perlindungan yang rendah bagi investor. Apabila orang yang terlibat dalam keputusan menunjukkan lemahnya dalam pemantauan sehingga dapat merusak nilai perusahaan (investasi yang berlebihan atau kurangnya investasi). Oleh karena itu, kepemilikan institusional akan cenderung dapat mengurangi kendala keuangan dan meningkatkan utang perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, hipostesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H_7 : *Financial Constraints* memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang.

2.7.8 Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Utang Dimoderasi oleh *Financial Constraints*

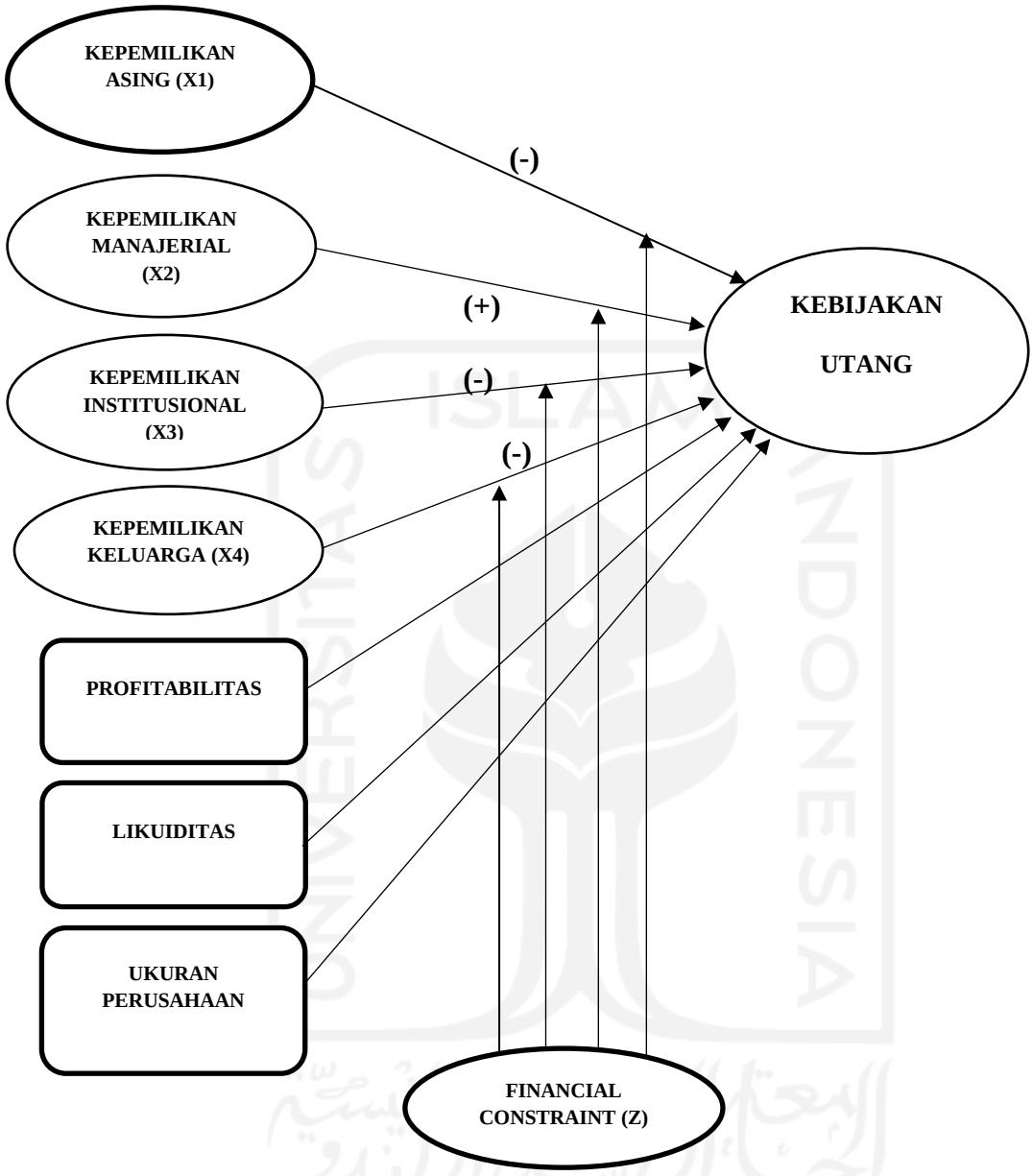
Menurut Peruzzi (2017) *financial constraint* dapat memoderasi pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang. Hal ini dibuktikan kepemilikan keluarga sering dihadapkan kendala keuangan (*financial constraint*) yang lebih besar yang dikarenakan adanya konsentrasi kepemilikan yang tinggi. Walaupun kepemilikan keluarga sering dijumpai masalah agensi antara pemilik dan manajer yang dapat menciptakan konflik di dalam hubungan antara pemegang saham pengendali dan minoritas khususnya ketika kepemilikan terkonsentrasi.

Dengan kepemilikan saham yang besar dari hak arus kas, kepemilikan keluarga mempunyai kekuatan dan insentif untuk mengalihkan sumber daya keluar dari perusahaan dengan merugikan pemegang saham dan perusahaan tidak memperoleh keuntungan. Oleh karena itu, kepemilikan keluarga akan cenderung meningkatkan investasi arus kas dan mengurangi pembiayaan eksternal (Peruzzi, 2017). Penelitian yang dilakukan Pindado et al. (2011) menyatakan bahwa *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang. Perusahaan keluarga dengan sensitivitas arus kas investasi yang rendah disebabkan karena tidak ada mekanisme pengendali dan anggota keluarganya berada di posisi pucak manajemen. Keberadaan keluarga dalam perusahaan memiliki fleksibilitas untuk mengelola kredit di dalam pasar modal dan mempengaruhi pengambilan keputusan. Dengan adanya kontrol keluarga sebagai mekanisme *corporate governance* yang bertujuan untuk mengurangi kendala keuangan dan masalah arus kas bebas. Berdasarkan uraian di atas, hipostesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H_8 : *Financial Constraint* memoderasi pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang.

2.8 Kerangka Konsep Penelitian

Variabel Independen **Variabel Dependen**



Variabel Moderasi

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2019. Sedangkan metode pengambilan sampel yang digunakan adalah dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Teknik *purposive sampling* adalah teknik pengampilan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang disesuaikan dengan tujuan penelitian (Chooper & Schindler, 2017). Berikut ini beberapa pertimbangan atau kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian, yaitu :

1. Perusahaan yang tidak termasuk dalam sektor keuangan.
2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan tahun 2015-2019.
3. Tidak memasukkan perusahaan yang melakukan IPO (*Initial Public Offering*) dan bangkrut antara tahun 2015-2019.
4. Perusahaan minimal berusia 4 tahun.

Sehingga setelah dilakukan pengambilan sampel dengan beberapa kriteria tersebut didapat sampel penelitian yang berjumlah 257 perusahaan. Adapun nama-nama perusahaan yang dijadikan sampel dapat dilihat pada lampiran.

3.2. Jenis Data dan Sumber Data

Dalam penelitian menggunakan data yang berasal dari laporan keuangan tahunanperusahaan dari tahun 2015-2019. Tipe data penelitian yaitu data panel (*pooled data*). Data panel (*pooled data*) adalah gabungan data *time series* dan *cross section*. Data tersebut dapat diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui situs *www.idx.co.id* atau website resmi perusahaan.

3.3. Definisi Operasional dan Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini, variabel yang digunakan sebagai berikut :

Variabel Dependen

3.3.1 Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan tindakan manajemen perusahaan dalam rangka mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari utang. Utang diproksikan oleh *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Debt to Asset Ratio* (DAR). *Debt to Equity Ratio* (DER) yaitu perbandingan total utang dengan modal sendiri. Artinya, seberapa banyak modal perusahaan didanai dengan total utang (Lumapow, 2018). *Debt to Asset Ratio* (DAR) yaitu perbandingan total utang dengan total aset. Artinya, seberapa banyak aset perusahaan didanai dengan total utang (Husna et al., 2019).

$$Utang\ (DER) = \frac{Total\ Utang}{Modal\ Sendiri}$$

$$Utang\ (DAR) = \frac{Total\ Utang}{Total\ Aset}$$

Variabel Independen

3.3.2. Kepemilikan Asing

Kepemilikan asing adalah persentase kepemilikan saham perusahaan oleh investor individu dan perusahaan asing. Kepemilikan asing diproksikan oleh perbandingan jumlah saham yang dimiliki asing dengan jumlah saham yang beredar (Ahmad et al., 2018).

$$Kepemilikan\ Asing\ (FOR) = \frac{jumlah\ saham\ yg\ dimiliki\ asing}{jumlah\ saham\ yg\ beredar}$$

3.3.3. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah persentase kepemilikan saham oleh manajer yang ikut berperan aktif dalam menjalankan perusahaan. Kepemilikan manajerial diproksikan oleh

perbandingan jumlah saham yang dimiliki manajer dengan jumlah sahamyang beredar (Lumapow, 2018).

$$Kepemilikan\ Manajerial\ (MAN) = \frac{jumlah\ saham\ yg\ dimiliki\ manajemen}{jumlah\ saham\ yg\ beredar}$$

3.3.4. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan sektor keuangan lainnya. Kepemilikan institusional diproksikan oleh perbandingan jumlah saham yang dimiliki institusi dengan jumlah saham yang beredar (Tahir et al., 2020).

$$Kepemilikan\ Institusional\ (INST) = \frac{jumlah\ saham\ yg\ dimiliki\ institusi}{jumlah\ saham\ yg\ beredar}$$

3.3.5. Kepemilikan Keluarga

Kepemilikan keluarga adalah kepemilikan saham oleh keluarga pendiri atau generasi penerusnya. Kepemilikan keluarga diproksikan oleh perbandingan jumlah saham keluarga dengan jumlah saham yang beredar (Lukens, 2016).

$$Kepemilikan\ Keluarga\ (FAM) = \frac{jumlah\ saham\ yg\ dimiliki\ keluarga}{jumlah\ saham\ yg\ beredar}$$

Variabel Moderasi

Variabel moderasi adalah sebuah variabel yang memberikan pengaruh (memperlemah dan memperkuat) hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Fungsi variabel moderasi adalah sebagai perantara antara variabel independen dengan variabel dependen (Chooper & Schindler, 2017). Dalam penelitian ini, variabel moderasi yang digunakan adalah *financial constraint. Financial constraint* berfungsi sebagai memoderasi pengaruh kepemilikan asing, manajerial, institusional dan keluarga terhadap kebijakan utang. Dengan demikian, keberadaan*financial constraint* ini apakah kepemilikan

asing, manajerial, institusional dan keluarga hasil penelitian menunjukkan makin signifikan atau tidak terhadap kebijakan utang.

3.3.6 Financial Constraints

Financial constraints menggunakan indeks SA (*Scale-Age*) yang bertujuan untuk mengukur kendala keuangan dengan mempertimbangkan karakteristik perusahaan. Kendala keuangan perusahaan berkurang apabila ukuran perusahaan lebih besar dan bisnis perusahaan memiliki periode operasi yang lebih lama. *Financial constraint* diukur dengan skala dan usia perusahaan (Hadlock & Pierce, 2010).

$$Financial\ Constraint\ (FC) = (-0.737TA) + (0.043TA2) - (0.040LENGTH)$$

Keterangan : TA = Total Aset

LENGTH = Lamanya perusahaan beroperasi

Variabel Kontrol

3.3.7 Profitabilitas

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan mendapatkan laba dalam periode tertentu. Profitabilitas diukur dengan menggunakan perbandingan *Earning After Tax* (EAT) terhadap total aset (Viriya, 2017).

$$Profitabilitas\ (PROF) = \frac{Earning\ After\ Tax}{Total\ aset}$$

3.3.8 Likuiditas

Likuiditas menunjukkan seberapa kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansial jangka pendek. Likuiditas diukur menggunakan perbandingan aktiva lancar dengan kewajiban lancar (Dewiningrat et al., 2018).

$$Likuiditas\ (CR) = \frac{Aktiva\ Lancar}{Kewajiban\ Lancar}$$

3.3.9 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah salah satu faktor keberhasilan perusahaan. Perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih besar dianggap mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya**.** Ukuran perusahaan diukur menggunakan perbandingan Ln (Log Natural) dengan total nilai total aset (Oktaviantari, 2019).

$$Ukuran\ Perusahaan\ (SIZE) = Ln\ (total\ aset)$$

3.4 Teknik Analisis Data

3.4.1 Analisis Statistik Dekriptif

Analisis statistik deskriptif adalah sebuah analisis data dengan menyajikan beberapa statistik seperti mean, median, nilai rata-rata, nilai minimum, nilai maksimum, varians, dan standar deviasi. Tujuan analisis statistik deskriptif adalah untuk mengetahui karaktersitik data yang disesuaikan dengan sampel atau populasi.

3.4.2 Model Regresi Data Panel

Model yang digunakan pada penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda adalah sebuah analisis untuk mengetahui variabel bebas (independen) yang jumlahnya dua atau lebih dengan variabel moderasi sebagai perantara untuk mempengaruhi dua variabel terikat (dependen). Tujuan dari analisis regresi data panel digunakan untuk mengukur hubungan antara dua variabel atau lebih dari variabel Y (dependen) dengan variabel X (independen) dengan satu variabel Z (moderasi). Pada penelitian ini menggunakan persamaan regresi data panel sebagai berikut :

$$DER_{it} = \alpha + \beta 1FOR_{it} + \beta 2MAN_{it} + \beta 3INST_{it} + \beta 4FAM_{it} + \beta 5FOR.FC_{it} + \beta 6MAN.FC_{it} + \beta 7INST.FC_{it} + \beta 8FAM.FC_{it} + \beta 9ROA + \beta 10CR + \beta 11SIZE + \varepsilon$$

dimana i = 1,2,.....N; t = 1,2....,T

Keterangan : DER = Kebijakan Utang
FOR = Kepemilikan Asing
MAN = Kepemilikan Manajerial
INST = Kepemilikan Institusional
FAM = Kepemilikan Keluarga
PROF = Profitabilitas
CR = Likuiditas
SIZE = Ukuran Perusahaan
FC = *Financial Constraint*
α = Alpha
β = Beta
ε = Standard error
it = Perusahaan ke-i dan tahun ke-t

Sedangkan data panel merupakan sebuah data yang terbentuk dari gabungan data *time series* dan *cross section.* Terdapat beberapa model persamaan yang digunakan untuk mengestimasi data, yaitu :

3.4.2.1 Model *Common Effect*

Model *common effect* adalah model sederhana untuk mengestimasi parameter data panel dengan cara menggabungkan data *time series* dan *cross section.* Penggabungan data tersebut tanpa memperhatikan perbedaan antar waktu dan individu. Menurut model ini, terdapat asumsi bahwa perilaku data antar perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. Artinya, tidak memperatorikan dimensi individu maupun waktu (Widarjono, 2013). Model ini sama dengan model *Ordinary Least Square* (OLS).

3.4.2.2 Model *Fixed Effect*

Model *fixed effect* adalah sebuah teknik mengestimasi data panel dengan menggunakan variabel dummy yang bertujuan untuk menangkap perbedaan intersep. Dengan adanya *fixed effect* ini didasarkan karena perbedaan intersep antara perusahaan. Jika ditemukan terdapat kesamaan intersep antar waktu dan model itu berarti terdapat koefisien regresi (*slope*) tetap antar perusahaan dan antar waktu. Menurut model ini juga dijelaskan bahwa dengan menggunakan variabel dummy dapat menerangkan perbedaan intersep (Widarjono, 2013). Jadi, model ini menyatakan dengan slope tetap sama tetapi terdapat perbedaan intersep setiap individunya.

3.4.2.3 Model *Random Effect*

Tujuan memasukkan variabel dummy dalam model *fixed effect*untuk mewakili ketidaktahuan tentang model yang sebenarnya dengan konsekuensi berkurangnya derajat kebebasan yang dapat mengurangi efisiensi parameter. Permasalahan ini dapat diatasi dengan metode *random effect* atau metode gangguan. Model *random effect* digunakan untuk mengestimasi data panel dimana terdapat variabel gangguan yang saling berhubungan antar individu dan waktu. Model ini dapat membantu mengambil sampel dari sampel secara acak dan sampel yang dipilih dapat mewakili dari populasi. Model ini menyatakan bahwa setiap perusahaan terdapat perbedaan intersep (Widarjono, 2013).

3.4.3 Estimasi Regresi Data Panel

Untuk menentukan model penelitian yang terbaik kita dapat melakukan tiga pengujian, yaitu :

3.4.3.1 Uji Chow

Uji chow untuk mengetahui model yang terbaik antara *Fixed Effect* daripada *Common Effect* dengan memperhatikan *residual sum of squares* (RSS). Untuk mencari formula dapat ditentukan dengan nilai F (Widarjono, 2013).

$$F = \frac{(RSS1 - RSS2)/m}{(RSS2)/(n-k)}$$

Keterangan :

RSS1 = *residual sum of squares* model *Common Effect*

RSS2 = *residual sum of squares* model *Fixed Effect*

M = adanya pembatasan dalam model tanpa variabel dummy

n- k = jumlah pembatasan (*restriction*) di dalam model tanpa variabel dummy

H_0 menunjukkan adanya intersep yang sama. Apabila hasil perhitungan menunjukkan uji F > F (k-1, n-k) itu berarti H_0 ditolak. Artinya, semua unit *cross section* memiliki intersepnya tidak sama. Jadi, dapat diambil kesimpulan model *fixed effect* lebih tepat digunakan untuk mengestimasi persamaan regresi dibanding *common effect* (Widarjono, 2013).

3.4.3.2 Uji Hausman

Uji hausman bertujuan untuk membandingkan atau memilih mana model yang terbaik antara *Fixed Effect* atau *Random Effect.* Uji hausman didasarkan pada ide atau gagasan bahwa model GLS dan OLS konsisten tetapi OLS tidak efisien dalam H_0. Uji Hausman juga mengikuti distribusi statistik *chi square* dengan tingkat kebebasan (*degree of freedom*)sebanyak k. K adalah seberapa banyak jumlah variabel independen. Apabila nilai statistik Hausman lebih besar daripada nilai kritis maka model *fixed effect* adalah model yang

terbaik. Sebaliknya, nilai statistik Hausman lebih kecil daripada nilai kritis maka model *random effect* adalah model yang terbaik (Widarjono, 2013).

3.4.4 Koefisien Determinasi (*R Square*)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa baik regresi yang dimiliki oleh peneliti. Seberapa baik variabel independen menjelaskan variabel dependen dalam penelitian tersebut. Nilai *R Square* kecil berarti seberapa baik kemampuan variabel independen menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Jika nilai itu mendekati angka 1 berarti kemampuan variabel-variabel independen sangat baik. Artinya, variabel independen memberikan hampir seluruh informasi yang dibutuhkan untuk menjelaskan variabel dependen (Ghozali, 2011).

3.5 Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis adalah menguji benar atau tidaknya suatu pernyataan secara statistik dan mengambil kesimpulan apakah menerima atau menolak dengan menetapkan dasar tujuan serta dilengkapi dengan bukti-bukti berupa data yang digunakan untuk mengambil keputusan yaitu menerima atau menolak kebenaran dari sebuah asumsi atau pernyataan yang telah ditetapkan. Terdapat dua uji hipotesis yaitu uji T (secara parsial) dan uji F (secara simultan).

a. Pengujian Secara Parsial (Uji T)

Uji T digunakan untuk menguji seberapa besar pengaruh dari semua variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Hipotesis ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Utang

- H0 : $\beta 1 = 0$, artinya Kepemilikan Asing tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.

- Ha : $\beta 1 < 0$, artinya Kepemilikan Asing berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Utang.

2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang

- H0 : $\beta 2 = 0$, artinya Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.

- Ha : $\beta 2 < 0$, artinya Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Utang.

3. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang

- H0 : $\beta 3 = 0$, artinya Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.

- Ha : $\beta 3 > 0$, artinya Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap Kebijakan Utang.

4. Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Utang

- H0 : $\beta 4 = 0$, artinya Kepemilikan Keluarga tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.

- Ha : $\beta 4 > 0$, artinya Kepemilikan Keluarga berpengaruh positif terhadap Kebijakan Utang.

5. Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*

- H0 : $\beta 5 = 0$, artinya Kepemilikan Asing tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*

- Ha : $\beta 5 > 0$, artinya Kepemilikan Asing berpengaruh terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*

6. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*

- H0 : β6 = 0, artinya Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*

- Ha : β6 > 0, artinya Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*

7. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*

- H0 : β7 = 0, artinya Kepemilikan Intitusional tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*

- Ha : β7 > 0, artinya Kepemilikan Institusiona berpengaruh terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*

8. Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*

- H0 : β8 = 0, artinya Kepemilikan Keluarga tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*

- Ha : β8 > 0, artinya Kepemilikan Keluarga berpengaruh terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*

b. Pengujian Secara Simultan (Uji F)

Uji F digunakan untuk menguji seberapa pengaruh dari semua variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen. Hipotesis ini dirumuskan sebagai berikut :

- H0 : β1 = β2 = β3 = β4 = 0, artinya Kepemilikan Asing, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Keluarga secara simultan tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.

- H0 : β5 = β6 = β7 = β8 = 0, artinya Kepemilikan Asing, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Keluarga secara simultan tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraint*
- H0 : β1 ≠ β2 ≠ β3 ≠ β4 ≠ 0, artinya Kepemilikan Asing, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Keluarga secara simultan berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.
- H0 : β5 = β6 = β7 = β8 = 0, artinya Kepemilikan Asing, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Keluarga secara simultan tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraints*.

Pengambilan keputusan dengan menggunakan uji F berdasarkan nilai signifikansi hasil output STATA, yaitu :

- Nilai signifikansi ≤ 0.05 maka H0 ditolak, artinya Kepemilikan Asing, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Keluarga secara simultan berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.
- Nilai signifikansi ≥ 0,05 maka H0 diterima, artinya Kepemilikan Asing, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Keluarga secara simultan tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.

3.6 Ringkasan Definisi Operasional

No	Definisi Operasional	Alat Pengukuran	Referensi
1.	Kebijakan Utang	$Hutang\ (DER) = \frac{Total\ Utang}{Modal\ Sendiri}$	Lumapow (2018)
2.	Kebijakan Utang	$Hutang\ (DAR) = \frac{Total\ Utang}{Total\ Aset}$	Husna et al. (2019)

3.	Kepemilikan Asing	$Kepemilikan\ Asing\ (FOR)$ $= \frac{jumlah\ saham\ yg\ dimiliki\ asing}{jumlah\ saham\ yg\ beredar}$	Ahmad et al. (2018)
4.	Kepemilikan Manajerial	$Kepemilikan\ Manajerial\ (MAN)$ $= \frac{jumlah\ saham\ yg\ dimiliki\ manajemen}{jumlah\ saham\ yg\ beredar}$	Lumapow (2018)
5	Kepemilikan Institusional	$Kepemilikan\ Institusional\ (INST)$ $= \frac{jumlah\ saham\ yg\ dimiliki\ institusi}{jumlah\ saham\ yg\ beredar}$	Tahir et al. (2020)
6	Kepemilikan Keluarga	$Kepemilikan\ Keluarga\ (FAM)$ $= \frac{jumlah\ saham\ yg\ dimiliki\ keluarga}{jumlah\ saham\ yg\ beredar}$	Lukens (2016)
7	Financial Constraints	$Financial\ Constraint\ (FC)$ $= (-0.737TA) + (0.043TA2) - (0.040LENGTH)$	Hadlock dan Pierce (2010)
8	Profitabilitas	$Profitabilitas\ (PROF)$ $= \frac{Earning\ After\ Tax}{Total\ aset}$	Viriya (2017)
9	Likuiditas	$Likuiditas\ (CR)$ $= \frac{Aktiva\ Lancar}{Kewajiban\ Lancar}$	Dewiningrat et al. (2018)
10	Ukuran Perusahaan	$Ukuran\ Perusahaan\ (SIZE)$ $= Ln\ (total\ aset)$	Oktaviantari (2019)

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang dengan *financial constraint* sebagai variabel moderasi. Sampel penelitian berjumlah 257 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji deskriptif statistik, uji korelasi, uji asumsi klasik dan uji hipotesis. Pengujian hipotesis terbagi menjadi dua yaitu uji t dan uji F. Uji hipotesis bertujuan untuk menguji apakah pernyataan terbukti atau tidaknya berdasarkan data kemudian diputuskan menerima atau menolak suatu pernyataan agar peneliti dapat menarik kesimpulan.

4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 4.1

Uji Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Std.Dev	Min	Max
Debt to Equity Ratio	1.285	1.185839	1.878083	-2.9873	2.2903
Debt to Asset Ratio	1.285	0.5341781	0.4994413	0	4.1159
Kepemilikan Asing	1.285	0.0007164	0.0027111	0	0.0236
Kepemilikan Manajerial	1.285	0.0332505	0.1123757	0	0.7001
Kepemilikan Institusional	1.285	0.1270252	0.2367059	0	0.9831
Kepemilikan Keluarga	1.285	0.0349679	0.1173844	0	0.8047
Dummy Financial Constraints	1.285	0.9922179	0.0879065	0	1
Return On Asset	1.285	0.042799	0.15173	-0.5556	0.9346
Current Ratio	1.285	5.202369	15.28115	0.0165	5.6964
Ukuran Perusahaan	1.285	14.97511	1.597935	11.3095	18.4181

(Data diolah, 2020)

Variabel *debt to equity ratio* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 1,185x. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki rata-rata rasio utang dan modal sendiri sebesar 1,185x. Diperoleh pula nilai minimum sebesar -2,987% dan nilai maksimum sebesar 2,29% di sektor non keuangan. Artinya, perusahaan terlalu banyak menggunakan utang sebesar -

2,987% dan perusahaan banyak menggunakan utang sebesar 2,29%. Selanjutnya didapatkan hasil nilai standar deviasi sebesar 1,878x dimana nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan -tingginya penyimpangan data atau penyebaran data.

Variabel *debt to assets ratio* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,534x. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki rata-rata rasio utang dan total aset sebesar 0,534x. Diperoleh pula nilai minimum sebesar 0,0387% dan nilai maksimum sebesar 4,11%. Artinya, perusahaan sedikit menggunakan utang sebesar 0,534% dan perusahaan banyak menggunakan utang sebesar 4,11% di sektor non keuangan. Selanjutnya, didapatkan hasil nilai standar deviasi sebesar 0,499x dimana nilai standar lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan rendahnya penyimpangan data atau penyebaran data.

Variabel kepemilikan asing menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,0007x. Hal ini menunjukkan kepemilikan saham oleh investor asing rata-rata sebesar 0,0007x. Diperoleh pula nilai minimum sebesar 0% dan nilai maksimum sebesar 0%. Artinya, besarnya persentase kepemilikan saham oleh investor asing minimal sebesar 0% dan maksimal sebesar 0,236% di sektor non keuangan. Selanjutnya, didapatkan hasil nilai standar deviasi sebesar 0,0027x. Hal ini menunjukkan tingginya penyimpangan data atau penyebaran data.

Variabel kepemilikan manajerial menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,033x. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajer rata-rata sebesar 0,033x. Diperoleh pula nilai minimum sebesar 0% dan nilai maksimal sebesar 0,70%. Artinya, besarnya persentase kepemilikan saham oleh manajer minimal sebesar 0% dan maksimal sebesar 0,70% di sektor non keuangan. Selanjutnya, didapatkan hasil nilai standar deviasi sebesar 0,112x. Hal ini menunjukkan tingginya penyimpangan data atau penyebaran data.

Variabel kepemilikan institusional menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,127x. Hal ini menunjukkan kepemilikan saham oleh investor institusi rata-rata sebesar 0,127x. Diperoleh

pula nilai minimum sebesar 0% dan maksimal sebesar 0,98%. Artinya, besarnya persentase kepemilikan saham oleh investor institusi minimal sebesar 0% dan maksimal sebesar 0,98% di sektor non keuangan. Selanjutnya, didapatkan hasil nilai standar deviasi sebesar 0,237x dimana nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan tingginya penyimpangan data atau penyebaran data.

Variabel kepemilikan keluarga menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,035x. Hal ini menunjukkan kepemilikan saham oleh keluarga atau pendiri perusahaan rata-rata sebesar 0,035x. Diperoleh pula nilai minimum sebesar 0% dan maksimal sebesar 0,80% di sektor non keuangan. Artinya, besarnya persentase kepemilikan saham oleh keluarga atau pendiri perusahaan minimal sebesar 0% dan maksimal sebesar 0,80% di sektor non keuangan. Selanjutnya, didapatkan hasil nilai standar deviasi sebesar 0,117x dimana nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan tingginya penyimpangan data atau penyebaran data.

Variabel *financial constraints* menunjukkan nilai rata rata sebesar 0,498x. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mengalami kendala keuangan rata-rata sebesar 0,498x. Diperoleh nilai minimum sebesar 0% dan nilai maksimum sebesar 1%. Artinya, perusahaan tidak mengalami kendala keuangan sebesar 0% dan perusahaan yang mengalami kendala keuangan sebesar 1% di sektor non keuangan. Selanjutnya, didapatkan hasil nilai standar deviasi sebesar 0,50x dimana nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan tingginya penyimpangan data atau penyebaran data.

Variabel *return on asset* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,043x. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dalam memperoleh keuntungan rata-rata sebesar 0,043x. Diperoleh pula nilai minimum sebesar -0,056% dan nilai maksimum sebesar 0,93%. Artinya, perusahaaan memperoleh keuntungan minimal sebesar -0,056% dan maksimal sebesar 0,93%

di sektor non-keuangan. Selanjutnya, didapatkan hasil nilai standar deviasi sebesar 0,15x dimana nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan tingginya penyimpangan data atau penyebaran data.

Variabel *current ratio* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 5,20x. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansial jangka pendek rata-rata sebesar 5,22x. Diperoleh pula nilai minimum sebesar 0,0165% dan nilai maksimum sebesar 5,69%. Artinya, kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansial jangka pendek minimal 0,0165% dan maksimal sebesar 5,69% di sektor non keuangan. Selanjutnya, didapatkan hasil nilai standar deviasi sebesar 15,28x dimana nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan tingginya penyimpangan data atau penyebaran data.

Variabel ukuran perusahaan menunjukkan nilai rata-rata sebesar log 14,98x. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan rata-rata sebesar log 14,84x. Diperoleh pula nilai minimum sebesar log 11,31% dan nilai maksimum sebesar log 18,42%. Artinya, ukuran perusahaan minimal sebesar log 11,31% dan maksimal sebesar log 18,42% di sektor non keuangan. Selanjutnya, didapatkan hasil nilai standar deviasi sebesar log 1,60x dimana nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan rendahnya penyimpangan data atau penyebaran data.

4.2 Uji Korelasi

Tabel 4.2

Uji Korelasi

	Debt to Equity Ratio	Debt to Asset Ratio	Foreign Ownership	Managerial Ownership	Institutional Ownership	Family Ownership	Financial Constraints	Return On Asset	Current Ratio	Size
Debt toEquity Ratio	1000									
Debt toAsset Ratio	0.1560	1000								
Foreign Ownership	0.1037	-0.0010	1000							
Managerial Ownership	0.1129	-0.0343	0.0387	1000						
Institutional Ownership	0.0401	-0.0622	-0.0762	-0.0490	1000					
Family Ownership	0.0412	-0.0339	-0.0292	0.2216	-0.0451	1000				
Financial Constraints	-0.0653	0.0175	0.0139	0.0002	-0.0252	0.0164	1000			
Return On Asset	-0.0678	-0.0362	-0.0191	-0.0332	0.0147	-0.0346	-0.0712	1000		
Current Ratio	-0.0799	-0.1407	-0.0233	-0.0179	-0.0244	0.0007	0.0208	-0.0200	1000	
Size	0.1229	-0.0724	-0.0812	-0.1034	0.0479	-0.1028	-0.1886	0.707	-0.0609	1000

(Data diolah, 2020)

Berdasarkan hasil olah data pada tabel 4.2, dapat diketahui pada kolom VII *financial constraints* dan ukuran perusahaan memiliki tingkat hubungan negatif lemah sebesar -0,1886, kolom V variabel kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan memiliki tingkat hubungan positif sedang sebesar 0,0479, kolom IV variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan keluarga memiliki tingkat hubungan positif kuat sebesar 0,2216.

4.3 Uji Asumsi Klasik

4.3.1 Uji Multikolonieritas

Dalam penelitian ini, uji multikolinieritas menggunakan nilai *tolerance/*(1/VIF) dan VIF (*tolerance and value inflation factor*) sebagai tolok ukur multikolinieritas. Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 4.3 sebagai berikut :

Tabel 4.3

Uji Multikolinieritas

Variabel	VIF	1/VIF
Return On Asset	2.09	0.479543
Ukuran Perusahaan	1.08	0.927411
Financial Constraint	1.05	0.950362
Kepemilikan Manajerial	1.04	0.964264
Kepemilikan Keluarga	1.03	0.971465
Current Ratio	1.01	0.993053
Kepemilikan Asing	1.00	0.997436
Kepemilikan Institusional	1.00	0.999254
Mean VIF	1.27	

(Data diolah, 2020)

Data dikatakan terbebas dari multikolinieritas jika nilai tolerance (1/VIF) lebih dari 0,10 dan nilai VIF kurang dari 10. Bardasarkan hasil uji diatas menunjukkan bahwa model regresi terbebas dari multikolinieritas karena nilai *tolerance/*(1/VIF) tidak kurang dari 0,10 dan nilai VIF tidak lebih dari 10. Oleh karena itu, dapat ditarik kesimpulan bahwa hasil tersebut terbebas dari multikolinieritas untuk masing-masing variabel.

4.3.2 Uji Heterokedastisitas

Dalam penelitian ini, uji heterokedastisitas menggunakan *Generalized Least Square* (GLS) *regression* untuk mengetahui ada atau tidaknya heterokedastisitas yang dapat dilihat dari nilai signifikansi uji Wald lebih dari 0,05. Adapun, perbaikan model di dalam uji heterokedastisitas dengan menggunakan *Generalized Least Square* (GLS) *regression* dapat dilihat pada tabel 4.4 dan 4.5 sebagai berikut :

Tabel 4.4

Uji Heterokedastisitas

Coeffiecient : Generalized Least Square	**Number of obs = 1.285**
Panel : homokedastic	**Number of groups = 257**
	Time periods = 5

Correlation : no autocorrelation			**Wal chi2 (8) = 79.26** **Prob > chi2 = 0.0000**			
Debt to Equity Ratio	**Coef**	**Std. Error**	**Z**	**P>z**	**(95% Conf. Interval)**	
Kepemilikan Asing	78.1168	18.9063	4.13	0.000	41.06114	115.1725
Kepemilikan Manajerial	1.903983	0.4665811	4.08	0.000	0.9895012	2.818465
Kepemilikan Institusional	0.3774365	0.2160577	1.75	0.081	-0.0460287	.8009017
Kepemilikan Keluarga	0.5393115	.4465858	1.21	0.227	-0.3359805	1.414604
Dummy Financial Constraint	-0.9439212	0.5902598	-1.60	0.110	-2.100809	0.2129667
Return On Asset	-.9356876	0.3368376	-2.78	0.005	1.595877	-.275498
Current Ratio	-0.0081403	0.0033375	-2.44	0.015	-0.0146816	0.0015989
Ukuran Perusahaan	0.1621738	0.0329141	4.93	0.000	0.0976634	0.2266842
Cons	-0.4098362	0.8374025	-0.49	0.625	-2.051115	1.231443

(Data diolah, 2020)

Data dapat dikatakan terbebas dari heterokedastisitas jika nilai uji Wald-nya lebih dari 0,05. Berdasarkan uji Wald telah dibuktikan bahwa variabel penjelas dalam model sudah signifikan sebesar 79,26%. Untuk variabel kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, *financial constraints, return on asset*, *current asset*, ukuran perusahaan memiliki nilai signifikansi lebih dari 0,05 sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa model regresi terbebas dari heterokedastisitas.

Tabel 4.5

Uji Heterokedastisitas

Coeffiecient : Generalized Least Square **Panel : homokedastic** **Correlation : no autocorrelation**			**Number of obs = 1.285** **Number of groups = 257** **Time periods = 5** **Wal chi2 (8) = 47.00** **Prob > chi2 = 0.000**			
Debt to Asset Ratio	**Coef**	**Std. Error**	**Z**	**P>z**	**(95% Conf. Interval)**	
Kepemilikan	-3.07468	5.088297	-0.60	0.546	-13.04756	6.898199

Asing						
Kepemilikan Manajerial	-0.1827029	0.1255721	-1.45	0.146	-0.4288197	0.0634138
Kepemilikan Institusional	-0.1397217	0.0581481	-2.40	0.016	-.2536899	-0.0257535
Kepemilikan Keluarga	-0.162325	0.1201907	-1.35	0.177	-0.3978945	0.0732444
Dummy Financial Constraint	0.0070286	.158858	0.04	0.965	-0.3043274	0.3183846
Return On Asset	-0.1154751	0.0906539	-1.27	0.203	-0.2931536	0.0622033
Current Ratio	-0.004879	0.0008982	-5.43	0.000	-0.0066395	-0.0031186
Ukuran Perusahaan	-0.0266006	0.0088582	-3.00	0.003	-0.0439624	-0.0092387
Cons	0.9875775	0.2253721	4.38	0.000	0.5458562	1.429299

(Data diolah, 2020)

Data dapat dikatakan terbebas dari heterokedastisitas jika nilai uji Wald-nya lebih dari 0,05. Berdasarkan uji Wald telah dibuktikan bahwa variabel penjelas dalam model sudah signifikan sebesar 47%. Untuk variabel kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, *financial constraints, return on asset*, *current asset*, ukuran perusahaan memiliki nilai signifikansi lebih dari 0,05 sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa model regresi terbebas dari heterokedastisitas.

4.3.3 Uji Autokorelasi

Dalam penelitian ini, uji autokorelasi menggunakan *Generalized Least Square* (GLS) *regression* untuk mengetahui ada atau tidaknya autokorelasi yang dapat dilihat dari nilai signifikansi uji Wald lebih dari 0,05. Adapun, perbaikan model di dalam uji autokorelasi dengan menggunakan *Generalized Least Square* (GLS) *regression* dapat dilihat pada tabel 4.6 dan 4.7 sebagai berikut :

Tabel 4.6

Uji Autokorelasi

Coeffiecient : Generalized Least Square	**Number of obs = 1.285** **Number of groups = 257**

Panel : homokedastic **Correlation : no autocorrelation**			**Time periods = 5** **Wal chi2 (8) = 79.26** **Prob > chi2 = 0.0000**			
Debt to Equity Ratio	**Coef**	**Std. Error**	**Z**	**P>z**	**(95% Conf. Interval)**	
Kepemilikan Asing	78.1168	18.9063	4.13	0.000	41.06114	115.1725
Kepemilikan Manajerial	1.903983	0.4665811	4.08	0.000	0.9895012	2.818465
Kepemilikan Institusional	0.3774365	0.2160577	1.75	0.081	-0.0460287	.8009017
Kepemilikan Keluarga	0.5393115	.4465858	1.21	0.227	-0.3359805	1.414604
Dummy Financial Constraint	-0.9439212	0.5902598	-1.60	0.110	-2.100809	0.2129667
Return On Asset	-.9356876	0.3368376	-2.78	0.005	1.595877	-.275498
Current Ratio	-0.0081403	0.0033375	-2.44	0.015	-0.0146816	0.0015989
Ukuran Perusahaan	0.1621738	0.0329141	4.93	0.000	0.0976634	0.2266842
Cons	-0.4098362	0.8374025	-0.49	0.625	-2.051115	1.231443

(Data diolah, 2020)

Data dapat dikatakan tidak ada autokorelasi jika nilai uji Wald-nya lebih dari 0,05. Berdasarkan uji Wald telah dibuktikan bahwa variabel penjelas dalam model sudah signifikan sebesar 79,26%. Untuk variabel kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, *financial constraints*, *return on asset*, *current ratio* dan ukuran perusahaan memiliki nilai signifikansi lebih dari 0,05 sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa model regresi tidak ada autokorelasi.

Tabel 4.7

Uji Autokorelasi

Coeffiecient : Generalized Least Square **Panel : homokedastic** **Correlation : no autocorrelation**			**Number of obs = 1.285** **Number of groups = 257** **Time periods = 5** **Wal chi2 (8) = 47.00** **Prob > chi2 = 0.000**			
Debt to	**Coef**	**Std.**	**Z**	**P>z**	**(95% Conf. Interval)**	

Asset Ratio		Error				
Kepemilikan Asing	-3.07468	5.088297	-0.60	0.546	-13.04756	6.898199
Kepemilikan Manajerial	-0.1827029	0.1255721	-1.45	0.146	-0.4288197	0.0634138
Kepemilikan Institusional	-0.1397217	0.0581481	-2.40	0.016	-.2536899	-0.0257535
Kepemilikan Keluarga	-0.162325	0.1201907	-1.35	0.177	-0.3978945	0.0732444
Dummy Financial Constraint	0.0070286	.158858	0.04	0.965	-0.3043274	0.3183846
Return On Asset	-0.1154751	0.0906539	-1.27	0.203	-0.2931536	0.0622033
Current Ratio	-0.004879	0.0008982	-5.43	0.000	-0.0066395	-0.0031186
Ukuran Perusahaan	-0.0266006	0.0088582	-3.00	0.003	-0.0439624	-0.0092387
Cons	0.9875775	0.2253721	4.38	0.000	0.5458562	1.429299

(Data diolah, 2020)

Data dapat dikatakan tidak ada autokorelasi jika nilai uji Wald-nya lebih dari 0,05. Berdasarkan uji Wald telah dibuktikan bahwa variabel penjelas dalam model sudah signifikan sebesar 47%. Diperoleh nilai signifikansi untuk variabel independen, moderasi dan kontrol yaitu kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, *financial constraints*, *return on asset*, *current ratio* dan ukuran perusahaan lebih dari 0,05 sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa model regresi tidak ada autokorelasi.

4.4 Estimasi Model Regresi Data Panel

Dalam penelitian ini menggunakan tiga pendekatan untuk mengestimasi model regresi data panel yaitu pendekatan model *common effect, fixed effect* dan *random effect*. Dari ketiga pendekatan model tersebut akan dicari pemilihan model terbaik pada regresi data panel. *Pertama*, uji Chow digunakan untuk memilih antara model *common effect* dan *fixed effect. Kedua*, uji Hausman digunakan untuk memilih antara model *fixed effect* dan *random effect.*

4.4.1 Pemilihan Estimasi Model *Common Effect* dan *Fixed Effect*

Untuk menentukan model yang paling sesuai pada regresi data panel antara model *common effect* dan *fixed effect* maka gunakan uji Chow. Hasil dari uji Chow dapat dilihat pada tabel 4.8 dan 4.9 sebagai berikut :

Tabel 4.8

Uji Fixed Effect

Fixed effect (within) regression **Group variabel : code**			**Number of obs = 1.285** **Number of groups = 257** **F (8,1020) = 8.95** **Prob > F = 0.0000**			
Debt to Equity Ratio	**Coef**	**Std. Error**	**T**	**P>t**	**(95% Conf. Interval)**	
Kepemilikan Asing	43.12351	20.18271	2.14	0.033	3.519139	82.72788
Kepemilikan Manajerial	0.707335	.5402955	1.31	0.191	-0.3528828	1.767553
Kepemilikan Institusional	0.4098479	0.2487204	1.65	0.100	-0.0782143	0.8979101
Kepemilikan Keluarga	0.7516854	0.5426119	1.39	0.166	-0.3130779	1.816449
Dummy Financial Constraint	-5.410175	1.196901	-4.52	0.000	-7.758845	-3.061505
Return On Asset	-0.0001712	0.3528369	-0.00	1.000	-0.6925403	0.6921979
Current Ratio	0.0004336	0.0035976	0.12	0.904	-0.0066259	0.0074932
Ukuran Perusahaan	0.350148	0.0718128	4.88	0.000	0.2092303	0.4910656
Cons	1.1754	1.80466	0.65	0.515	-2.365871	4.716672

(Data diolah, 2020)

Dari hasil uji Chow pada tabel 4.8 diperoleh hasil bahwa Prob > F (0,0000) < nilai α (5%) maka model *fixed effect* lebih baik daripada model *common effect.*

Tabel 4.9

Uji Fixed Effect

Fixed effect (within) regression **Group variabel : code**	**Number of obs = 1.285** **Number of groups = 257** **F (8,1020) = 20.15** **Prob > F = 0.0000**

Debt to Asset Ratio	Coef	Std. Error	T	P>t	(95% Conf. Interval)	
Kepemilikan Asing	3.363604	4.625241	0.73	0.467	-5.712472	12.43968
Kepemilikan Manajerial	-.0687198	0.1238187	-0.56	0.579	-.3116884	0.1742487
Kepemilikan Institusional	-0.0398005	0.0569989	-0.70	0.485	-0.151649	0.072048
Kepemilikan Keluarga	0.209136	.1243496	1.68	0.093	-.0348742	.4531463
Dummy Financial Constraint	-1.070072	0.2742921	-3.90	0.000	-1.608313	-.5318302
Return On Asset	-0.0603154	0.0808591	-0.75	0.456	-0.2189846	0.0983538
Current Ratio	-0.0005072	0.0008245	-0.62	0.539	-0.002125	0.0011106
Ukuran Perusahaan	-0.2043418	0.0164572	-12.42	0.000	-0.2366357	-0.1720479
Cons	4.6588	0.4135714	11.26	0.000	3.847252	5.470348

(Data diolah, 2020)

Dari hasil uji Chow pada tabel 4.9 diperoleh hasil bahwa Prob > F (0,000) < nilai α (5%) maka model *fixed effect* lebih baik daripada model *common effect.*

4.4.2 Pemilihan Estimasi Model *Fixed Effect* dan *Random Effect*

Untuk menentukan model yang paling sesuai pada regresi data panel antara model *fixed effect* dan *random effect* maka gunakan uji Hausman. Hasil dari uji Hausman dapat dilihat pada tabel 4.10 :

Tabel 4.10

Uji Hausman

	Coefficient		
	(b) Fixed	(B) random	(b-B) Difference

Kepemilikan Asing	0.7534716	3.363604	-2.610132
Kepemilikan Manajerial	-0.1828637	-0.0687198	-0.1141438
Kepemilikan Institusional	-0.0613324	-0.0398005	-0.0215319
Kepemilikan Keluarga	0.0503113	0.209136	-0.1588247
Dummy Financial Constraint	-0.3864936	-1.070072	0.6835779
Return On Asset	0.0003587	-0.0603154	0.060674
Current Ratio	-0.0016754	-0.0005072	-0.0011682
Ukuran Perusahaan	-0.0961562	-0.2043418	0.1081856
Chi (8) = -158.34 Prob > chi(8)= 0.000			

(Data diolah, 2020)

Dari hasil uji Hausman pada tabel 4.10 nilai prob>chi2 lebih kecil 0.05 dari tingkat signifikansi, maka model *fixed effect* lebih baik daripada *random effect.*

4.5 Model Regresi Data Panel

Model yang digunakan pada penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi data panel adalah sebuah analisis untuk mengetahui adanya pengaruh antara variabel-variabel independen, moderasi dan kontrol terhadap variabel dependen yaitu kebijakan utang. Hasil analisis regresi data panel yang tersaji dalam tabel 4.11 sebagai berikut :

Tabel 4.11

Regresi Data Panel

Number of obs = 1.285 **F (11, 1273) = 8.70** **Prob>F = 0.0000**			**R-Squared = 0.0699** **Adj R-Squared = 0.0619** **Root MSE = 1.819**			
Debt to Equity Ratio	**Coef**	**Std. Error**	**T**	**P>t**	**(95% Conf. Interval)**	
Kepemilikan Asing	8.818694	25.03952	0.35	0.725	-40.30457	57.94195

Kepemilikan Manajerial	2.175225	0.6474834	3.36	0.001	0.9049728	3.445477
Kepemilikan Institusional	0.4134554	0.2216132	1.87	0.062	-0.0213119	0.8482226
Kepemilikan Keluarga	0.856721	0.7796404	1.10	0.272	-.6728003	2.386242
Kepemilikan Asing x Financial Constraint	-2.350626	0.5584767	-4.21	0.000	-3.446262	-1.25499
Kepemilikan Manajerial x Financial Constraint	0.0339121	0.1081544	0.31	0.754	-0.1782684	0.2460926
Kepemilikan Institusional x Financial Constraint	0.0044617	0.0054163	0.82	0.410	-0.0061642	0.0150877
Kepemilikan Keluarga x Financial Constraint	0.0959168	0.190266	0.50	0.614	-0.2773527	0.4691862
Return On Asset	-.9133233	0.336127	-2.72	0.007	-1.572747	-0.2538995
Current Ratio	-.0082732	0.0033321	-2.48	0.013	-.0148102	-.0017362
Ukuran Perusahaan	0.1713956	0.0325111	5.27	0.000	0.1076144	0.2351768
Cons	-1.466485	0.4939925	-2.97	0.003	-2.435614	-0.497356

(Data diolah, 2020)

Persamaan diatas dapat diartikan sebagai berikut :

$$\mathbf{DER_{it} = -1,44 + 8.81FOR_{it} + 2,17MAN_{it} + 0,413INST_{it} + 0,856FAM_{it} - 2,35FOR.FC_{it} + 0,033MAN.FC_{it} + 0,004INST.FC_{it} - 0,095FAM.FC_{it} - 0,913ROA - 0,008CR + 0,171SIZE + \varepsilon}$$

Konstanta (α) = -1,44

Artinya, jika Kepemilikan Asing (FOR), Kepemilikan Manajerial (MAN), Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Keluarga (FAM), Kepemilikan Asing x *Financial*

Constraint (FORXFC), Kepemilikan Manajerial x *Financial Constraint* (MANXFC), Kepemilikan Institusional x *Financial Constraint* (INSTXFC), Kepemilikan Keluarga x *Financial Constraint* (FORXFC), *return on asset*, *current ratio*, dan ukuran perusahaan dianggap nol (0) maka nilai Kebijakan Utang sebesar -1,44.

Kepemilikan Asing (FOR) = 8.81

Artinya, kepemilikan asing meningkat sebesar satu satuan maka Kebijakan Utang akan menurun sebesar -0,635 dengan anggapan bahwa variabel Kepemilikan Manajerial (MAN), Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Keluarga (FAM), Kepemilikan Asing x *Financial Constraint* (FORXFC), Kepemilikan Manajerial x *Financial Constraint* (MANXFC), Kepemilikan Institusional x *Financial Constraint* (INSTXFC), Kepemilikan Keluarga x *Financial Constraint* (FORXFC), *return on asset, current ratio*, dan ukuran perusahaan bernilai konstan.

Kepemilikan Manajerial (MAN) =2,17

Artinya, kepemilikan manajerial meningkat sebesar satu satuan maka Kebijakan Utang akan menurun sebesar 2,17 dengan anggapan bahwa variabel Kepemilikan Asing (FOR), Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Keluarga (FAM), Kepemilikan Asing x *Financial Constraint* (FORXFC), Kepemilikan Manajerial x *Financial Constraint* (MANXFC), Kepemilikan Institusional x *Financial Constraint* (INSTXFC), Kepemilikan Keluarga x *Financial Constraint* (FORXFC), *return on asset, current ratio*, dan ukuran perusahaan bernilai konstan.

Kepemilikan Institusional (INST) = 0,413

Artinya, kepemilikan institusional meningkat sebesar satu satuan maka Kebijakan Utang akan menurun sebesar 0,413 dengan anggapan bahwa variabel Kepemilikan Asing (FOR), Kepemilikan Manajerial (MAN), Kepemilikan Keluarga (FAM), Kepemilikan Asing x

Financial Constraint (FORXFC), Kepemilikan Manajerial x *Financial Constraint* (MANXFC), Kepemilikan Institusional x *Financial Constraint* (INSTXFC), Kepemilikan Keluarga x *Financial Constraint* (FORXFC), *return on asset, current ratio*, dan ukuran perusahaan bernilai konstan.

Kepemilikan Keluarga (FAM) = 0,856

Artinya, kepemilikan keluarga meningkat sebesar satu satuan maka Kebijakan Utang akan menurun sebesar 0,856 dengan anggapan bahwa variabel Kepemilikan Asing (FOR), Kepemilikan Manajerial (MAN), Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Asing x *Financial Constraint* (FORXFC), Kepemilikan Manajerial x *Financial Constraint* (MANXFC), Kepemilikan Institusional x *Financial Constraint* (INSTXFC), Kepemilikan Keluarga x *Financial Constraint* (FORXFC), *return on asset, current ratio*, dan ukuran perusahaan bernilai konstan.

Kepemilikan Asing x *Financial Constraint* (FORxFC) = -2,35

Artinya, kepemilikan asing x *financial cosntraint* meningkat sebesar satu satuan maka Kebijakan Utang akan menurun sebesar -2,35 dengan anggapan bahwa variabel Kepemilikan Asing (FOR), Kepemilikan Manajerial (MAN), Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Keluarga (FAM), Kepemilikan Manajerial x *Financial Constraint* (MANXFC), Kepemilikan Institusional x *Financial Constraint* (INSTXFC), Kepemilikan Keluarga x *Financial Constraint* (FORXFC), *return on asset, current ratio*, dan ukuran perusahaan bernilai konstan.

Kepemilikan Manajerial x *Financial Constraint* (MANxFC) = 0,033

Artinya, kepemilikan manajerial x *financial constraint* meningkat sebesar satu satuan maka Kebijakan Utang akan menurun sebesar 0,033 dengan anggapan bahwa variabel Kepemilikan Asing (FOR), Kepemilikan Manajerial (MAN), Kepemilikan Institusional (INST),

Kepemilikan Keluarga (FAM), Kepemilikan Asing x *Financial Constraint* (FORXFC), Kepemilikan Institusional x *Financial Constraint* (INSTXFC), Kepemilikan Keluarga x *Financial Constraint* (FORXFC), *return on asset, current ratio*, dan ukuran perusahaan bernilai konstan.

Kepemilikan Institusional x *Financial Constraint* (INSTxFC) = 0,004

Artinya, kepemilikan institusional x *financial constraint* meningkat sebesar satu satuan maka Kebijakan Utang akan menurun sebesar 0,004 dengan anggapan bahwa variabel Kepemilikan Asing (FOR), Kepemilikan Manajerial (MAN), Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Keluarga (FAM), Kepemilikan Asing x *Financial Constraint* (FORXFC), Kepemilikan Manajerial x *Financial Constraint* (MANXFC), Kepemilikan Keluarga x *Financial Constraint* (FORXFC), *return on asset, current ratio*, dan ukuran perusahaan bernilai konstan.

Kepemilikan Keluarga x *Financial Constraint* (FAMxFC) = -0,095

Artinya, kepemilikan keluarga x *financial constraint* meningkat sebesar satu satuan maka Kebijakan Utang akan menurun sebesar -0,095 dengan anggapan bahwa variabel Kepemilikan Asing (FOR), Kepemilikan Manajerial (MAN), Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Keluarga (FAM), Kepemilikan Asing x *Financial Constraint* (FORXFC), Kepemilikan Manajerial x *Financial Constraint* (MANXFC), Kepemilikan Institusional x *Financial Constraint* (FORXFC), *return on asset, current ratio*, dan ukuran perusahaan bernilai konstan.

***Return On Asset* (ROA) = -0.913**

Artinya, *return on asset* meningkat sebesar satu satuan maka Kebijakan Utang akan menurun sebesar -0.913 dengan anggapan bahwa variabel Kepemilikan Asing (FOR), Kepemilikan Manajerial (MAN), Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Keluarga (FAM),

Kepemilikan Asing x *Financial Constraint* (FORXFC), Kepemilikan Manajerial x *Financial Constraint* (MANXFC), Kepemilikan Institusional x *Financial Constraint* (FORXFC), Kepemilikan Keluarga x *Financial Constraint* (FORXFC), *current ratio*, dan ukuran perusahaan bernilai konstan.

***Current Ratio (CR)* = -0,008**

Artinya, *current ratio* meningkat sebesar satu satuan maka Kebijakan Utang akan menurun sebesar -0,008 dengan anggapan bahwa variabel Kepemilikan Asing (FOR), Kepemilikan Manajerial (MAN), Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Keluarga (FAM), Kepemilikan Asing x *Financial Constraint* (FORXFC), Kepemilikan Manajerial x *Financial Constraint* (MANXFC), Kepemilikan Institusional x *Financial Constraint* (FORXFC), Kepemilikan Keluarga x *Financial Constraint* (FAMXFC), *return on asset*, dan ukuran perusahaan bernilai konstan.

Ukuran Perusahaan (SIZE) = 0,171

Artinya, ukuran perusahaan meningkat sebesar satu satuan maka Kebijakan Utang akan menurun sebesar 0,171 dengan anggapan bahwa variabel Kepemilikan Asing (FOR), Kepemilikan Manajerial (MAN), Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Keluarga (FAM), Kepemilikan Asing x *Financial Constraint* (FORXFC), Kepemilikan Manajerial x *Financial Constraint* (MANXFC), Kepemilikan Institusional x *Financial Constraint* (FORXFC), Kepemilikan Keluarga x *Financial Constraint* (FAMXFC), *return on asset* dan *current ratio* bernilai konstan.

4.6 Koefisien Determinasi *(R Square)*

Koefisien determinasi atau *R Square* digunakan untuk mengetahui hubungan antara variabel independen, moderasi dan kontrol dengan variabel dependen dalam persamaan

regresi. Semakin besar nilai koefisien determinasi maka semakin baik pula kemampuan variabel independen, moderasi, dan kontrol menjelaskan variabel dependen.

Tabel 4.12

Uji R Square

Number of obs = 1.285 **F (11, 1276) = 9.84** **Prob>F = 0.0000**			**R-Squared = 0.0581** **Adj R-Squared = 0.0522** **Root MSE = 1.8284**			
Debt to Equity Ratio	**Coef**	**Std. Error**	**T**	**P>t**	**(95% Conf. Interval)**	
Kepemilikan Asing	78.1168	18.97286	4.12	0.000	40.89538	115.3382
Kepemilikan Manajerial	1.903983	0.4682237	4.07	0.000	0.9854105	2.822556
Kepemilikan Institusional	0.3774365	0.2168183	1.74	0.082	-.047923	0.802796
Kepemilikan Keluarga	0.5393115	0.448158	1.20	0.229	-0.3398959	1.418519
Dummy Financial Constraint	-.9439212	0.5923378	-1.59	0.111	-2.105984	0.2181417
Return On Asset	-.9356876	0.3380235	-2.77	0.006	-1.59883	-0.2725448
Current Ratio	-.0081403	0.0033492	-2.43	0.015	-0.0147109	-0.0015697
Ukuran Perusahaan	0.1621738	0.03303	4.91	0.000	0.0973748	.2269728
Cons	-0.4098362	0.8403505	-0.49	0.626	-2.058457	1.238784

(Data diolah, 2020)

Dari tabel 4.12 diperoleh hasil besarnya prosentase kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, *financial constraints, return on asset, current ratio* dan ukuran perusahaan secara simultan terhadap *debt to equity ratio* (DER) dengan ditunjukkan nilai *R Square* sebesar 0,0581. Artinya, 5,81% *debt to equity ratio* (DER) dipengaruhi oleh kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, *financial constraints, return on asset, current ratio* dan

ukuran perusahaan sedangkan sisanya 94,19% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak terdapat dalam model penelitian ini.

Tabel 4.13

Uji R Square

Number of obs = 1.285 **F (11, 1276) = 5.83** **Prob>F = 0.0000**			**R-Squared = 0.0353** **Adj R-Squared = 0.0292** **Root MSE = 0.49209**			
Debt to Asset Ratio	**Coef**	**Std. Error**	**T**	**P>t**	**(95% Conf. Interval)**	
Kepemilikan Asing	-3.07468	5.10621	-0.60	0.547	-13.09217	6.94281
Kepemilikan Manajerial	-.1827029	0.1260141	-1.45	0.147	-0.4299206	0.0645148
Kepemilikan Institusional	-.1397217	0.0583528	-2.39	0.017	-0.2541997	-0.0252437
Kepemilikan Keluarga	-.162325	0.1206138	-1.35	0.179	-0.3989482	0.0742982
Dummy Financial Constraint	0.0070286	0.1594173	0.04	0.965	-.3057202	.3197773
Return On Asset	-.1154751	0.0909731	-1.27	0.205	-0.2939484	0.0629981
Current Ratio	-.004879	0.0009014	-5.41	0.000	-.0066474	-.0031107
Ukuran Perusahaan	-.0266006	0.0088894	-2.99	0.003	-0.0440401	-0.0091611
Cons	0.9875775	0.2261655	4.37	0.000	0.5438803	1.431275

(Data diolah, 2020)

Dari tabel 4.13 diperoleh hasil besarnya persentase kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, *financial constraints*, *return on asset*, *current ratio* dan ukuran perusahaan secara simultan terhadap *debt to asset ratio* (DAR) dengan ditunjukkan nilai *R Square* sebesar 0,0353. Artinya, 3,53% *debt to asset ratio* (DAR) dipengaruhi oleh kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, *financial constraints*, *return on asset*, *current ratio* dan ukuran perusahaan sedangkan sisanya 96,47% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak terdapat dalam model penelitian ini.

4.7 Hasil Pengujian Hipotesis

4.7.1 Hasil Pengujian dengan Variabel *Debt to Equity Ratio* (DER)

Tabel 4.14

Pengujian Hipotesis *(Debt to Equity Ratio)*

VARIABLES	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Kepemilikan Asing	-	-	-	-	8.834 (25.03)
Kepemilikan Manajerial	-	-	-	-	2.149*** (0.647)
Kepemilikan Institusional	-	-	-	-	0.406* (0.222)
Kepemilikan Keluarga	-	-	-	-	0.865 (0.779)
Financial Constraint	-	-	-	-	-0.927 (0.589)
Kepemilikan AsingxFinancial Constraint	-2.409*** (0.424)	-	-	-	-2.347*** (0.558)
Kepemilikan ManajerialxFinancial Constraint	-	-0.230*** (0.0757)	-	-	0.0313 (0.108)
Kepemilikan InstitusionalxFinancial Constraint	-	-	0.00287 (0.00541)	-	0.00433 (0.00541)
Kepemilikan KeluargaxFinancial Constraint	-	-	-	-0.143 (0.107)	0.0987 (0.190)
Return On Asset	-0.968*** (0.338)	-0.929*** (0.341)	-0.957*** (0.343)	-0.952*** (0.342)	-0.945*** (0.337)
Current Ratio	-0.00882*** (0.00335)	-0.00886*** (0.00338)	-0.00908*** (0.00340)	-0.00904*** (0.00339)	-0.00823** (0.00333
Ukuran Perusahaan	0.157*** (0.0322)	0.157*** (0.0327)	0.146*** (0.0326)	0.152*** (0.0329)	0.162*** (0.0330)
Constant	-1.103** (0.486)	-1.107** (0.494)	-0.906* (0.491)	-1.019** (0.498)	-0.402 (0.837)
Observations	1.285	1.285	1.285	1.285	1.285
R-squared	0.050	0.033	0.027	0.028	0.072
Nilai F (hitung)	16.97	11.05	8.75	9.14	8.19
Nilai F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

(Data diolah, 2020)

Berdasarkan tabel 4.14 model 1 diketahui bahwa kepemilikan asing x *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0.42> 0,05. Kepemilikan asing x *financial constraint* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint.* Model 2 diketahui bahwa kepemilikan manajerial x *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0.0757 > 0,05. Kepemilikan manajerial x *financial constraint* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint*. Model 3 diketahui bahwa kepemilikan institusional x *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0054 < 0,05. Kepemilikan institusional x *financial constraint* memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint*. Model 4 diketahui bahwa kepemilikan keluarga x *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,10 > 0,05. Kepemilikan keluarga x *financial constraint* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint*. Model 5 diketahui kepemilikan asing memiliki nilai probabilitas sebesar 25,03 > 0,05. Kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Kepemilikan manajerial memiliki nilai probabilitas sebesar 0,647 > 0,05. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Kepemilikan institusional memiliki nilai probabilitas sebesar 0,22 > 0,05. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Kepemilikan keluarga memiliki nilai probabilitas sebesar 0,779 > 0,05. Kepemilikan keluarga tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Kepemilikan asingx *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,55 > 0,05. Kepemilikan asing x *financial constraint* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint.* Kepemilikan manajerial x *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,108 > 0,05. Kepemilikan manajerial x *financial constraint* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint*. Kepemilikan institusionalx *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,054 >

0,05. Kepemilikan institusional x *financial constrain* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint*. Kepemilikan keluargax *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,190 > 0,05. Kepemilikan keluarga x *financial constraint* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint.*

Berdasarkan tabel 4.14 pada model 1 diketahui F-hitung kepemilikan asing sebesar 16,97 dengan nilai probabilitas (sig = 0,0000). Berdasarkan ketentuan uji F nilai probabilitas ≤ α 0,05 yaitu ditolak sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa kepemilikan asing x *financial constraint* berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint* secara simultan. Model 2 diketahui F-hitung kepemilikan manajerial sebesar 11,05 dengan nilai probabilitas (sig = 0,0001). Berdasarkan ketentuan uji F nilai probabilitas ≤ α 0,05 yaitu ditolak sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial x *financial constraint* berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint* secara simultan. Model 3 diketahui F-hitung kepemilikan institusional sebesar 8,75 dengan nilai probabilitas (sig = 0,0004). Berdasarkan ketentuan uji F nilai probabilitas ≤ α 0,05 yaitu ditolak sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa kepemilikani institusional x *financial constraint* berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint* secara simultan. Model 4 diketahui F-hitung kepemilikan keluarga sebesar 9,14 dengan nilai probabilitas (sig = 0,0003). Berdasarkan ketentuan uji F nilai probabilitas ≤ α 0,05 yaitu ditolak sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa kepemilikani keluarga x *financial constraint* berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint* secara simultan. Model 5 diketahui F-hitung sebesar 8,19 dengan nilai probabilitas (sig = 0,0001). Berdasarkan ketentuan uji F nilai probabilitas ≤ α 0,05 yaitu ditolak sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, kepemilikan asing x *financial constraint*, kepemilikan manajerial x *financial constraint*, kepemilikan institusional x *financial cosntraint* dan

kepemilikan keluarga x *financial constraint* berpengaruh terhadap kebijakan utang secara simultan.

4.7.2 Hasil Pengujian dengan Variabel *Debt to Asset Ratio* (DAR)

Tabel 4.15

Pengujian Hipotesis *(Debt to Asset Ratio)*

VARIABLES	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Kepemilikan Asing	-	-	-	-	-3.779 (6.779)
Kepemilikan Manajerial	-	-	-	-	-0.284 (0.175)
Kepemilikan Institusional	-	-	-	-	-0.137** (0.0600)
Kepemilikan Keluarga	-	-	-	-	0.00646 (0.211)
Financial Constraint	-	-	-	-	0.00561 (0.160)
Kepemilikan AsingxFinancial Contraint	0.0175 (0.114)	-	-	-	-0.0212 (0.151)
Kepemilikan Manajerial xFinancial Constraint	-	0.0195 (0.0202)	-	-	-0.0261 (0.0293)
Kepemilikan Institusional xFinancial Constraint	-	-	0.00156 (0.00144)	-	0.000929 (0.00147)
Kepemilikan Keluarga xFinancial Constraint	-	-	-	0.0520* (0.0283)	0.0535 (0.0515)
Return On Asset	-0.110 (0.0910)	-0.113 (0.0910)	-0.106 (0.0910)	-0.115 (0.0909)	-0.112 (0.0912)
Current Ratio	-0.00478*** (0.000903)	-0.00479*** (0.000903)	-0.00478*** (0.000902)	-0.00479*** (0.000902)	-0.00488*** (0.000902)
Ukuran Perusahaan	-0.0247*** (0.00867)	-0.0256*** (0.00871)	-0.0246*** (0.00865)	-0.0270*** (0.00873)	-0.0272*** (0.00895)
Constant	0.934*** (0.131)	0.950*** (0.132)	0.933*** (0.130)	0.974*** (0.132)	0.999*** (0.227)
Observations	1.285	1.285	1.285	1.285	1.285
R-squared	0.027	0.028	0.028	0.030	0.037
F (hitung)	9.05	9.28	9.35	9.91	4.05
Nilai F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.000

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

(Data diolah, 2020)

Berdasarkan tabel 4.15 model 1 diketahui bahwa kepemilikan asing x *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,114 > 0,05. Kepemilikan asing x *financial constraint* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint*. Model 2 diketahui kepemilikan manajerial x *financial* constraint memiliki nilai probabilitas sebesar 0,02 < 0,05. Kepemilikan manajerial x *financial constraint* memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi *oleh financial constraint*. Model 3 diketahui bahwa kepemilikan institusional x *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,001 < 0,05. Kepemilikan institusional x *financial constraint* memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint*. Model 4 diketahui bahwa kepemilikan keluarga x *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,028 < 0,05. Kepemilikan keluarga x *financial constraint* memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint*. Model 5 diketahui bahwa kepemilikan asing memiliki nilai probabilitas sebesar 6,77 > 0,05. Kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Kepemilikan manajerial memiliki nilai probabilitas sebesar 0,175 > 0,05. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Kepemilikan institusional memiliki nilai probabilitas sebesar 0,06 > 0,05. Kepemilikan intitusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Kepemilikan keluarga memiliki nilai probabilitas sebesar 0,211 > 0,05. Kepemilikan keluarga tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Kepemilikan asingx *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,151 > 0,05. Kepemilikan asing x *financial constraint* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint*. Kepemilikan manajerial x *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,02 < 0,05. Kepemilikan manajerial x *financial constraint* berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint*. Kepemilikan institusional x *financial constraint* memiliki nilai probabilitas

sebesar 0,0001< 0,05. Kepemilikan institusional x *financial constraint* berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint*. Kepemilikan keluarga x *financial constraint* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,051 > 0,05. Kepemilikan keluarga x *financial constraint* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint.*

Berdasarkan tabel 4.15 pada model 1 diketahui F-hitung kepemilikan asing sebesar 9.05 dengan nilai probabilitas (sig = 0,0000). Berdasarkan ketentuan uji F nilai probabilitas ≤ α 0,05 yaitu ditolak sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa kepemilikan asing x *financial constraint* berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint* secara simultan. Model 2 diketahui F-hitung kepemilikan manajerial sebesar 9.28 dengan nilai probabilitas (sig = 0,0000). Berdasarkan ketentuan uji F nilai probabilitas ≤ α 0,05 yaitu ditolak sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial x *financial constraint* berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint* secara simultan. Model 3 diketahui F-hitung kepemilikan institusional sebesar 9.35 dengan nilai probabilitas (sig = 0,0000). Berdasarkan ketentuan uji F nilai probabilitas ≤ α 0,05 yaitu ditolak sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa kepemilikan institusional x *financial constraint* berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint* secara simultan. Model 4 diketahui F-hitung kepemilikan keluarga sebesar 9,91 dengan nilai probabilitas (sig = 0,0000). Berdasarkan ketentuan uji F nilai probabilitas ≤ α 0,05 yaitu ditolak sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa kepemilikani keluarga x *financial constraint* berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh *financial constraint* secara simultan. Model 5 diketahui F-hitung sebesar 4,41 dengan nilai probabilitas (sig = 0,0000). Berdasarkan ketentuan uji F nilai probabilitas ≤ α 0,05 yaitu ditolak sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, kepemilikan asing x *financial constraint*, kepemilikan

manajerial x *financial constraint*, kepemilikan institusional x *financial cosntraint* dan kepemilikan keluarga x *financial constraint* berpengaruh terhadap kebijakan utang secara simultan.

4.8 Pembahasan

Berdasarkan hasil penelitian telah diketahui bahwa ada atau tidaknya pengaruh Kepemilikan Asing, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraint* Pada Perusahaan Non-Keuangan tahun 2015-2019 diatas, maka diperoleh hasil pengujian hipotesis yang dapat dijelaskan sebagai berikut :

4.8.1 Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Utang

Hasil tabel 4.14 dan tab 4.15 menunjukkan bahwa nilai signifikansi kepemilikan asing sebesar 25,03 dan 6,77 dimana nilai signifikansi tersebut lebih besar dari alpha yaitu 0,05. Keputusan yang diambil adalah ***menerima hipotesis nol (H0)*.** Artinya, tidak terdapat pengaruh signifikan kepemilikan asing terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan debt to asset ratio (DAR). Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil ini sesuai dengan penelitian Lee (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Temuan ini bertentangan dengan teori agensi, tingginya kepemilikan asing dapat mengendalikan kebijakan manajemen perusahaan. Investor asing yang berada di posisi manajemen perusahaan dapat mengontrol perusahaan, mengatur manajemen agar lebih berhati-hati dalam berutang sehingga dapat mengurangi *agency cost.* Selain itu, hasil penelitian Peilouw (2017) menyatakan kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Dalam penelitiannya menunjukkan proporsi kepemilikan saham asing tidak terlalu besar dan sebagian besar perusahaan memiliki lebih dari satu kepemilikan asing.

4.8.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang

Hasil tabel 4.14 dan 4.15 menunjukkan bahwa nilai signifikansi kepemilikan manajerial sebesar 0,64 dan 0,176 dimana nilai signifikansi tersebut lebih besar dari alpha yaitu 0,05. Keputusan yang diambil adalah ***menerima hipotesis nol (H0).*** Artinya tidak terdapat pengaruh signifikan kepemilikan manajerial terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR). Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Grossman dan Hart (1982) menyatakan bahwa manajer perusahaan tidak memiliki insentif yang kuat untuk memaksimalkan keuntungan karena utang yang dimiliki perusahaan mendekati nol. Selain itu, perusahaan juga mendapat sedikit tekanan dari pengawasan kreditur atau potensi kebangkrutan. Hal ini bertentangan dengan teori agensi yang menyatakan keberadaan kepemilikan manajerial dapat mengurangi masalah keagenan diantara beberapa klaim terhadap di dalam perusahaan. *Agency theory* yang pertama kali diperkenalkan Jensen & Meckling (1976) mengungkapkan salah satu cara untuk meminimalisir konflik dalam perusahaan adalah peningkatan kepemilikan saham oleh manajer. Dengan meningkatnya kepemilikan manajerial akan berdampak pada utang. Besarnya kepemilikan manajerial maka proporsi penggunaan utang akan berkurang. Selain itu, kepemilikan saham manajerial akan mendorong manajemen mengoptimalkan dalam menggunakan utang untuk menurunkan *agency cost* (Lumapow, 2018). Namun, berbeda dengan hasil penelitian Fayez (2019) dan Le at al. (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Fayez (2019) menyatakan manajer berusaha mempertahankan dan meningkatkan pengawasan perusahaan dimana manajer berkuasa dalam mengambil keputusan dan keuntungan bagi dirinya. Sedangkan peran utang dapat dijadikan alat untuk menghindari dilusi. Dengan peningkatan utang perusahaan justru akan membantu manajer untuk memperkuat pengawasan dan mencegah pengambilalihan dari investor luar perusahaan. Semakin banyak utang yang digunakan manajer sebagai sinyal positif untuk

menandakan adanya penjualan aset. Selain itu, utang yang tinggi justru manajer akan lebih banyak menggunakan uang tunai demi mengejar investasi suboptimum untuk kepentingan pribadi mereka (Le et al., 2017).

4.8.3 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang

Hasil tabel 4.14 dan 4.15 menunjukkan bahwa nilai signifikansi kepemilikan institusional sebesar 0,222 dan 0,0607 dimana nilai signifikansi tersebut lebih besar dari alpha yaitu 0,05. Keputusan yang diambil adalah ***menerima hipotesis nol (H0).*** Artinya tidak terdapat pengaruh signifikan kepemilikan institusional terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR). Hasil penelitian Hasan dan Butt (2009) dan Grier dan Zychowicz (1994) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Mereka menyatakan bahwa kurangnya praktik tata kelola perusahaan di negara mereka. Namun, berbeda dengan hasil penelitian Lukens (2016) dan Tahir et al. (2020) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Pemegang saham institusional dapat berperan sebagai substitusi dalam peran pengawasan dan mendisiplinkan utang. Artinya, pemegang saham institusional memperkuat pengawasan yang bertujuan untuk mengurangi penggunaan utang. Hal ini tidak sesuai dengan yg diungkapkan oleh Jensen dan Meckling (1976) bahwa utang dapat dijadikan sebagai alat pemantauan untuk mengurangi arus kas yang dipegang oleh manajemen. Mekanisme ini dapat mengikat semua pihak dan memungkinkan semua pihak untuk melakukan pembayaran bunga di masa depan sehingga hubungan utang dan *institutional ownership* ini berfungsi sebagai mekanisme pendisiplinan. Artinya, kepemilikan institutional dan utang dapat berfungsi sebagai substitusi (pengganti) atau komplementer (pelengkap) satu sama lain.

Dengan adanya utang dapat digunakan sebagai sinyal positif bagi orang luar mengenai kinerja perusahan. Perusahaan yang baik ditunjukkan dengan perusahaan lebih banyak menggunakan utang karena perusahaan memiliki kemampuan pembiayaan yang lebih baik.

Selain itu, keberadaan kepemilikan institusional ini sebagai sinyal positif bagi investor karena investor dapat melakukan pemantauan langsung, mendisiplinkan manajemen dan meningkatkan nilai perusahaan (Ross, 1977).

4.8.4 Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Utang

Hasil tabel 4.14 menunjukkan bahwa nilai signifikansi kepemilikan keluarga sebesar 0,779 dan 0,211 dimana nilai signifikansi tersebut lebih besar dari alpha yaitu 0,05. Keputusan yang diambil adalah ***menerima hipotesis nol (H0).*** Artinya tidak terdapat pengaruh signifikan kepemilikan keluarga terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Keluarga sebagai pemegang saham mayoritas dapat menggunakan tingkat pengendalian yang dimiliki untuk memperoleh keuntungan pribadi pada beban yang ditanggung oleh saham minoritas. Perusahaan keluarga seringkali terjadi sengketa kepentingan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Adanya sengketa kepentingan ini disebabkan karena pemegang saham mayoritas memiliki kontrol yang kuat terhadap perusahaan tersebut (Rebecca & Siregar, 2013). Claessens, et al. (2000) menyatakan bahwa kontrol ini dilakukan melalui struktur piramida dan kepemilikan silang (*crossholding*) di antara beberapa perusahaan. Model ini sangat umum terjadi di semua negara di kawasan Asia Tenggara termasuk Indonesia.

4.8.5 Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraint*

Hasil tabel 4.14 dan 4.15 menunjukkan bahwa nilai signifikansi kepemilikan asing terhadap kebijakan utang yg dimoderasi *financial constraint* sebesar 0,558 dan 0,151 dimana nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari alpha yaitu 0,05. Keputusan yang diambil adalah ***menerima hipotesis nol (H0).*** Artinya tidak terdapat pengaruh signifikan kepemilikan asing

terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR) yang dimoderasi *financial constraints*. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Colombo (2001) yang menyatakan hubungan *financial constraint* tidak dapat memoderasi kepemilikan asing terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR). Perusahaan asing memiliki kendala keuangan untuk mencapai struktur modal yang optimal karena adanya ketidaksempurnaan pasar. Ketidaksempurnaan pasar menyebabkan terbatasnya perusahaan untuk mencapai struktur modal optimal. Ketidaksempurnaan pasar ini terjadi ketika perusahaan mengalami kendala keuangan seperti asimetri informasi dan biaya agensi. Ketidaksempurnaan pasar menyebabkan terbatasnya perusahaan untuk mencapai struktur modal optimal. Namun, berbeda dengan penelitian Mertzanis (2016) dan Schianterelli (1996) menyatakan *financial constraints* dapat memoderasi kepemilikan asing terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian Mertzanis (2016) menunjukkan bahwa keberadaan kepemilikan asing akan memengaruhi struktur modal perusahaan. Tingginya kepemilikan asing menandakan bahwa semakin banyak perusahaan menggunakan utang untuk memenuhi investasi perusahaan. Para investor yang memiliki saham di pasar berkembang akan memperoleh kemudahan dalam mendapatkan berbagai sumber pendanaan seperti utang. Semakin besar kepemilikan asing justru akan memudahkan investor asing untuk masuk ke keuangan dan melakukan pendanaan langsung dengan mitra asing. Pada umumnya, ketika anak perusahaan dari perusahaan multinasional mengalami penurunan arus kas, perusahaan dapat menggunakan dana eksternal yang diperolehnya dari mitra asing untuk memenuhi investasi perusahaan. Adanya pergantian arus kas ini disebabkan karena tidak terdapat sensitivitas yang berlebihan terhadap arus kas dan kebijakan utang dalam keputusan investasi (Sembenelli dan Schianterelli, 1996).

4.8.6 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraint*

Hasil tabel 4.14 menunjukkan bahwa nilai signifikansi kepemilikan asing sebesar 0,108 dimana nilai signifikansi tersebut lebih besar dari alpha yaitu 0,05. Keputusan yang diambil adalah ***menerima hipotesis nol (H0)*.** Artinya *financial constraint* tidak dapat memoderasi kepemilikan manajerial terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hal ini sesuai dengan penelitian Shibata dan Nishihara (2018) menyatakan bahwa *financial constraint* tidak dapat memoderasi kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang. Perusahaan mengambil keputusan investasi yang dibatasi oleh penggunaan utang berdasarkan likuiditasnya. Pertama, adanya batas atas penerbitan utang yang tidak selalu perusahaan menunda investasi. Kedua, penentuan seberapa banyak investasi tidak mempengaruhi batas atas. Ketiga, batas atas dapat mengubah strategi ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan melalui perubahan struktur modal. Keempat, batas atas menyebabkan perubahan utang yang semula berisiko menjadi tidak berisiko. Kelima, batas atas dapat menurunkan utang, memungkinkan penggunaan kredit dan kemungkinan gagal bayar. Namun, berbeda dengan hasil penelitian Luo, et al. (2018) dan Munir et al. (2017) menyatakan bahwa *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang. Penggunaan utang yang tinggi dapat menyebabkan masalah agensi antara pemegang saham dan manajemen. Dengan kekuatan manajemen yang besar perusahaan akan mengurangi menggunakan utang karena perusahaan memiliki sumber dana yang melimpah untuk memenuhi invetasi perusahaan.

Berdasarkan tabel 4.15 dilihat bahwa nilai signifikansi kepemilikan asing sebesar 0,0293 dimana nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari alpha yaitu 0,05. Keputusan yang diambil adalah ***menolak hipotesis nol (H0)*.** Artinya *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan manajerial terhadap *debt to asset ratio* (DAR). Hal ini sesuai dengan penelitian Luo et al. (2018) yang menyatakan *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan

manajerial terhadap kebijakan utang. Tingginya kepemilikan manajerial maka perusahaan akan sedikit menggunakan utang. Utang banyak digunakan perusahaan untuk mengurangi masalah agensi antara pemegang saham dan manajemen. Dengan kekuatan manajemen yang besar perusahaan akan cenderung sedikit menggunakan utang untuk memenuhi investasi perusahaan karena perusahaan memiliki sumber dana yang melimpah. Hal ini serupa dengan penelitian Munir et al. (2017) menyatakan bahwa *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang. Perusahaan menggunakan lebih banyak utang dan sewa operasi apabila indeks kekuatan CEO di bawah ambang batas tertentu. Apabila kekuatan CEO telah melampaui batas maka tindakan CEO cenderung akan memanipulasi struktur modal demi kepentingan pribadinya sehingga memungkinkan perusahaan sedikit menggunakan utang dan sewa operasi.

4.8.7 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraint*

Hasil tabel 4.14 dan 4.15 menunjukkan bahwa nilai signifikansi kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang yg dimoderasi *financial constraint* sebesar 0,00541 dan 0,00147 dimana nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari alpha yaitu 0,05. Keputusan yang diambil adalah ***menolak hipotesis nol (H0).*** Artinya terdapat pengaruh signifikan kepemilikan asing terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR) yang dimoderasi *financial constraint*. Hal ini sesuai dengan penelitian Alvarez et al. (2016) *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Investor institusional memiliki hubungan dengan kendala keuangan karena investor institusional dapat melakukan pemantauan mengenai kebijakan keuangan perusahaan. Pemantauan tersebut harus dilakukan karena investor institusional memiliki portofolio yang beragam sehingga perusahaan harus mengeluarkan biaya pemantauan yang tinggi untuk mengawasi aset mereka. Keberadaan investor institusional seringkali dianggap *blockholder*

karena memiliki proporsi kepemilikan saham terbesar yang dapat melakukan pemantauan langsung yang bertujuan untuk mengurangi biaya agensi. Hal ini serupa dengan penelitian La Porta et al. (2002), Leuz et al. (2003) dan Nenova (2003) menyatakan bahwa *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Kehadiran investor institusional selalu diharapkan pasar karena mereka dapat memengaruhi mekanisme *corporate governance* dan mengurangi kendala keuangan. Investor institusional juga memiliki motif privat kontrol, likuiditas saham dan perlindungan yang rendah bagi investor. Apabila orang yang terlibat dalam keputusan menunjukkan lemahnya dalam pemantauan yang dapat merusak nilai perusahaan. Oleh karena itu, kepemilikan institusional akan cenderung dapat mengurangi kendala keuangan dan meningkatkan utang perusahaan. Namun, berbeda dengan penelitian Edmans dan Manso (2011) menyatakan bahwa *financial constraint* tidak dapat memoderasi kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Sebagian besar perusahaan yang dipegang oleh pemegang saham blok kecil tidak dapat berkoordinasi untuk membatasi keinginan dan menggabungkan keuntungan yang mereka dapatkan. Untuk mendorong pendisiplinan utang dan peningkatan manajerial yang tinggi investor institusional bertransaksi secara kompetitif dan memasukkan informasi ke dalam harga. Hal ini dilakukan yang bertujuan untuk meningkatkan pendisiplinan utang dan mendorong upaya manajerial yang tinggi.

4.8.8 Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh *Financial Constraint*

Hasil tabel 4.14 dan 4.15 menunjukkan bahwa nilai signifikansi kepemilikan asing terhadap kebijakan utang yang dimoderasi *financial constraint* sebesar 0,190 dan 0,0515 dimana nilai signifikansi tersebut lebih besar dari alpha yaitu 0,05. Keputusan yang diambil adalah ***menerima hipotesis nol (H0)*****.** Artinya *financial constraint* tidak dapat memoderasi kepemilikan manajerial terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR).

Hal ini sesuai dengan penelitian Gugler (2003) dan Hung dan Kuo (2011) menyatakan bahwa *financial constraint* tidak dapat memoderasi kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang. Perusahaan keluarga seringkali menemui kendala keuangan yang buruk karena pemilik berusaha memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Peningkatan arus kas investasi dengan penyelarasan insentif manajerial menunjukkan bahwa perusahaan memiliki peluang investasi yang lebih baik. Adanya penyelarasan insentif manajerial yang tinggi menyebabkan perusahaan kesulitan untuk mengakses informasi dari pasar modal. Hal ini dapat meningkatkan asimetri informasi artinya perusahaan kesulitan untuk memperoleh informasi dari pasar modal. Oleh karena itu, akan lebih baik manajer dan pemilik perusahaan sebaiknya melepaskan investasi mereka daripada harus menjual sekuritas dibawah harga. Namun, berbeda dengan hasil penelitian Peruzzi (2017) yang menyatakan bahwa *financial constraint* dapat memoderasi kepemilikan keluarga terhadap kebijakan utang. Perusahaan keluarga sering mengalami keterlibatan pihak pendiri di dalam perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena pihak keluarga memiliki kekuatan dan insentif untuk mengelola sumber daya keluar dari perusahaan dimana tindakan ini dapat merugikan pemegang saham dan perusahaan. Oleh karena itu, kepemilikan keluarga yang tinggi perusahaan cenderung akan mengurangi penggunaan utang.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil pembahasan mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang dengan *financial constraints* sebagai variabel moderasi pada Perusahaan Non-Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019 diperoleh rekapitulasi hasil penelitian dan kesimpulan sebagai berikut :

Tabel 4.16

Rekapitulasi Hasil Penelitian (*Debt to Equity Ratio*)

No	Variabel Independen	Hasil Penelitian
1	Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh
2	Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh
3	Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh
4	Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh
5	Hubungan Financial Constraints dan Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh
6.	Hubungan Financial Constraints dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh
7	Hubungan Financial Constraints dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Utang	Berpengaruh
8	Hubungan Financial Constraints dan Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh

Tabel 4.17

Rekapitulasi Hasil Penelitian (*Debt to Asset Ratio*)

No	Variabel Independen	Hasil Penelitian
1	Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh
2	Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh

3	Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh
4	Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh
5	Hubungan Financial Constraints dan Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh
6.	Hubungan Financial Constraints dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang	Berpengaruh
7	Hubungan Financial Constraints dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Utang	Berpengaruh
8	Hubungan Financial Constraints dan Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Utang	Tidak Berpengaruh

1. Hasil pengujian secara parsial variabel kepemilikan asing terbukti tidak berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini bertentangan dengan teori agensi dimana investor asing yang berada di posisi manajemen perusahaan dapat mengontrol perusahaan, mengatur manajemen agar lebih berhati-hati dalam berutang sehingga dapat mengurangi *agency cost.* Selain itu, proporsi kepemilikan saham asing tidak terlalu besar dan sebagian besar perusahaan memiliki lebih dari satu kepemilikan asing.
2. Hasil pengujian secara parsial variabel kepemilikan manajerial terbukti tidak berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR). Manajer perusahaan tidak memiliki insentif yang kuat untuk memaksimalkan keuntungan karena utang yang dimiliki perusahaan mendekati nol. Selain itu, perusahaan juga mendapat sedikit tekanan dari pengawasan kreditur atau potensi kebangkrutan.
3. Hasil pengujian secara parsial variabel kepemilikan institusional terbukti tidak berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR). Artinya, kepemilikan institusional tidak berjalan dengan baik di negara Indonesia. Hal

ini terjadi karena perusahaan kurang menerapkan praktek tata kelola perusahaan dengan baik (*good corporate governance*) di sektor non-keuangan.

4. Hasil pengujian secara parsial variabel kepemilikan keluarga terbukti tidak berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR). Perusahaan lebih menyukai pendanaan yang berasal dari internal perusahaan karena telah diketahui portofolio keluarga yang tidak beragam. Pihak keluaga yang tidak melakukan diversifikasi pada aset saham yang dimilikinya akan menyebabkan perusahaan mengalami risiko keuangan dan mengalami kebangkrutan.
5. Hasil pengujian secara parsial variabel *financial constraint* tidak terbukti dapat memoderasi kepemilikan asing terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR). Perusahaan asing memiliki kendala keuangan untuk mencapai struktur modal yang optimal karena adanya ketidaksempurnaan pasar. Ketidaksempurnaan pasar menyebabkan terbatasnya perusahaan untuk mencapai struktur modal optimal. Ketidaksempurnaan pasar ini terjadi ketika perusahaan mengalami kendala keuangan seperti asimetri informasi dan biaya agensi. Ketidaksempurnaan pasar menyebabkan terbatasnya perusahaan untuk mencapai struktur modal optimal.
6. Hasil pengujian secara parsial variabel *financial constraint* terbukti tidak dapat memoderasi kepemilikan manajerial terhadap *debt to equity ratio* (DER). Perusahaan mengambil keputusan investasi yang dibatasi oleh penggunaan utang berdasarkan likuiditasnya. Pertama, adanya batas atas penerbitan utang yang tidak selalu perusahaan menunda investasi. Kedua, penentuan seberapa banyak investasi tidak mempengaruhi batas atas. Ketiga, batas atas dapat mengubah strategi ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan melalui perubahan struktur modal. Keempat, batas atas menyebabkan perubahan utang yang semula berisiko menjadi tidak berisiko. Kelima, batas atas dapat menurunkan utang, memungkinkan

penggunaan kredit dan kemungkinan gagal bayar. Hasil pengujian secara parsial variabel financial constraint terbukti dapat memoderasi kepemilikan manajerial terhadap *debt to asset ratio* (DAR). Tingginya kepemilikan manajerial maka perusahaan akan sedikit menggunakan utang. Utang banyak digunakan perusahaan untuk mengurangi masalah agensi antara pemegang saham dan manajemen. Dengan kekuatan manajemen yang besar perusahaan akan cenderung sedikit menggunakan utang untuk memenuhi investasi perusahaan karena perusahaan memiliki sumber dana yang melimpah. Selain itu, Perusahaan menggunakan lebih banyak utang dan sewa operasi apabila indeks kekuatan CEO di bawah ambang batas tertentu. Apabila kekuatan CEO telah melampaui batas maka tindakan CEO cenderung akan memanipulasi struktur modal demi kepentingan pribadinya sehingga memungkinkan perusahaan sedikit menggunakan utang dan sewa operasi.

7. Hasil pengujian secara parsial variabel *financial constraint* terbukti dapat memoderasi kepemilikan institusional terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR). Investor institusional memiliki hubungan dengan kendala keuangan karena investor institusional dapat melakukan pemantauan mengenai kebijakan keuangan perusahaan. Pemantauan tersebut harus dilakukan karena investor institusional memiliki portofolio yang beragam sehingga perusahaan harus mengeluarkan biaya pemantauan yang tinggi untuk mengawasi aset mereka. Keberadaan investor institusional seringkali dianggap *blockholder* karena memiliki proporsi kepemilikan saham terbesar yang dapat melakukan pemantauan langsung yang bertujuan untuk mengurangi biaya agensi. Selain itu, kehadiran investor institusional selalu diharapkan pasar karena mereka dapat memengaruhi mekanisme *corporate governance* dan mengurangi kendala keuangan. Investor institusional juga memiliki motif privat kontrol, likuiditas saham dan perlindungan yang rendah bagi investor.

8. Hasil pengujian secara parsial variabel *financial constraint* terbukti tidak dapat memoderasi kepemilikan keluarga terhadap *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR). Perusahaan keluarga seringkali menemui kendala keuangan yang buruk karena pemilik berusaha memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Peningkatan arus kas investasi dengan penyelarasan insentif manajerial menunjukkan bahwa perusahaan memiliki peluang investasi yang lebih baik. Adanya penyelarasan insentif manajerial yang tinggi menyebabkan perusahaan kesulitan untuk mengakses informasi dari pasar modal. Hal ini dapat meningkatkan asimetri informasi artinya perusahaan kesulitan untuk memperoleh informasi dari pasar modal. Oleh karena itu, akan lebih baik manajer dan pemilik perusahaan sebaiknya melepaskan investasi mereka daripada harus menjual sekuritas dibawah harga.
9. Hasil pengujian secara simultan kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, dan *financial constraint* terbukti berpengaruh terhadap kebijakan utang.

5.1 Implikasi

Berdasarkan hasil penelitian dapat ditemukan implikasi secara praktis dan teoritis sebagai berikut :

a. Bagi Praktisi

1. Bagi investor asing yang berada di posisi mananjemen dapat mengontrol perusahaan, mengatur manajemen agar lebih berhati-hati dalam berutang sehingga mengurangi biaya agensi.
2. Bagi manajer perusahaan tidak memiliki insenstif yang kuat untuk memaksimalkan keuntungan karena utang yang dimiliki perusahaan mendekati nol dan manajer juga mendapat sedikit tekanan dari pengawasan kreditur.

3. Bagi institusi kurang memperhatikan penerapan atau praktik tata kelola perusahaan. Keberadaan investor institusi tidak dapat berperan sebagai substitusi (pengganti) dalam peran pengawasan dan mendisiplinkan utang.
4. Bagi perusahaan keluarga seringkali terjadi sengketa kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Hal ini disebabkan karena pemegang saham mayoritas memiliki kontrol yang kuat terhadap perusahaan. Kontrol ini dilakukan melalui struktur piramida dan kepemilikan silang diantara beberapa perusahaan. Model ini umum terjadi di semua negara di kawasan Asia Tenggara termasuk Indonesia.

b. Bagi Akademisi

Penelitian ini dapat dijadikan sebagai referensi penelitian selanjutnya dan sebagai bukti bahwa *financial constraints* dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil penelitian terdapat beberapa saran yang ditujukan untuk penelitian selanjutnya agar menggunakan indikator lain yang tidak terdapat dalam penelitian ini. Penelitian lain dapat menggunakan variabel lain yang mendukung agar penelitian selanjutnya dapat memberikan hasil yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

Abobakr, M., Elgiziry, K. (2016). The Effect of Board Characteristics and Ownership Structure on The Financial Leverage. *Accounting and Finance Research*. 5(1) : 1-14.

Alvarez, R., Bertin, J.M., Pombo, C. (2016). Do Institutional Investors unbind firm financial constraints? Evidence from emerging markets.

Ahmad, H., Akhter, N., Siddiq, T., Iqbal, Z. (2018). Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure of Non-Financial Firms of Pakistan. *Information Management and Business Review*. 10(1) : 31-46.

Anderson, R., Reeb, D. (2003). Founding family ownership corporate diversification, and firm leverage. *Journal of Law and Economics*. 46(2) : 653–684.

Ayuningtyas, Dwi (2019, September 17). Kacau! Dalam 5 tahun, Utang Emiten BUMN Melesat 5kali. Diakses pada tanggal 10 Agustus 2020 dari https://www.cnbcindonesia.com/market/20190917114800-17-99979/kacau-dalam-5-tahun-utang-emiten-bumn-melesat-10-kali/1.

Baek, H.Y., Cho, D.D., Fazio, P.L. (2016). Family ownership, control and corporate capital structure: an examination of small capitalization public firms. *Journal of Family Business Management*. 6(2) : 1-29.

Bebchuk, L.A., Kraakman, R., Triantis, G.G. (2000). Stock Pyramids, Cross Ownership and Dual Class Equity: The Mechanism and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights. Concetrated Corporate Ownership. *Chicago University Press* : 295-315.

Brigham, Joel F., Houston, Eugene F. (2019). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.

Claessens, S., Lang, H.P., Djankov, S. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*. 58(1-2) : 81-112.

Cleary, S. (1999). The Relationship between Firm Investment and Financial Status. *Journal of Finance.* 54(2) : 673–692.

Colombo, E. (2001). Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Hungarian Firms. *Applied Economics.* 33 : 1689–1701.

Cooper, D., Schindler, P.S. (2017). *Metode Penelitian Bisnis*. Jakarta : Salemba Empat.

Dewiningrat, A.I., I K.M. (2018). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Struktur Aset Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*. 7(7) : 3471-3501.

Donnelley, R.G. (1964). The Family Business. *Harvard Business Review*. 42(4) : 93-105.

Edmans, A., Manso, G.,(2011). Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders. *Review of Financial Studies.* 24 : 2395 – 2428.

Endri, E., Mustafa, B., Reynandi, O. (2018). Determinants of Debt Policy of Real Estate and Property Companies Listed on The Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 9(2) : 96-104.

Fayez, M., Ragab, A.A., Moustafasoliman, M. (2019). The Impact of Ownership Structure on Capital Structure: An Empirical Study on the Most Active Firms inthe Egyptian Stock Exchange. *Open Access Library Journal*. 6 : 1-13.

Fazzari, S., Hubbard R.G., Petersen, B. (1988). Financing constraints and corporate investment, *Brookings Papers on Economic Activity.* 19 : 141-195.

Friend, I., Lang, L.H.P. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance.* 43(2) : 271-281.

Ghazouani (2013). The capital structure through the trade-off theory : Evidence from Tunisian firm. *International Journal of Economics and Financial.*

Ghozali, Imam (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program IBM SPSS19*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gottardo, P., Moissello, A.M. (2016). The Impact of Family Control and Influence on Leverage. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences.* 87 : 5-24.

Gonzalez, M., Gusman, A., Pombo, C., Trujillo, M.A. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research.* 66 : 2308–2320.

Grier, P., Zychowicz, E. J. (1994). Institutional investors, corporate discipline, and the role of debt. *Journal of Economics and Business,* 46(1) : 1-11.

Grossman, S.J., Hart, O.D. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. In: The Economics of Information and Uncertainty, *University of Chicago Press* : 107-140.

Gugler, K. (2003). Corporate Governance and Investment. *International Journal of the Economics of Business.* 10 : 261–289.

Gurunlu, M., Gursoy, G. (2010). The Influence of Foreign Ownership on Capital Structure of Non-Financial Firms : Evidence from Istanbul Stock Exchange. *IUP Jornal of Corporate Governance*. 9 : 21-29.

Hadlock, C.J., Pierce, J.R. (2010). New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *The Review of Financial Studies*. (23) 5 : 1909-1940.

Hamdani, Trio (2018). Pemerintah Beberkan Asal Usul Utang BUM Rp5000 triliun. *https://finance.detik.com.* Diakses pada tanggal 17 Juni 2020

Harjito, Agus., Martono (2014). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : Ekonisia

Harris, M., Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *Journal of Finance.* 45 : 321–349.

Hassan, A., Butt, A.S. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*. 4(2)

Hayat, M., Yu, Y., Wang, M., Khalil, J. (2018). Impact of Managerial and Institutional Ownership on Capital Structure : A comparison between China and US. *European Journal of Business and Management*. 10(24) : 69-84.

Hung, J., Y. Kuo (2011).The Effect of Family Control on Investment-Cash Flow Sensitivity. *Applied Financial Economics.* 21 : 897–904.

Husna, A., Satria, I. (2019). Effects of Return on Asset, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 9(5) : 50-55.

Hussein, A.R., Sakr, A., Barie, A.A. (2019). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Egyptian Listed Firms. *Open Access Library Journal.* 6 : 1-15.

Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics.* 3 : 305-360.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review.* 76 : 323-339.

Kaplan, S.N., Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?. *Quarterly Journal of Economics.* 112 (1) : 169–213.

Khan, J.S., Ahsan, S.M., Malik, H.A. (2015). Impact of Ownership Structure on Dividend Policy and Capital Structure:Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan.

Kim, W.S., Sorensen, E.H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 21(2) : 131-144.

La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance.* 52 : 1147 – 1170.

Lamont, O., Polk, C., Saá-Requejo, J. (2001). Financial Constraints and Stock Returns. *Review of Financial Studies.* 14(2) : 529–554.

Le, T.P.V., Kathy, T. (2017). Ownership Structure and Capital Structure : A Study of Vietnamese Listed Firms. *Australian Economic Papers* : 319-344.

Lee, S. (2008). Ownership Structure And Financial Performance: Evidence From Panel Data Of South Korea, *University of Utah*.

Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P., (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics.* 69 : 505 – 527.

Lumapow, L.S. (2018). The Influence of Managerial Ownership and Firm Size On Debt Policy. *International Journal of Applied Business & International Management*. 3(1) : 47 – 56.

Lukens, K. (2016). The Influence Of Ownership Structure on the capital structure in Dutch Firms. *Master Thesis.*

Luo, S., Zhang, Y., Zhou, G. (2018). Financial Structure and Financing Constraints: Evidence on Small- and Medium-Sized Enterprises in China. *Sustainability.* 10 : 1-20.

Mertzanis, C. (2016). Ownership structure and access to finance in developing countries. *Applied Economics* : 1-20.

Modigliani, F., Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*. 48(3) : 261–297.

Morck, R., Yeung, B. (2003). Agency Problems in Large Family Business Groups. *Entrepreneurship: Theory and Practice*. 27(4) : 367-382.

Mullier, K., Schoors, K., Merlevede, B. (2016). Investment-cash flow sensitivity and financial constraints: Evidence from unquoted European SMEs. *Journal of Banking & Finance*. 73 : 182-197.

Munir, Q., Kok, S.C., Teplova, T., Li, T. (2017) Powerful CEOs, debt financing, and leasing in Chinese SMEs: Evidence from threshold model. *North American Journal Economic Finance*. 42 : 487–503.

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.

Nastiti, R.D., Andayani (2016). Pengaruh Struktur Aset, Likuiditas, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 1(5).

Nenova, T., (2003). The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country analysis. *Journal of Financial Economics.* 68 : 325 – 351.

Oktaviantari, N.K.A., Baskara, I.K.G. (2019). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Tangibility Assets dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal Pada Subsektor Ritel. *E-Jurnal Manajamen Udayana.* 8(6) : 3843-3872.

Peilouw, C.T. (2017). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Perpajakan*. 3(1).

Peruzzi, V. (2017). Does family ownership structure affect investment-cash flow sensitivity? Evidence from Italian SMEs. *Applied Economics* : 1-17.

Pindado, J., I. Requejo, C. De La Torre. (2011). Family Control and Investment-Cash Flow Sensitivity: Empirical Evidence from the Euro Zone. *Journal of Corporate Finance.* 17 : 1389–1409.

Pontoh, W. (2017). The Capital Structure : Is Debt just a policy or requerement?. *European Research Studies Journal.* 20 : 128-139.

Quang, D.X., Xin, W.Z. (2013). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure: The case of Vietnamese Firms. *Australian Journal of Business and Management Research*. 9(3) : 11-19.

Rebecca, Y., Siregar, S.V.(2013). The Effect of Corporate Governance Index, Family Ownership and Institutional Ownership on Equity Costs and Debt Costs: Empirical Studies on Manufacturing Companies Listed on the IDX. *Simposium Nasional Akuntansi* (SNA). 15

Ross, S.A. (1977). The Determination of Financial Structure : the Incentive-Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*. 8(1) : 23-40.

Safitri, L.A., Wulanditya, A. (2017). The effect of institutional ownership, managerial ownership, free cash flow, firm size and corporate growth on debt policy. *The Indonesian Accounting Review.* 7(2) : 141 – 154.

Sembenelli, A., Schiantarelli. F. (1996). Form of Ownership and Financing Constraints. *Working Paper No 1629. Washington,* DC: World Bank.

Shahzad, F., Nazir, M.R., Amin W. (2017). Does Ownership Structure Impact on Capital Structure? *International Journal of Management, Accounting and Economics*. 4(6) : 629-639.

Sharma, P., Chrisman, J.J., Chua, J.H. (1997). Strategic Management of The Family Business : Past Research and Future Challenges. *Family Business Review*. 10(1) : 1-36.

Shleifer, A., R. Vishny, R.W. (1988). Large Shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*. 94 : 461- 488.

Shibata, T., Nishihara, M. (2018). Management Investment Timing, Reversibility and Financing Constraints. *Journal of Corporate Finance*. 48 : 771–796.

Stryckova, L. (2019). Debt policy of companies in Czech Republic. *Journal of International Studies*. 12(3) : 183-197.

Tahir, N., Hormati, A., Zainuddin (2020). Ownership Structure, Free Cash Flow, Asset Structure and Dividend Policy On Debt Policy. *Journal Accountability*. 9(1) : 28-35.

Taran, A. (2019). Corporate Ownership and Capital Structure: Evidence From Romanian. *Eastern Journal of European Studies*. 10(1) : 133-150.

Thai, An (2017). The Effect of Foreign Ownership on Capital Structure in Vietnam. *Review of Integrative Business and Economics Research*. 8(1) : 20-32.

Viriya, H., Suryaningsih, R. (2017). Determinant of Debt Policy: Empirical Evidence from Indonesia. *Journal of Finance and Banking Review*. 2(1) : 1–8.

Vo, D.H., Nguyen, V.T. (2014). Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms. *International Journal of Economics and Finance*. 6(5) : 274-284.

Whited, T.M., Wu, G. (2006). Financial Constraints Risk. *The Review of Financial Studies.* 19(2) : 531-559.

Widarjono, Agus (2013). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya Disertai Panduan Eviews*. Yogyakarta : UPP STM YKPN.

Yong, O. (1997). *Pengantar Teori Keuangan*. Kuala Lumpur : Dewan Bahasa dan Pustaka.

Zhang, H., Zhang, Y., Zhou, S., He, Y. (2019). Corporate Cash Holdings and Financial Constraints – An Analysis Based on Data on China at Company Level after the Global Financial Crisis. *Emerging Markets Finance and Trade* : 1-14.

LAMPIRAN I

No	Kode Saham	Nama Perusahaan
1	BISI	Bisi Indonesia Tbk
2	AALI	Astra Agro Lestari Tbk
3	ANJT	Austindo Nusantara Jaya Tbk
4	BWPT	Eagle High Plantations Tbk
5	DSNG	Dharma Satya Nusantara Tbk
6	GZCO	Gozco Plantation Tbk
7	JAWA	Jaya Agra Wattie Tbk
8	LSIP	PP. London Sumatera Indonesia Tbk
9	MAGP	Multi Agro Gemilag Plantation Tbk
10	PALM	Provident Agro Tbk
11	SGRO	Sampoerna Agro Tbk
12	SIMP	Salim Ivomas Pratama Tbk
13	SMAR	Sinarmas Agro Resources and Technology Tbk
14	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk
15	UNSP	Central Proteinaprima Tbk
16	DSFI	Dharma Samudera Fishing Industries Tbk
17	IIKP	Inti Agri Resources Tbk
18	BTEK	Bumi Teknokultura Unggu Tbk
19	ADRO	Adaro Energy Tbk
20	ARII	Atlas Resources Tbk
21	BRMS	Bumi Resources Minerals Tbk
22	BSSR	Baramukti Sukses Sarana Tbk
23	BUMI	Bumi Resources Tbk
24	BYAN	Bayan Resources Tbk
25	DEWA	Darma Henua Tbk
26	DOID	Delta Dunia Makmur Tbk
27	GEMS	Golden Energi Mines Tbk
28	HRUM	Harum Energy Tbk
29	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk
30	KKGI	Resources Alam Indonesia Tbk
31	MBAP	Mitrabara Adiperdana Tbk
32	PTRO	Petrosea Tbk
33	SMMT	Golden Eagle Energy Tbk
34	TOBA	Toba Bara Sejahtera Tbk
35	ARTI	Ratu Prabu Energy Tbk
36	BIPI	Astrindo Nusantara Infrastruktur Tbk
37	ELSA	Elnusa Tbk
38	ENRG	Energy Megah Persada Tbk
39	ESSA	Surya Esa Perkasa Tbk
40	PKPK	Perdana Karya Perkasa Tbk
41	PTBA	Tambang Batu Bara Bukit Asam Tbk
42	MYOH	Samindo Resources Tbk
43	ANTM	Aneka Tambang Tbk
44	DKFT	Central Omega Resources Tbk

45	INCO	Vale Indonesia Tbk
46	PSAB	J. Resources Asia Pasific Tbk
47	SMRU	SMR Utama Tbk
48	TINS	Timah Tbk
49	MITI	Mitra Investindo Tbk
50	INTP	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk
51	SMBR	Semen Baturaja Tbk
52	SMCB	Solusi Bangun Indonesia Tbk
53	SMGR	Semen Gresik Indonesia Tbk
54	WTON	Wijaya Karya Beton Tbk
55	AMFG	Asahimas Flat Grass Tbk
56	ARNA	Arwana Citra Mulia Tbk
57	IKAI	Inti Keramik Alam Asri Industri Tbk
58	KIAS	Keramika Indonesia Asosiasi Tbk
59	MLIA	Mulia Industrindo Tbk
60	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk
61	ALKA	Alaska Industrindo Tbk
62	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk
63	BAJA	Saranacetral Bajatama Tbk
64	BTON	Beton Jaya Manunggal Tbk
65	CTBN	Citra Turbindo Tbk
66	GDST	Gunawan Dianjaya Steel Tbk
67	INAI	Indah Aluminium Industry Tbk
68	JKSW	Jakarta Kyoei Steel Worth Tbk
69	KRAS	Krakatau Steel Tbk
70	LION	Lion Metal Works Tbk
71	LMSH	Lion Mesh Prima Tbk
72	NIKL	Pelat Timah Nusantara Tbk
73	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk
74	TBMS	Tembaga Mulia Semanan Tbk
75	BRPT	Barito Pasific Tbk
76	DPNS	Budi Starch and Sweetener Tbk
77	EKAD	Ekadarma International Tbk
78	INCI	Intan Wijaya International Tbk
79	SRSN	Indo Acitama Tbk
80	TPIA	Chandra Asri Petrachemical Tbk
81	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk
82	AKKU	Alam Karya Unggul Tbk
83	AKPI	Argha Karya Prima Industry Tbk
84	APLI	Asiaplast Industries Tbk
85	BRNA	Berlina Tbk
86	FPNI	Lotte Chemical Titan Tbk
87	IGAR	Champion Pasific Indonesia Tbk
88	IMPC	Impact Pratama Industri Tbk
89	IPOL	Indopoly Swakarsa Industry Tbk
90	TRST	Trias Sentosa Tbk

91	YPAS	Yana Prima Hasta Persada Tbk
92	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
93	JPFA	Japfa Comfeed Indonesia Tbk
94	MAIN	Malindo Feamill Tbk
95	SIPD	Sierad Produce Tbk
96	SULI	SLJ Global Tbk
97	TIRT	Tirta Mahakam Resources Tbk
98	ALDO	Akindo Naratama Tbk
99	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk
100	INRU	Toba Pulp Lestari Tbk
101	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk
102	SPMA	Suparma Tbk
103	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk
104	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk
105	APLN	Agung Podomoro Land Tbk
106	BAPA	Bekasi Asri Pemula Tbk
107	BCIP	Bumi Citra Permai Tbk
108	BEST	Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk
109	BIKA	Binakarya Jaya Abadi Tbk
110	BIPP	Bhuawanatala Jaya Abadi Tbk
111	BKDP	Bukit Darmo Property Tbk
112	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk
113	COWL	Cowell Development Tbk
114	CTRA	Ciputra Development Tbk
115	DART	Duta Anggada Realty Tbk
116	DILD	Intiland Development Tbk
117	DMAS	Duta Pertiwi Tbk
118	ELTY	Bakrieland Development Tbk
119	EMDE	Megapolitan Development Tbk
120	FMII	Fortune Mate Indonesia Tbk
121	GAMA	Gading Development Tbk
122	GMTD	Goa Makassar Tourism Development Tbk
123	GPRA	Perdana Gapura Prima Tbk
124	GWSA	Greenwood Sejahtera Tbk
125	JRPT	Jaya Real Property Tbk
126	KIJA	Kawasan Industri Jababeka Tbk
127	LCGP	Eureka Prima Jakarta Tbk
128	LPCK	Lippo Cikarang Tbk
129	LPKR	Lippo Karawaci Tbk
130	MDLN	Modernland Realty Tbk
131	MKPI	Metropolitan Kencana Tbk
132	MTLA	Metropolitan Land Tbk
133	MYRX	Hanson International Tbk
134	NIRO	City Retail Developments Tbk
135	OMRE	Indonesia Prima Property Tbk
136	PUDP	Pudjiati Prestige Tbk

137	PWON	Pakuwon Jati Tbk
138	RMBS	Rista Bintang Mahkota Sejati Tbk
139	RDTX	Roda Vivatex Tbk
140	RODA	Pikko Land Development Tbk
141	SMDM	Suryamas Dutamakmur Tbk
142	SMRA	Summarecon Agung Tbk
143	TARA	Sitara Propertindo Tbk
144	ACST	Acset Indonesia Tbk
145	ADHI	Adhi Karya Tbk
146	DGIK	Nusa Konstruksi Enjining Tbk
147	NRCA	Nusa Raya Cipta Tbk
148	SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk
149	TOTL	Total Bangun Persada Tbk
150	WIKA	Wijaya Karya Tbk
151	PTPP	Pembangunan Perumahan Tbk
152	KRAH	Grand Kartech Tbk
153	ASII	Astra International Tbk
154	AUTO	Astra Otoparts Tbk
155	BRAM	Indo Kordsa Tbk
156	GDYR	Goodyear Indonesia Tbk
157	GJTL	Gajah Tunggal Tbk
158	IMAS	Indomobil Sukses International Tbk
159	INDS	Indospring Tbk
160	LPIN	Multi Prima Sejahtera Tbk
161	MASA	Multi Strada Arah Sarana Tbk
162	PRAS	Prima Alloy Steel Universal Tbk
163	SMSM	Selamat Sampurna Tbk
164	ADMG	Polychem Indonesia Tbk
165	ARGO	Argo Pantes Tbk
166	ERTX	Eratex Djaya Tbk
167	ESTI	Ever Shine Tex Tbk
168	HDTX	Panasia Indo Resources Tbk
169	INDR	Indo Rama Synthetic Tbk
170	PBRX	Pan Brothers Tbk
171	POLY	Asia Pasific Fibers Tbk
172	RICY	Ricy Putra Globalindo Tbk
173	SRIL	Sri Rejeki Isman Tbk
174	SSTM	Sunsons Textile Manufacturer Tbk
175	TFCO	Tifico Fiber Indonesia Tbk
176	TRIS	Trisula International Tbk
177	UNIT	Nusantara Inti Corpora Tbk
178	BATA	Sepatu Bata Tbk
179	IKBI	Sumi Indo Kabel Tbk
180	JECC	Jembo Cable Company Tbk
181	KBLI	KMI Wire and Cable Tbk
182	KBLM	Kabelindo Murni Tbk

183	SCCO	Supreme Cable Manufacturing and Commerce Tbk
184	VOKS	Voksel Electric Tbk
185	PTSN	Sat Nusa Persada Tbk
186	ALTO	Tri Banyan Tirta Tbk
187	AISA	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk
188	CEKA	Wilmar Cahaya Indonesia Tbk
189	DLTA	Delta Djakarta Tbk
190	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
191	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk
192	MYOR	Mayora Indeh Tbk
193	PSDN	Prashida Aneka Niaga Tbk
194	ROTI	Nippon Indosari Corporindo Tbk
195	SKLT	Sekar Laut Tbk
196	STTP	Siantar Top Tbk
197	ULTJ	Ultrajaya Milk Industry and Trading Company Tbk
198	GGRM	Gudang Garam Tbk
199	HMSP	Handjaya Mandala Sampoerna Tbk
200	RMBA	Bentoel International Investama Tbk
201	WIIM	Wismilak Inti Makmur Tbk
202	DVLA	Darya Varia Laboratoria Tbk
203	MERK	Merck Indonesia Tbk
204	PYFA	Pyridam Farma Tbk
205	SCPI	Morck Shappe Dahmen Pharma Tbk
206	SIDO	Sido Muncul Tbk
207	TSPC	Tampo Scan Pasific Tbk
208	ADES	Akasha Wira International Tbk
209	KINO	Kino Indonesia Tbk
210	MBTO	Martina Bento Tbk
211	MRAT	Mustika Ratu Tbk
212	TCID	Mandom Indonesia Tbk
213	UNVR	Unilever Indonesia Tbk
214	CINT	Chitose International Tbk
215	KICI	Kedaung Indah Can Tbk
216	LMPI	Langgeng Makmur Industry Tbk
217	LAPD	Leyand International Tbk
218	RAJA	Rukun Raharja Tbk
219	CMNP	Cipta Marga Nusaphala Persada Tbk
220	JSMR	Jasa Marga Tbk
221	META	Nusantara Infrastructure Tbk
222	EXCL	XL Axiata Tbk
223	ISAT	Indosat Tbk
224	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk
225	ASSA	Adi Sarana Armada Tbk
226	BBRM	Pelayanan Nasional Bina Buana Raya Tbk
227	BIRD	Blue Bird Tbk
228	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk

229	CASS	Cardig Aero Services
230	CMPP	Air Asia Indonesia Tbk
231	GIAA	Garuda Indonesia Tbk
232	HITS	Humpuss Intermoda Transportasi Tbk
233	IATA	Indonesia Air Transport dan Infrastruktur
234	INDX	Tanah Laut
235	KARW	ICTSI Jasa Prima Tbk
236	LEAD	Logindo Samudera Tbk
237	LRNA	Ekasari Lovena Transport Tbk
238	MBSS	Mitra Batera Segara Sejati Tbk
239	MIRA	Mitra International Resources Tbk
240	NELY	Pelayanan Nelly Dewi Putri Tbk
241	PTIS	Indo Statis Tbk
242	SDMU	Sidomulyo
243	SMDR	Samudera Indonesia Tbk
244	SUCI	Suechi Lines Tbk
245	TAXI	Express Transindo Utama Tbk
246	TMAS	Pelayanan Tampuran Emas Tbk
247	TPMA	Trans Power Marine Tbk
248	WEHA	Weha Transportasi Indonesia Tbk
249	WINS	Wintermar Offshore Marine Tbk
250	BALI	Bali Towerindo Sentra
251	BUKK	Bukaka Tbk
252	IBST	Inti Bangun Sejahtera Tbk
253	GOLD	Visi Telekomunikasi Infrastruktur Tbk
254	INDY	Indika Energy Tbk
255	SUPR	Solusi Tunas Pratama Tbkj
256	TBIG	Tower Bersama Infrastructure Tbk
257	TOWR	Sarana Menara Nusantara Tbk

LAMPIRAN II

PERUSAHAAN NON-KE
VARIABEL

No.	Emiten	Utang	EAT	Aset	Aktiva Lancar	Hutang Lancar
1	BISI	326,304	265,072	2,141,600	1,778,384	279,244
2	AALI	9,813,584	689,403	21,512,371	2,814,123	3,522,133
3	ANJT	1,793,543	(223,554)	6,489,775	713,064	819,231
4	BWPT	11,005,922	(297,151)	17,658,837	2,796,883	3,955,212
5	DSNG	5,346,254	314,147	7,853,275	2,315,276	2,098,774
6	GZCO	2,294,060	(31,816)	4,964,076	257,384	204,503
7	JAWA	2,078,211	(16,112)	3,368,152	210,504	451,499
8	LSIP	1,510,814	689,704	8,848,792	1,268,557	571,162
9	MAGP	347,747	(97,446)	1,151,749	27,698	201,365
10	PALM	3,009,676	(776)	4,696,939	203,974	904,699
11	SGRO	3,877,887	289,036	7,294,673	1,606,027	1,264,558
12	SIMP	14,465,741	529,210	31,697,142	5,028,025	5,373,084
13	SMAR	16,334,245	(279,997)	23,957,015	10,680,145	9,897,188
14	TBLA	6,405,298	558,783	9,283,775	3,128,687	2,707,963
15	UNSP	13,569,811	(763,648)	16,926,617	1,473,246	7,965,667
16	DSFI	159,148	23,535	302,253	149,220	99,755
17	IIKP	12,859	(16,313)	332,003	11,356	11,255
18	BTEK	415,508	1,108	495,390	90,852	185,468
19	ADRO		2,406,055	81,275,670	14,901,959	6,269,001

		35,540,193				
20	ARII	3,717,628	(349,883)	4,848,722	552,986	2,697,348
21	BRMS	1,236,611	(874,392)	27,370,751	120,288	11,981,638
22	BSSR	940,150	364,832	2,371,687	631,716	764,881
23	BUMI	86,897,298	(30,161,206)	46,824,041	7,476,368	75,510,462
24	BYAN	10,562,717	(1,132,752)	12,937,665	3,884,104	2,059,955
25	DEWA	2,044,674	15,343	5,145,189	1,859,372	1,483,421
26	DOID	10,302,050	(100,929)	11,474,627	4,246,680	1,414,268
27	GEMS	1,685,142	39,592	5,099,556	2,700,192	966,246
28	HRUM	513,310	(169,302)	5,251,122	3,110,083	449,818
29	ITMG	4,742,804	889,433	16,255,518	3,922,525	3,922,241
30	KKGI	297,085	(4,719)	1,344,107	526,623	239,950
31	MYOH	936,475	285,912	2,224,205	1,177,138	505,256
32	PKPK	87,084	(60,520)	170,599	69,564	86,264
33	PTBA	7,606,496	1,875,933	16,894,043	7,598,476	4,922,733
34	PTRO	3,408,620	171,679	5,867,952	1,947,675	1,254,440
35	SMMT	313,674	(59,115)	712,785	127,208	167,591
36	TOBA	1,755,461	411,334	3,895,317	1,331,344	951,202
37	ARTI	763,272	15,452	2,449,293	757,256	156,965
38	BIPI	14,002,498	(619,173)	19,829,901	204,604	8,522,130
39	ELSA	1,772,327	375,831	4,407,513	2,079,319	1,448,585
40	ENRG	15,884,259	(3,948,395)	20,926,017	6,224,139	10,657,960
41	ESSA	1,307,155	183,346	3,832,885	923,135	576,958
42	MEDC	30,120,052	(2,479,977)	39,689,792	14,251,935	7,264,132
43	RUIS	753,340	42,518	1,091,754	563,676	651,583

44	ANTM	12,040,132	912,556	30,356,851	257,817	4,339,330
45	DKFT	55,506	573	1,363,051	837,887	41,546
46	INCO	6,208,983	622,959	31,224,156	7,637,868	2,048,395
47	PSAB	7,074,232	413,798	11,486,177	985,885	3,215,978
48	SMRU	1,399,374	(304,449)	2,620,872	791,636	549,564
49	TINS	3,908,615	1,062,657	9,279,683	5,444,199	2,998,953
50	MITI	138,015	(162,866)	248,928	218,249	117,281
51	INTP	3,772,410	4,258,600	27,638,360	13,133,854	2,687,743
52	SMBR	319,315,349	348,345	3,268,668	1,938,568	255,995
53	SMCB	8,871,708	144,983	17,321,061	2,581,774	3,957,441
54	SMGR	10,712,321	4,662,164	38,153,119	10,538,704	6,599,190
55	WTON	2,192,672	158,568	4,456,098	2,454,909	1,793,465
56	AMFG	880,052	323,503	4,270,275	2,231,181	479,376
57	ARNA	536,051	74,226	1,430,779	509,178	498,858
58	IKAI	321,010	(110,308)	390,043	143,318	177,270
59	KIAS	310,906	(182,088)	2,124,391	682,056	204,894
60	MLIA	6,010,681	(40,237)	7,125,800	1,530,198	1,757,516
61	TOTO	947,998	337,988	2,439,541	1,348,063	560,119
62	ALKA	82,596	51,417	144,628	71,783	70,739
63	ALMI	1,623,927	(49,499)	2,189,038	1,370,784	1,520,673
64	BAJA	787,055	(9,339)	948,683	667,261	777,987
65	BTON	34,012	5,823	183,116	136,555	31,337
66	CTBN	1,319,924	118,815	3,146,473	22,299	1,200,000
67	GDST	379,524	(56,109)	1,183,934	414,762	341,083
68	INAI		(49,499)	2,189,038	1,370,784	952,130

		1,623,927				
69	JKSW	70,518	143,408	265,000	111,678	705,813
70	KRAS	26,107,506	12,305,612	50,497	12,174,246	21,357,990
71	LION	21,341	808	33,783	89,126	133,694
72	LMSH	21,341	808	133,783	89,126	11,018
73	NIKL	3,908,615	1,062,657	9,279,683	5,444,199	1,049,141
74	PICO	358,697	16,567	605,788	449,061	282,807
75	TBMS	1,504,078	29,993	1,803,527	1,328,210	1,590,397
76	BRPT	14,583,729	2,538,280	31,081,294	6,186,602	5,944,205
77	DPNS	33,187	362	274,483	185,099	13,865
78	EKAD	97,730	30,401	389,691	284,055	79,594
79	INCI	15,495	17,624	169,546	107,269	11,085
80	SRSN	233,993	16,050	574,073	440,739	203,380
81	TPIA	13,306,366	353,658	18,582,945	5,682,888	5,536,726
82	UNIC	1,113,474	(27,253)	3,034,191	2,124,198	901,078
83	AKKU	50,507	(1,286)	7,648	6,232	1,231
84	AKPI	1,775,577	80,859	2,883,143	1,015,820	985,626
85	APLI	87,059	1,196	308,620	81,119	68,836
86	BRNA	1,308,987	(7,160)	2,136,901	584,029	511,797
87	FPNI	1,869,267	43,607	3,179,907	1,426,689	1,737,705
88	IGAR	73,472	52,790	383,936	309,535	62,394
89	IMPC	578,353	123,571	1,675,233	897,761	395,268
90	IPOL	1,740,180	(9,785)	38,290,840	1,119,558	1,369,784
91	TRST	1,400,439	214,520	3,357,359	1,137,767	869,537
92	YPAS	128,790	(10,316)	279,190	104,222	85,098

93	CPIN	12,123,488	1,850,392	24,684,915	12,013,294	5,703,842
94	JPFA	11,049,774	925,458	17,159,466	9,604,154	5,352,670
95	MAIN	2,413,483	(65,454)	3,962,068	2,027,928	1,520,802
96	SIPD	1,512,528	(35,592)	2,246,770	1,145,163	1,046,536
97	SULI	1,454,361	(121,768)	1,159,608	453,844	546,979
98	TIRT	672,007	17,338	763,168	520,355	479,533
99	ALDO	195,082	24,085	366,011	247,660	184,214
100	FASW	4,548,288	866,413	6,993,634	1,718,541	1,609,497
101	INKP	60,224,924	3,177,233	96,003,940	28,291,542	21,688,344
102	INRU	2,847,527	32,095	4,554,451	815,113	857,420
103	KDSI	798,173	6,889	1,177,094	731,259	632,245
104	SPMA	1,390,005	(43,105)	2,185,464	712,695	765,798
105	TKIM	23,566,565	361,474	36,608,028	11,312,075	8,487,502
106	ASII	118,902	16,454	245,435	105,161	76,242
107	AUTO	4,195,684	279,235	14,339,110	4,796,770	3,625,907
108	BRAM	1,485,410	142,292	3,980,629	1,392,617	828,382
109	GDYR	880,587	(2,629)	1,645,962	802,045	909,883
110	GJTL	12,115,363	(207,955)	17,509,505	6,602,281	3,713,148
111	IMAS	18,163,866	(8,573)	24,860,958	12,192,275	13,035,531
112	INDS	634,889	132,465	2,553,928	992,929	445,007
113	LPIN	207,564	(18,173)	324,054	142,576	180,556
114	MASA	3,489,827	(374,120)	8,255,331	2,194,534	1,814,308
115	PRAS	811,178	49,582	1,531,742	658,889	655,590
116	SMSM	779,860	446,008	2,220,108	1,368,558	571,712
117			(312,173)	5,728,940	2,059,703	866,195

	ADMG	2,076,588				
118	ARGO	2,233,387	(152,043)	1,796,823	304,758	6,269,001
119	ERTX	494,616	73,727	731,008	368,549	311,232
120	ESTI	459,125	43,137	681,928	372,727	574,360
121	HDTX	3,482,406	(397,373)	4,878,369	626,813	831,965
122	INDR	6,929,284	181,772	10,978,172	4,013,930	3,772,679
123	PBRX	3,131,250	145,272	6,108,995	4,284,054	1,264,920
124	POLY	2,512,252	(296,054)	1,944,326	493,634	16,149,391
125	RICY	798,198	12,383	1,198,194	851,478	718,198
126	SRIL	6,910,106	754,949	10,684,853	4,407,602	984,296
127	SSTM	477,793	(14,040)	721,884	377,320	331,661
128	TFCO	409,200	13,640	13,640,004	967,563	342,689
129	TRIS	245,138	37,678	574,346	428,277	226,897
130	UNIT	217,565	732	460,539	127,287	213,483
131	BATA	248,071	28,895	795,258	521,211	210,932
132	IKBI	195,025	18,406	1,052,902	692,977	146,270
133	JECC	990,708	210,435	1,358,464	927,493	883,284
134	KBLI	524,438	116,753	1,551,800	961,563	337,674
135	KBLM	357,910	11,788	654,386	362,278	342,644
136	SCCO	850,792	159,120	1,773,144	1,380,917	819,138
137	VOKS	1,026,592	5,880	1,536,245	1,151,963	986,156
138	PTSN	197,078	6,674	866,352	409,679	166,882
139	AISA	5,094,072	379,032	9,060,979	4,463,635	1,493,308
140	ALTO	673,256	(24,163)	1,180,228	555,759	351,136
141	CEKA	845,933	102,342	1,485,826	1,253,019	816,471

142	DLTA	188,700	191,304	1,038,322	902,007	140,419
143	INDF	48,709,933	4,867,347	91,831,526	42,816,745	25,107,538
144	MLBI	1,334,373	503,624	2,100,853	709,955	1,215,227
145	MYOR	6,148,256	1,266,519	11,342,716	7,454,347	3,151,495
146	PSDN	296,080	(43,116)	620,399	286,838	236,911
147	ROTI	1,517,789	263,711	2,706,324	812,991	395,920
148	SKLT	225,066	18,203	377,111	189,759	159,133
149	STTP	910,759	183,516	1,919,568	875,469	554,491
150	ULTJ	742,490	524,201	3,539,997	2,103,565	561,628
151	GGRM	25,497,504	6,458,516	63,505,413	42,568,431	24,045,086
152	HMSP	5,994,664	10,355,007	38,010,724	29,807,330	4,538,674
153	RMBA	15,816,071	(1,629,718)	12,667,314	7,594,019	3,446,546
154	WIIM	398,991	125,706	1,342,700	988,814	341,706
155	DVLA	402,761	104,177	1,376,278	1,043,830	296,298
156	MERK	168,104	148,819	641,647	483,680	132,436
157	PYFA	58,729	4,125	159,951	72,746	36,534
158	SCPI	1,409,876	144,729	1,510,748	1,261,501	989,115
159	SIDO	197,797	437,898	2,796,111	1,707,439	184,060
160	TSPC	1,947,588	581,461	6,284,729	4,304,922	1,696,487
161	ADES	324,855	36,224	653,224	276,323	199,364
162	KINO	1,434,605	317,826	3,211,235	2,089,897	1,291,022
163	MBTO	214,686	8,678	648,899	467,304	149,061
164	MRAT	120,064	(1,929)	497,090	309,988	102,898
165	TCID	367,225	541,117	2,082,097	1,112,673	222,931
166	UNVR		5,864,386	15,729,945	6,623,114	10,127,542

		10,902,585				
167	CINT	67,734	36,576	382,807	204,899	58,866
168	KICI	40,460	25,420	133,832	73,425	12,783
169	LMPI	391,882	5,557	793,094	442,484	351,302
170	APLN	15,486,506	1,118,073	24,559,175	9,781,716	909,344
171	BAPA	74,812	1,385	175,744	128,343	-
172	BCIP	417,449	4,373	672,448	215,947	8,128
173	BEST	1,589,160	214,155	4,631,315	1,508,625	64,277
174	BIKA	1,470,706	75,080	2,137,500	1,747,746	25,842
175	BIPP	250,419	124,123	1,329,200	124,366	3,200
176	BKDP	218,404	(27,641)	791,612	213,304	30,204
177	BSDE	13,925,548	2,346,110	36,022,148	16,789,560	316,601
178	CTRA	13,208,497	1,753,690	26,258,719	12,544,502	913,690
179	DART	2,311,459	179,009	5,739,863	491,951	105,901
180	DILD	5,517,743	419,925	10,288,572	2,925,607	332,695
181	DMAS	846,523	1,365,792	8,007,121	4,495,175	53,562
182	ELTY	8,015,693	(931,612)	14,688,816	4,941,123	284,004
183	EMDE	536,106	61,293	1,196,041	558,329	58,985
184	FMII	138,730	159,505	584,000	324,764	5,011
185	GAMA	240,002	4,937	1,336,563	472,921	13,364
186	GMTD	719,733	119,790	1,273,990	545,869	17,051
187	GPRA	626,944	76,023	1,574,175	1,360,615	70,130
188	GWSA	536,332	1,264,139	6,805,278	809,864	38,035
189	JRPT	3,437,170	871,270	7,578,101	2,920,133	123,549
190	KIJA	2,095,654	354,886	5,597,357	6,645,564	245,155

191	LCGP	93,392	(313)	1,712,399	1,634,481	5,513
192	LPCK	1,843,462	887,865	5,476,757	4,283,677	70,309
193	LPKR	22,409,794	616,914	41,326,558	33,576,937	782,916
194	MDLN	6,785,594	885,206	12,843,051	3,145,580	77,795
195	MKPI	930,656	355,013	2,838,815	220,518	43,087
196	MMLP	653,294	115,466	3,204,321	518,849	12,646
197	MTLA	1,407,526	238,637	3,620,743	2,012,091	28,342
198	NIRO	383,188	(27,667)	3,141,665	1,417,773	32,223
199	OMRE	169,747	(20,882)	819,723	113,899	6,049
200	PUDP	135,765	27,939	445,919	171,711	104,616
201	PWON	9,323,066	1,408,606	18,778,122	5,408,562	198,259
202	RBMS	14,046	34,617	182,264	650,360	-
203	RDTX	282,594	260,638	1,872,159	393,063	4,908
204	RODA	724,268	479,244	3,232,243	1,407,826	16,492
205	SMDM	702,449	69,117	3,154,581	1,009,206	24,072
206	SMRA	11,228,512	1,086,441	18,758,262	7,289,682	63,007
207	TARA	248,631	2,214	1,294,373	214,553	3,019
208	ACST	1,264,639	45,386	1,929,498	1,590,910	373,222
209	ADHI	11,598,932	878,754	16,761,064	14,691,152	6,489,310
210	DGIK	1,010,468	7,485	2,094,466	1,426,309	150,303
211	IDPR	388,794	226,818	1,381,126	913,681	103,406
212	NRCA	908,458	191,227	1,995,091	1,502,011	372,373
213	PTPP	14,009,740	2,037,652	19,128,812	15,430,535	7,887,792
214	SSIA	3,125,924	368,686	6,463,923	2,899,771	416,667
215	TOTL		184,765	2,846,153	2,236,105	155,642

		1,979,840				
216	WIKA	14,164,305	709,311	19,602,406	12,560,285	4,323,398
217	LAPD	307,200	(81,844)	862,147	59,239	204,981
218	RAJA	412,863	334,661	958,585	526,508	311,524
219	CMNP	2,015,200	451,940	6,187,083	1,977,963	687,085
220	JSMR	24,356,318	1,302,378	36,724,982	3,729,047	7,743,787
221	META	2,235,705	207,503	4,840,194	1,407,658	556,830
222	EXCL	44,752,685	7,871	58,844,320	10,151,586	15,748,214
223	ISAT	42,124,676	(986,704)	55,388,517	9,918,677	20,052,600
224	TLKM	72,745,000	23,948	166,173,000	47,912,000	35,413,000
225	ASSA	2,038,423	33,274	2,892,967	265,670	625,123
226	BBRM	1,097,099	(378,679)	2,158,479	94,282	723,600
227	BIRD	2,824,936	826,114	7,153,055	566,159	964,508
228	BLTA	886,950	2,660,849	1,394,757	306,608	329,064
229	CASS	721,090	294,970	1,279,507	932,839	417,406
230	CMPP	146,632	(2,497)	175,317	73,416	95,450
231	GIAA	32,971,047	982,971	45,661,602	13,903,263	16,495,543
232	HITS	1,723,029	26,614	1,985,243	488,857	549,197
233	IATA	694,740	(143,051)	1,495,911	292,985	274,111
234	INDX	2,029	(374)	181,025	77,380	1,229
235	KARW	852,657	(402,307)	314,509	31,242	902,783
236	LEAD	1,935,947	(17,179)	3,686,510	693,544	552,429
237	LRNA	64,473	(1,102)	336,423	41,352	41,790
238	MBSS	538,264	(140,469)	4,245,876	1,124,523	571,853
239	MIRA	161,377	(18,913)	480,590	188,394	70,610

240	NELY	61,089	30,597	422,231	92,437	29,218
241	PTIS	396,367	(176,062)	81,597	75,818	244,294
242	SDMU	193,043	1,300	403,984	111,085	1,050,827
243	SMDR	3,869,700	70,615	7,906,966	249,691	2,286,553
244	SOCI	3,231,113	562,706	7,075,423	734,922	1,660,499
245	TAXI	1,962,823	34,337	2,883,807	616,300	425,778
246	TMAS	967,395	301,424	1,782,061	271,152	463,426
247	TPMA	915,094	28,032	1,808,015	230,244	472,848
248	WEHA	230,243	1,242	358,827	42,146	164,671
249	WINS	2,645,993	(128,820)	6,147,306	575,249	813,945
250	BALI	704,173	120,933	1,204,724	78,542	247,266
251	BUKK	791,546	67,514	1,993,214	976,967	662,158
252	IBST	1,196,286	315,989	4,177,280	454,686	203,655
253	GOLD	16,681	(4,075)	93,106	78,361	10,767
254	INDY	18,194,237	(1,021,060)	29,665,392	11,412,675	7,410,767
255	SUPR	333,839	9,582	559,080	459,189	831,915
256	TBIG	21,208,875	770,039	22,799,671	2,605,510	1,914,539
257	TOWR	13,738,170	2,962,777	21,416,709	3,533,386	1,977,557

PERUSAHAAN NON KEUANGAN TAHUN 2
STRUKTUR KEPEMILIKAN

No.	Emiten	Saham Asing	Saham Manajerial	Saham Institusional	Saham Keluarga	Jumlah Saham Beredar	I
1	BISI	1,119,806	-	-	-	3,000,000,000	
2	AALI	-	-	1,254,831,088	-	157,474,500	
3	ANJT	39,616	-	152,472,700	-	335,525,000	
4	BWPT	20,660,451	-	-	-	31,525,201,000	
5	DSNG	-	575,367,500	1,856,865	-	10,598,500,000	
6	GZCO	2,052,390	245,000,000	-	85,000,000	6,000,000,000	
7	JAWA	191,465,900	17,230,000	-	-	3,774,685,500	
8	LSIP	7,570	-	-	-	6,822,863,965	
9	MAGP	-	-	600,000,000	-	9,000,000,000	
10	PALM	-	16,078,950	6,288,401,782	2,222,500	7,119,540,356	
11	SGRO	1,394,302	500	-	-	1,890,000,000	
12	SIMP	11,387,745	50,000	-	120,000	15,816,310,000	
13	SMAR	-	-	2,791,897,571	-	2,872,193,366	
14	TBLA	-	2,338,000	-	2,338,000	5,342,098,939	
15	UNSP	1,260,549	-	1,212,223,514	-	13,720,471,386	
16	DSFI	1,036,552	-	-	1,600,000	1,857,135,500	
17	IIKP	183,431	-	916,118,000	-	3,360,000,000	
18	BTEK	61,024	-	200,000,000	-	1,102,977,500	
19	ADRO	3,303,713	3,167,516,704	1,166,357,000	1,051,738,544	31,985,962,000	
20	ARII	688,575	567,092,000	71,043,700	86,770,000	3,000,000,000	

21	BRMS	-	-	2,538,803,400	-	25,570,150,644
22	BSSR	680,290	25,641,026	-	-	2,616,500,000
23	BUMI	8,477,485	-	-	-	36,627,020,427
24	BYAN	1,000,000	394,167,500	-	1,719,695,500	3,333,333,500
25	DEWA	8,907,928	-	966,450,000	-	21,853,733,792
26	DOID	3,834,332	1,400,500	-	5,300,000	4,175,000,000
27	GEMS	5,705,872	-	-	-	5,882,353,000
28	HRUM	-	300,000	-	75,000	2,703,620,000
29	ITMG	907,755	26,500	19,561,100	137,000	1,129,925,000
30	KKGI	648,903	1,555,000	-	1,720,000	1,000,000,000
31	MYOH	1,637,771	-	-	-	2,206,312,500
32	PKPK	-	291,349,472	-	-	600,000,000
33	PTBA	78,129	172,600	328,160,800	17,700	2,304,131,850
34	PTRO	-	-	704,014,200	-	1,008,605,000
35	SMMT	1,972,809	-	-	-	3,150,000,000
36	TOBA	201,250	54,800	-	-	2,012,491,000
37	ARTI	-	22,732,600	909,100,000	2,732,000	7,840,000,000
38	BIPI	7,844,216	-	10,316,391,142	-	36,508,170,014
39	ELSA	445,234	-	2,219,486,500	-	7,298,500,000
40	ENRG	10,871,227	-	3,295,689,700	-	49,106,783,762
41	ESSA	100,000	1,128,300	-	-	1,100,000,000
42	MEDC	-	-	329,734,800	-	3,332,451,450
43	RUIS	133,046	-	174,354,500	-	770,000,000
44	ANTM	1,419,219	-	2,180,625,415	-	24,030,764,725
45	DKFT	-	-		-	5,638,246,600

				4,239,754,485		
46	INCO	7,885,973	-	-	-	9,936,338,720
47	PSAB	4,900,250	-	-	-	5,292,000,000
48	SMRU	-	599	-	-	12,499,385,782
49	TINS	617,975	1,208,488	860,991,670	-	7,447,753,454
50	MITI	13,797,444	-	19,278,000	2,506,250	1,283,228,000
51	INTP	1,877,480	-	-	-	3,681,231,699
52	SMBR	-	-	-	-	9,837,678,500
53	SMCB	6,179,612	-	-	-	7,662,900,000
54	SMGR	2,289,468	162,700	247,526,400	-	5,931,520,000
55	WTON	-	-	14,835,000	-	8,715,466,600
56	AMFG	190,359	20,000	-	-	434,000,000
57	ARNA	2,504,897	-	-	-	7,341,430,976
58	IKAI	326,383	13,000,000	-	-	791,383,786
59	KIAS	14,378,410	-	-	-	14,929,100,000
60	MLIA	105,708	417,500	548,347,064	353,200	1,323,000,000
61	TOTO	391,154	-	-	-	1,032,000,000
62	ALKA	80,083	-	-	-	101,533,011
63	ALMI	-	2,270,000,000	436,073,862	140,000,000	616,000,000
64	BAJA	-	1,184,448,000	-	442,400,000	1,800,000,000
65	BTON	143,750	17,250,000	-	-	180,000,000
66	CTBN	701,846	32,000	-	267,150	800,371,500
67	GDST	7,159,870	1,115,500	-	-	8,200,000,000
68	INAI	-	25,000	436,073,862	560,000	316,800,000
69	JKSW	-	-	-	2,000,000	150,000,000
70	KRAS				-	15,775,000,000

		687,322	1,133,000	169,537,900		
71	LION	30,927	-	-	-	520,160,000
72	LMSH	30,927	11,035,000	-	13,530,000	96,000,000
73	NIKL	-	-	-	-	2,523,350,000
74	PICO	432,875	142,500	-	80,000	56,837,500
75	TBMS	15,837	500	-	10,000	18,367,000
76	BRPT	553,352	37,333	16,207,800	111,432,350	6,979,892,784
77	DPNS	28,750	5,020	47	6,309	331,129,952
78	EKAD	-	-	527,200,720	-	698,775,000
79	INCI	3,337	41,372,989	-	4,977,000	181,035,556
80	SRSN	2,119,652	516,402,740	1,419,625,995	181,575,905	6,020,000,000
81	TPIA	1,667,850	1,941,900	-	-	3,286,962,558
82	UNIC	38,773	-	-	-	383,331,363
83	AKKU	218,289	-	-	-	253,000,000
84	AKPI	306,614	-	-	-	680,000,000
85	APLI	-	-	-	348,899,848	1,500,000,000
86	BRNA	-	120,000	-	49,774,000	759,000,000
87	FPNI	5,296,579	-	-	-	5,566,414,000
88	IGAR	772,112	-	-	-	972,204,500
89	IMPC	-	7,662,000	-	-	483,350,000
90	IPOL	4,134,371	-	-	-	6,443,379,509
91	TRST	-	38,336,959	716,555,000	41,760,000	2,808,000,000
92	YPAS	-	2,349,500	-	-	668,000,089
93	CPIN	7,291,235	379,200	-	-	16,398,000,000
94	JPFA	6,178,059	-	-	-	10,660,522,910
95	MAIN		-	-	-	2,238,750,000

		1,278,186				
96	SIPD	401,268	-	-	-	939,110,900
97	SULI	1,153,334	-	-	30,000,000	31,111,401,022
98	TIRT	458,518	-	2,273,344	-	1,011,774,750
99	ALDO	321,230	36,615,385	-	42,153,846	550,000,000
100	FASW	451,411	-	1,276,347,707	-	2,477,888,787
101	INKP	-	-	2,884,473,498	-	5,470,982,941
102	INRU	2,661,822	-	552,750	-	1,388,883,283
103	KDSI	-	19,487,000	-	-	405,000,000
104	SPMA	490,000	-	-	-	1,492,046,658
105	TKIM	-	-	1,592,352,846	-	2,671,404,522
106	ASII	37,099,986	6,475,000	931,156,843	8,440,000	40,483,553,140
107	AUTO	682,585	-	3,929,631,637	-	4,819,733,000
108	BRAM	270,923	-	-	-	450,000,000
109	GDYR	348,500	-	-	-	410,000,000
110	GJTL	2,073,452	32,863,000	3,930,020	-	3,484,800,000
111	IMAS	1,976,765	-	-	-	2,765,278,412
112	INDS	-	173,102	-	2,683,332	656,249,710
113	LPIN	5,312,500	-	-	-	21,250,000
114	MASA	1,387,500	1,443,322,500	-	8,141,000	9,182,946,945
115	PRAS	379,043	-	-	34,745,900	701,043,478
116	SMSM	343,881	87,003,806	3,030,959	33,090,000	9,525,000,000
117	ADMG	1,925,414	-	405,356,593	-	3,889,179,559
118	ARGO	27,459	1,856,750	-	6,252,500	335,557,450
119	ERTX	62,581	-	-	-	160,817,474

120	ESTI	1,462,648	-	-	-	2,015,208,720
121	HDTX	2,760,880	-	-	103,876,100	3,601,462,800
122	INDR	282,993	-	320,635,000	-	654,351,707
123	PBRX	1,305,311	12,800,000	1,705,663,343	-	6,478,295,611
124	POLY	1,443,805	-	-	-	2,495,753,334
125	RICY	233,553	-	-	-	641,717,510
126	SRIL	2,558,734	-	10,425,274,040	8,880,000	18,592,888,040
127	SSTM	334,202	24,982,084	480,000,000	69,358,500	1,170,909,181
128	TFCO	1,523,902	3,530,782	1,647,955,108	1,204,500	4,823,076,400
129	TRIS	144,024	3,950,000	420,000,000	7,315,000	1,045,446,325
130	UNIT	41,323	-	-	-	75,422,200
131	BATA	1,249,970	-	-	-	1,300,000,000
132	IKBI	284,758	291,000,000	-	-	306,000,000
133	JECC	30,240	-	26,578,300	-	151,200,000
134	KBLI	1,526,110	-	-	-	4,007,235,107
135	KBLM	180,000	-	128,474,800	-	1,120,000,000
136	SCCO	24,275	-	-	-	205,583,400
137	VOKS	274,377	-	-	-	831,120,519
138	PTSN	-	1,240,060,000	-	-	1,771,448,000
139	AISA	1,226,886	-	-	-	3,218,600,000
140	ALTO	-	46,900,000	-	2,100,000	2,186,528,006
141	CEKA	547,471	-	-	-	595,000,000
142	DLTA	467,061	-	-	-	800,659,050
143	INDF	4,396,103	1,380,020	-	-	8,780,426,500
144	MLBI		-	-	-	2,107,000,000

		1,723,151				
145	MYOR	-	-	295,717,347	-	894,347,989
146	PSDN	787,621	-	-	20,051,000	1,440,000,000
147	ROTI	1,986,756	-	1,594,467,000	-	5,061,800,000
148	SKLT	396,386	1,237,640	-	432,000	690,740,500
149	STTP	-	40,605,000	-	1,185,800	1,310,000,000
150	ULTJ	214,348	517,156,900	453,272,500	-	2,888,331,363
151	GGRM	-	-	1,333,146,800	17,702,200	1,924,088,000
152	HMSP	-	-	4,303,768,845	-	4,652,723,076
153	RMBA	7,164,585	-	-	-	7,240,005,000
154	WIIM	472,018	356,390,600	-	160,350,820	2,099,873,760
155	DVLA	1,037,800	-	-	-	1,120,000,000
156	MERK	421,712	-	-	-	448,000,000
157	PYFA	288,119	-	-	61,740,000	535,080,000
158	SCPI	3,549,286	-	-	-	3,600,000
159	SIDO	-	-	-	6,075,000,000	15,000,000,000
160	TSPC	-	123,500,000	3,517,335,218	30,000,000	4,500,000,000
161	ADES	542,347	-	-	-	589,896,800
162	KINO	148,364	150,000,000	-	-	1,428,571,500
163	MBTO	-	679,500	-	-	1,070,000,000
164	MRAT	38,347	-	305,002,000	-	428,000,000
165	TCID	23,414	-	-	720,200	201,066,667
166	UNVR	-	-	326,400,198	-	7,630,000,000
167	CINT	-	-	12,250,000	-	1,000,000,000
168	KICI	54,428	380	-	312,700	138,000,000

169	LMPI	660,525	56,087	-	-	1,008,517,669
170	APLN	-	9,783,500	1,495,703,100	1,693,100	20,500,900,000
171	BAPA	-	884,000	224,620,000	-	661,784,250
172	BCIP	111,760	-	749,750,000	-	1,429,915,525
173	BEST	2,143,546	-	432,066,900	7,000,000	9,647,311,150
174	BIKA	147,841	207,050,000	-	219,350,000	592,280,000
175	BIPP	347,102	-	-	-	4,669,648,436
176	BKDP	-	-	-	600,000,000	7,315,022,252
177	BSDE	4,348,990	-	2,022,198,670	-	19,246,696,192
178	CTRA	2,037,427	922,500	-	-	15,330,659,837
179	DART	1,124,925	-	1,411,887,848	-	3,141,390,962
180	DILD	4,369,946	12,680	-	-	10,365,854,185
181	DMAS	42,818,719	-	559,580,070	-	48,198,111,100
182	ELTY	8,181,911	-	-	-	43,521,913,019
183	EMDE	-	131,650,840	-	131,490,840	3,350,000,000
184	FMII	646,000	-	-	-	2,721,000,000
185	GAMA	-	-	3,603,000,000	-	10,011,027,656
186	GMTD	-	-	39,600,000	-	101,538,000
187	GPRA	1,004,300	-	654,706,534	-	4,276,655,336
188	GWSA	-	-	-	2,840,000	7,800,760,000
189	JRPT	1,893,888	-	-	-	13,750,000,000
190	KIJA	4,125,594	6,014,555	-	-	20,662,178,685
191	LCGP	390,000	-	398,150,900	-	5,630,000,914
192	LPCK	165,120	-	78,603,400	-	696,000,000
193	LPKR		-		-	23,077,689,619

		6,628,495		1,507,423,970		
194	MDLN	3,461,988	-	-	-	12,533,067,322
195	MKPI	-	1,398,994	-	22,396,344	948,194,000
196	MMLP	331,678	5,000	-	40,000,000	5,714,285,000
197	MTLA	3,994,297	39,285,687	-	-	7,655,126,330
198	NIRO	1,852,585	-	10,191,964,619	-	22,198,871,804
199	OMRE	151,884	-	-	-	1,745,000,000
200	PUDP	49,758	-	-	85,716,454	329,560,000
201	PWON	17,061,595	130,040	-	7,488,000	48,159,602,400
202	RBMS	-	-	-	66,522,500	326,722,500
203	RDTX	20,643	2,756,000	-	-	268,800,000
204	RODA	12,300,851	-	1,049,028,100	-	13,592,128,209
205	SMDM	4,542,017	-	-	-	4,772,138,237
206	SMRA	810,000	-	-	40,730,664	1,439,668,860
207	TARA	972,222	-	-	-	2,145,600,000
208	ACST	-	4,000,000	29,127,000	-	500,000,000
209	ADHI	470,216	-	-	-	3,560,849,376
210	DGIK	808,043	5,050,000	407,500,000	-	5,541,165,000
211	IDPR	-	-	-	1,665,930,706	2,003,000,000
212	NRCA	-	168,705,000	-	-	2,496,257,846
213	PTPP	958,360	-	1,242,660,886	5,000	4,842,436,500
214	SSIA	744,504,264	-	780,840,100	-	4,705,249,440
215	TOTL	-	380	-	62,232,500	3,410,000,000
216	WIKA	-	3,046,700	-	2,180,000	6,149,225,000
217	LAPD	1,960,254	-	-	227,328,700	3,966,350,139

218	RAJA	321,902	-	-	-	1,019,270,625
219	CMNP	337,386	-	240,878	-	2,750,000,000
220	JSMR	1,082,843	453,200	599,709,104	-	6,800,000,000
221	META	8,878,229	-	-	-	15,235,671,880
222	EXCL	5,674,125	-	-	-	8,541,381,670
223	ISAT	532,056	-	-	-	5,433,933,500
224	TLKM	8,161,361	4,285,788	-	519,640	##############
225	ASSA	-	332,434,450	-	-	3,397,500,000
226	BBRM	-	358,680,000	-	1,647,360,000	5,367,076,248
227	BIRD	-	192,740,000	-	717,360,000	2,502,100,000
228	BLTA	1,752,838	62,400	2,422,056	-	11,550,831,470
229	CASS	1,407,338	-	366,587,032	-	2,086,950,000
230	CMPP	-	-	173,364,000	-	216,000,000
231	GIAA	6,370,697	827,658	-	-	25,868,926,633
232	HITS	149,004	-	-	-	7,101,084,801
233	IATA	-	-	560,000,000	-	9,326,826,088
234	INDX	356,728	-	-	-	437,913,588
235	KARW	470,830	-	-	-	587,152,700
236	LEAD	1,043,176	795,311,600	-	92,000,000	2,577,028,572
237	LRNA	-	2	1,999,999,998	-	350,000,002
238	MBSS	449,441	-	-	-	1,750,026,639
239	MIRA	994,375	-	-	350,000	3,961,452,039
240	NELY	-	7,622,500	1,995,000,000	-	2,350,000,000
241	PTIS	427,657	2,374,500	-	1,200,000	550,165,000
242				-		1,125,875,000

	SDMU	227,233	578,856,243		168,750,000	
243	SMDR	-	659,000	-	60,400	163,756,000
244	SOCI	-	120,000,000	-	240,000,000	7,059,000,000
245	TAXI	-	-	510,025	-	2,145,600,000
246	TMAS	-	-	1,581,800,000	-	1,141,030,000
247	TPMA	309,993	-	-	-	2,633,300,000
248	WEHA	-	-	149,085,686	-	886,411,185
249	WINS	-	125,310,899	-	8,603,147	4,038,011,640
250	BALI	-	50,000	-	-	3,573,766,300
251	BUKK	1,374,912	-	-	162,000	2,640,452,000
252	IBST	260,862	-	575,108,196	-	1,350,904,927
253	GOLD	-	40,000,000	-	-	286,000,000
254	INDY	577,826	103,305,000	213,258,300	231,100,200	5,210,192,000
255	SUPR	-	-	265,551,900	-	1,137,579,698
256	TBIG	-	-	1,183,140,806	-	4,796,526,199
257	TOWR	-	-	3,337,954,200	-	10,202,925,000

VARIABEL MODERASI TAHUN 20

No.	Emiten	Usia Perusahaan	Total Aset	Log TA	(- 0.737TA)	(0.043
1	BISI	32	2,141,600	14.57706377	-10.743296	9.1371
2	AALI	27	21,512,371	16.88413872	-12.44361024	12.258
3	ANJT	22	6,489,775	15.68573842	-11.56038922	10.579
4	BWPT	15	17,658,837	16.6867469	-12.29813246	11.973
5	DSNG	35	7,853,275	15.8764412	-11.70093716	10.838
6	GZCO	14	4,964,076	15.41773774	-11.36287271	10.221
7	JAWA	94	3,368,152	15.02987478	-11.07701772	9.7135
8	LSIP	53	8,848,792	15.99579151	-11.78889834	11.002
9	MAGP	10	1,151,749	13.95679221	-10.28615586	8.3760
10	PALM	9	4,696,939	15.36242158	-11.3221047	10.148
11	SGRO	22	7,294,673	15.80265491	-11.64655667	10.73
12	SIMP	23	31,697,142	17.27173708	-12.72927023	12.827
13	SMAR	53	23,957,015	16.99177174	-12.52293577	12.41
14	TBLA	42	9,283,775	16.04377881	-11.82426498	11.068
15	UNSP	104	16,926,617	16.64439791	-12.26692126	11.912
16	DSFI	42	302,253	12.61901969	-9.300217514	6.8473
17	IIKP	16	332,003	12.71289928	-9.369406772	6.9495
18	BTEK	14	495,390	13.11310061	-9.66435515	7.3939
19	ADRO	11	81,275,670	18.21335727	-13.42324431	14.264
20	ARII	8	4,848,722	15.39422572	-11.34554436	10.190
21	BRMS	12	27,370,751	17.12498552	-12.62111433	12.610
22	BSSR	25	2,371,687	14.67911207	-10.8185056	9.2654
23	BUMI	42	46,824,041	17.66190733	-13.0168257	13.413
24	BYAN	42	12,937,665	16.37565338	-12.06885654	11.530
25	DEWA	24	5,145,189	15.45357266	-11.38928305	10.268
26	DOID	25	11,474,627	16.25564881	-11.98041317	11.362
27	GEMS	20	5,099,556	15.44466404	-11.38271739	10.257
28	HRUM	20	5,251,122	15.47395233	-11.40430286	10.296
29	ITMG	28	16,255,518	16.60394298	-12.23710598	11.854
30	KKGI	34	1,344,107	14.11124041	-10.39998418	8.5624
31	MYOH	15	2,224,205	14.61491011	-10.77118875	9.1846
32	PKPK	32	170,599	12.04707105	-8.878691366	6.24
33	PTBA	34	16,894,043	16.64247163	-12.26550159	11.909
34	PTRO	43	5,867,952	15.58501624	-11.48615697	10.444
35	SMMT	35	712,785	13.47693511	-9.932501177	7.809
36	TOBA	8	3,895,317	15.17528562	-11.1841855	9.9024
37	ARTI	22	2,449,293	14.71130997	-10.84223545	9.3061
38	BIPI	8	19,829,901	16.80270151	-12.38359101	12.140
39	ELSA	46	4,407,513	15.29882114	-11.27523118	10.064

40	ENRG	14	20,926,017	16.85650378	-12.42324328	12.218
41	ESSA	9	3,832,885	15.15912834	-11.17227759	9.8813
42	MEDC	35	39,689,792	17.49660458	-12.89499758	13.163
43	RUIS	31	1,091,754	13.90329614	-10.24672925	8.3119
44	ANTM	47	30,356,851	17.22853278	-12.69742866	12.76
45	DKFT	20	1,363,051	14.12523613	-10.41029903	8.5794
46	INCO	47	31,224,156	17.25670258	-12.7181898	12.805
47	PSAB	12	11,486,177	16.25665487	-11.98115464	11.363
48	SMRU	12	2,620,872	14.77901764	-10.892136	9.3920
49	TINS	39	9,279,683	16.04333794	-11.82394007	11.067
50	MITI	22	248,928	12.42491898	-9.157165286	6.6382
51	INTP	30	27,638,360	17.13471522	-12.62828512	12.624
52	SMBR	41	3,268,668	14.99989312	-11.05492123	9.6748
53	SMCB	44	17,321,061	16.66743372	-12.28389865	11.945
54	SMGR	58	38,153,119	17.45711807	-12.86589602	13.104
55	WTON	18	4,456,098	15.30978405	-11.28331085	10.078
56	AMFG	44	4,270,275	15.26718879	-11.25191814	10.02
57	ARNA	22	1,430,779	14.17372961	-10.44603872	8.6384
58	IKAI	24	390,043	12.87401227	-9.488147042	7.1268
59	KIAS	62	2,124,391	14.56899573	-10.73734985	9.1269
60	MLIA	29	7,125,800	15.77923256	-11.6292944	10.706
61	TOTO	38	2,439,541	14.70732046	-10.83929518	9.3011
62	ALKA	43	144,628	11.88192021	-8.756975193	6.0707
63	ALMI	37	2,189,038	14.59897274	-10.75944291	9.1645
64	BAJA	22	948,683	13.76282999	-10.1432057	8.1448
65	BTON	20	183,116	12.11787511	-8.930873957	6.314
66	CTBN	32	3,146,473	14.9617927	-11.02684122	9.6257
67	GDST	26	1,183,934	13.98435335	-10.30646842	8.409
68	INAI	44	2,189,038	14.59897274	-10.75944291	9.1645
69	JKSW	41	265,000	12.4874851	-9.203276522	6.7053
70	KRAS	45	50,497	10.82966921	-7.981466206	5.0431
71	LION	43	33,783	10.427713	-7.685224478	4.6756
72	LMSH	33	133,783	11.80397436	-8.699529106	5.9913
73	NIKL	33	9,279,683	16.04333794	-11.82394007	11.067
74	PICO	32	605,788	13.31428537	-9.812628317	7.622
75	TBMS	38	1,803,527	14.40525475	-10.61667275	8.922
76	BRPT	36	31,081,294	17.25211672	-12.71481002	12.798
77	DPNS	33	274,483	12.52264461	-9.229189076	6.7431
78	EKAD	34	389,691	12.8731094	-9.487481625	7.1258
79	INCI	34	169,546	12.04087956	-8.874128232	6.234
80	SRSN	32	574,073	13.26051184	-9.77299723	7.5611
81	TPIA	23	18,582,945	16.73775478	-12.33572527	12.046

82	UNIC	32	3,034,191	14.92545539	-11.00006062	9.57
83	AKKU	14	7,648	8.942199455	-6.590400998	3.4384
84	AKPI	35	2,883,143	14.87439158	-10.96242659	9.5136
85	APLI	23	308,620	12.63986603	-9.315581261	6.8699
86	BRNA	46	2,136,901	14.57486721	-10.74167713	9.1343
87	FPNI	28	3,179,907	14.97236251	-11.03463117	9.6393
88	IGAR	40	383,936	12.85823115	-9.476516358	7.1093
89	IMPC	34	1,675,233	14.33146282	-10.5622881	8.831
90	IPOL	20	38,290,840	17.46072126	-12.86855157	13.109
91	TRST	36	3,357,359	15.02666521	-11.07465226	9.7094
92	YPAS	20	279,190	12.53964783	-9.241720453	6.7614
93	CPIN	43	24,684,915	17.02170289	-12.54499503	12.458
94	JPFA	44	17,159,466	16.65806053	-12.27699061	11.932
95	MAIN	18	3,962,068	15.19227667	-11.19670791	9.9246
96	SIPD	30	2,246,770	14.62500419	-10.77862809	9.1973
97	SULI	35	1,159,608	13.96359257	-10.29116773	8.3842
98	TIRT	34	763,168	13.54523347	-9.982837067	7.8893
99	ALDO	26	366,011	12.81041867	-9.441278557	7.0565
100	FASW	28	6,993,634	15.76051086	-11.61549651	10.680
101	INKP	39	96,003,940	18.37989979	-13.54598615	14.52
102	INRU	32	4,554,451	15.33161555	-11.29940066	10.107
103	KDSI	42	1,177,094	13.97855925	-10.30219817	8.4022
104	SPMA	39	2,185,464	14.59733872	-10.75823864	9.1625
105	TKIM	38	36,608,028	17.41577812	-12.83542847	13.042
106	ASII	58	245,435	12.41078743	-9.146750333	6.6231
107	AUTO	39	14,339,110	16.47850133	-12.14465548	11.676
108	BRAM	34	3,980,629	15.1969504	-11.20015245	9.9307
109	GDYR	98	1,645,962	14.31383557	-10.54929682	8.810
110	GJTL	64	17,509,505	16.67825443	-12.29187352	11.961
111	IMAS	28	24,860,958	17.02880918	-12.55023237	12.469
112	INDS	37	2,553,928	14.75314312	-10.87306648	9.3591
113	LPIN	33	324,054	12.68866545	-9.351546435	6.9230
114	MASA	27	8,255,331	15.92636973	-11.73773449	10.906
115	PRAS	31	1,531,742	14.24191621	-10.49629225	8.7217
116	SMSM	39	2,220,108	14.6130664	-10.76982994	9.1822
117	ADMG	29	5,728,940	15.56104108	-11.46848728	10.412
118	ARGO	33	1,796,823	14.40153066	-10.6139281	8.9183
119	ERTX	43	731,008	13.50217968	-9.951106426	7.8392
120	ESTI	42	681,928	13.43267936	-9.899884688	7.7587
121	HDTX	42	4,878,369	15.4003215	-11.35003695	10.19
122	INDR	40	10,978,172	16.2114195	-11.94781617	11.300
123	PBRX	35	6,108,995	15.62527283	-11.51582608	10.49

124	POLY	15	1,944,326	14.48042595	-10.67207392	9.0163
125	RICY	28	1,198,194	13.99632598	-10.31529225	8.4235
126	SRIL	37	10,684,853	16.18433769	-11.92785688	11.263
127	SSTM	43	721,884	13.48961974	-9.941849748	7.8247
128	TFCO	35	13,640,004	16.4285175	-12.1078174	11.605
129	TRIS	11	574,346	13.26098728	-9.773347626	7.5617
130	UNIT	27	460,539	13.04015282	-9.61059263	7.3119
131	BATA	31	795,258	13.58642187	-10.01319292	7.9374
132	IKBI	34	1,052,902	13.86706072	-10.22002375	8.2687
133	JECC	42	1,358,464	14.12186521	-10.40781466	8.5753
134	KBLI	23	1,551,800	14.25492611	-10.50588054	8.7377
135	KBLM	43	654,386	13.39145267	-9.869500618	7.7112
136	SCCO	45	1,773,144	14.3882648	-10.60415116	8.901
137	VOKS	44	1,536,245	14.24485169	-10.49845569	8.725
138	PTSN	25	866,352	13.67204657	-10.07629832	8.037
139	AISA	25	9,060,979	16.01948773	-11.80636246	11.034
140	ALTO	18	1,180,228	13.9812182	-10.30415781	8.4054
141	CEKA	47	1,485,826	14.2114814	-10.4738618	8.684
142	DLTA	83	1,038,322	13.85311651	-10.20974687	8.2520
143	INDF	25	91,831,526	18.33546622	-13.5132386	14.456
144	MLBI	86	2,100,853	14.55785401	-10.72913841	9.1130
145	MYOR	38	11,342,716	16.24408633	-11.97189163	11.346
146	PSDN	41	620,399	13.3381181	-9.830193039	7.649
147	ROTI	20	2,706,324	14.81110181	-10.91578204	9.4328
148	SKLT	32	377,111	12.84029485	-9.463297307	7.0895
149	STTP	43	1,919,568	14.46761072	-10.6626291	9.0004
150	ULTJ	44	3,539,997	15.07963644	-11.11369205	9.7780
151	GGRM	57	63,505,413	17.9666357	-13.24141051	13.880
152	HMSP	110	38,010,724	17.45337889	-12.86314024	13.098
153	RMBA	85	12,667,314	16.35453553	-12.05329269	11.50
154	WIIM	53	1,342,700	14.11019307	-10.39921229	8.5611
155	DVLA	39	1,376,278	14.13489331	-10.41741637	8.5911
156	MERK	45	641,647	13.37179359	-9.855011874	7.6886
157	PYFA	38	159,951	11.9826228	-8.831193002	6.1740
158	SCPI	8	1,510,748	14.22811545	-10.48612109	8.7048
159	SIDO	64	2,796,111	14.84374008	-10.93983644	9.4744
160	TSPC	45	6,284,729	15.65363328	-11.53672773	10.53
161	ADES	30	653,224	13.38967538	-9.868190756	7.7091
162	KINO	24	3,211,235	14.98216616	-11.04185646	9.6520
163	MBTO	38	648,899	13.38303236	-9.863294849	7.7015
164	MRAT	40	497,090	13.11652638	-9.666879939	7.3978
165	TCID	46	2,082,097	14.54888612	-10.72252907	9.1018

166	UNVR	82	15,729,945	16.57107678	-12.21288359	11.807
167	CINT	37	382,807	12.85528622	-9.474345948	7.1061
168	KICI	41	133,832	11.80434056	-8.699798993	5.9917
169	LMPI	39	793,094	13.58369703	-10.01118471	7.9342
170	APLN	11	24,559,175	17.01659607	-12.5412313	12.45
171	BAPA	22	175,744	12.07678367	-8.900589565	6.2714
172	BCIP	15	672,448	13.41868006	-9.889567207	7.742
173	BEST	26	4,631,315	15.3483514	-11.31173498	10.12
174	BIKA	8	2,137,500	14.57514748	-10.74188369	9.1347
175	BIPP	34	1,329,200	14.10008782	-10.39176472	8.5489
176	BKDP	26	791,612	13.58182665	-10.00980624	7.9320
177	BSDE	31	36,022,148	17.39964453	-12.82353802	13.018
178	CTRA	34	26,258,719	17.08350864	-12.59054587	12.549
179	DART	32	5,739,863	15.5629459	-11.46989113	10.414
180	DILD	32	10,288,572	16.14654432	-11.90000317	11.210
181	DMAS	22	8,007,121	15.89584183	-11.71523543	10.865
182	ELTY	20	14,688,816	16.50259695	-12.16241395	11.710
183	EMDE	39	1,196,041	13.99452749	-10.31396676	8.421
184	FMII	26	584,000	13.27765626	-9.785632665	7.58
185	GAMA	12	1,336,563	14.10561195	-10.39583601	8.5556
186	GMTD	24	1,273,990	14.05766427	-10.36049856	8.4975
187	GPRA	28	1,574,175	14.26924188	-10.51643127	8.7552
188	GWSA	25	6,805,278	15.73320905	-11.59537507	10.643
189	JRPT	36	7,578,101	15.8407732	-11.67464985	10.789
190	KIJA	26	5,597,357	15.53780508	-11.45136234	10.381
191	LCGP	11	1,712,399	14.35340587	-10.57846013	8.8588
192	LPCK	28	5,476,757	15.5160237	-11.43530946	10.352
193	LPKR	25	41,326,558	17.5370159	-12.92478072	13.224
194	MDLN	32	12,843,051	16.36831344	-12.06344701	11.520
195	MKPI	43	2,838,815	14.85889727	-10.95100729	9.4938
196	MMLP	5	3,204,321	14.98001077	-11.04026794	9.6492
197	MTLA	21	3,620,743	15.10218981	-11.13031389	9.8072
198	NIRO	12	3,141,665	14.96026347	-11.02571418	9.6238
199	OMRE	32	819,723	13.61672176	-10.03552394	7.9728
200	PUDP	35	445,919	13.0078926	-9.586816846	7.2758
201	PWON	33	18,778,122	16.74820303	-12.34342563	12.06
202	RBMS	30	182,264	12.11321146	-8.927436849	6.3093
203	RDTX	35	1,872,159	14.44260287	-10.64419831	8.9693
204	RODA	31	3,232,243	14.98868688	-11.04666223	9.660
205	SMDM	26	3,154,581	14.96436624	-11.02873792	9.629
206	SMRA	40	18,758,262	16.74714485	-12.34264576	12.060
207	TARA	9	1,294,373	14.07353697	-10.37219674	8.5167

208	ACST	20	1,929,498	14.47277042	-10.6664318	9.00
209	ADHI	55	16,761,064	16.63456914	-12.25967745	11.898
210	DGIK	33	2,094,466	14.55480919	-10.72689437	9.1092
211	IDPR	38	1,381,126	14.13840967	-10.42000792	8.5
212	NRCA	40	1,995,091	14.50620022	-10.69106956	9.0484
213	PTPP	62	19,128,812	16.76670624	-12.3570625	12.088
214	SSIA	44	6,463,923	15.68174697	-11.55744751	10.574
215	TOTL	45	2,846,153	14.86147882	-10.95290989	9.4971
216	WIKA	55	19,602,406	16.79116287	-12.37508704	12.123
217	LAPD	25	862,147	13.66718107	-10.07271245	8.032
218	RAJA	22	958,585	13.77321352	-10.15085836	8.1571
219	CMNP	28	6,187,083	15.63797429	-11.52518705	10.515
220	JSMR	37	36,724,982	17.41896779	-12.83777926	13.047
221	META	40	4,840,194	15.39246536	-11.34424697	10.187
222	EXCL	26	58,844,320	17.89040587	-13.18522913	13.762
223	ISAT	48	55,388,517	17.82988286	-13.14062366	13.669
224	TLKM	24	166,173,000	18.92853997	-13.95033396	15.40
225	ASSA	12	2,892,967	14.87779318	-10.96493357	9.5179
226	BBRM	17	2,158,479	14.58491436	-10.74908189	9.1469
227	BIRD	43	7,153,055	15.7830501	-11.63210792	10.711
228	BLTA	34	1,394,757	14.14823076	-10.42724607	8.6074
229	CASS	20	1,279,507	14.06198541	-10.36368324	8.5027
230	CMPP	26	175,317	12.07435104	-8.898796719	6.2689
231	GIAA	65	45,661,602	17.63676828	-12.99829823	13.375
232	HITS	23	1,985,243	14.50125188	-10.68742264	9.0423
233	IATA	47	1,495,911	14.21824594	-10.47884726	8.6928
234	INDX	24	181,025	12.10639042	-8.922409741	6.3022
235	KARW	37	314,509	12.65876797	-9.329511995	6.8905
236	LEAD	20	3,686,510	15.12019077	-11.1435806	9.8306
237	LRNA	13	336,423	12.72612458	-9.379153812	6.9640
238	MBSS	21	4,245,876	15.26145872	-11.24769507	10.015
239	MIRA	36	480,590	13.08276979	-9.642001339	7.3598
240	NELY	38	422,231	12.95330784	-9.546587876	7.2148
241	PTIS	30	81,597	11.30954778	-8.335136711	5.4999
242	SDMU	22	403,984	12.90913055	-9.514029217	7.1657
243	SMDR	51	7,906,966	15.8832547	-11.70595871	10.847
244	SOCI	5	7,075,423	15.77213779	-11.62406555	10.696
245	TAXI	34	2,883,807	14.87462185	-10.96259631	9.5139
246	TMAS	28	1,782,061	14.39328112	-10.60784818	8.9081
247	TPMA	10	1,808,015	14.40774012	-10.61850447	8.9260
248	WEHA	14	358,827	12.79059566	-9.426668999	7.0347
249	WINS	20	6,147,306	15.6315245	-11.52043355	10.5

250	BALI	9	1,204,724	14.00176105	-10.3192979	8.4301
251	BUKK	37	1,993,214	14.50525897	-10.69037586	9.0473
252	IBST	9	4,177,280	15.24517087	-11.23569093	9.9938
253	GOLD	20	93,106	11.44149391	-8.43238101	5.6290
254	INDY	15	29,665,392	17.20549167	-12.68044736	12.729
255	SUPR	9	559,080	13.23404785	-9.753493269	7.5310
256	TBIG	11	22,799,671	16.94225666	-12.48644316	12.342
257	TOWR	7	21,416,709	16.87968197	-12.44032561	12.251

PERUSAHAAN NON KEUANG
VARIABEL KONT

No.	Emiten	Utang	EAT	Aset	Aktiva Lancar	Hutang Lancar
1	BISI	352,652	336,339	2,416,177	2,041,909	301,524
2	AALI	6,632,640	2,179,787	24,226,122	4,051,544	3,942,967
3	ANJT	1,685,173	159,512	7,055,347	865,406	605,169
4	BWPT	9,994,917	(393,479)	16,254,353	1,377,424	2,368,056
5	DSNG	5,478,977	251,430	8,183,318	1,753,048	1,961,618
6	GZCO	2,402,516	(1,548,637)	3,547,023	148,387	288,173
7	JAWA	2,240,797	(239,621)	3,291,117	190,299	645,953
8	LSIP	1,813,104	560,324	9,459,088	1,919,661	780,627
9	MAGP	356,207	(43,948)	1,116,476	23,348	220,883
10	PALM	1,534,462	140,092	3,860,776	1,060,441	330,447
11	SGRO	4,569,757	449,349	8,328,480	1,831,476	1,434,698
12	SIMP	14,919,304	568,212	32,537,592	5,729,296	4,595,300
13	SMAR	15,941,975	2,576,665	26,141,410	11,246,586	8,356,807
14	TBLA	9,176,200	638,167	12,596,824	5,058,143	4,583,285

15	UNSP	13,502,629	(486,729)	14,700,318	1,014,926	10,292,576	
16	DSFI	179,813	5,797	328,715	175,610	122,216	
17	IIKP	84,699	(27,187)	364,933	47,792	70,486	
18	BTEK	3,368,860	(8,039)	4,879,715	660,182	1,101,431	
19	ADRO	36,765,935	5,129,462	87,633,045	21,399,719	8,660,241	
20	ARII	3,679,422	345,655	4,435,425	489,688	2,763,785	
21	BRMS	5,883,251	6,167,062	22,916,378	52,841	3,614,710	
22	BSSR	760,968	368,066	2,471,981	727,996	635,540	
23	BUMI	79,097,309	1,582,118	41,681,075	7,109,622	10,268,677	(
24	BYAN	8,552,493	256,394	11,080,490	3,009,797	1,182,121	
25	DEWA	2,098,838	5,015	5,123,680	1,733,898	1,556,845	
26	DOID	10,155,022	517,460	11,854,256	4,021,234	2,946,584	
27	GEMS	1,514,927	453,979	5,074,374	2,733,040	724,124	
28	HRUM	778,422	239,972	5,553,984	3,603,186	711,197	
29	ITMG	4,062,536	1,756,206	16,254,765	7,242,058	3,208,987	
30	KKGI	192,122	138,719	1,326,251	531,133	131,114	
31	MYOH	534,390	297,771	1,978,508	1,129,407	262,748	
32	PKPK	87,917	(3,077)	157,703	61,433	86,910	
33	PTBA	8,024,369	1,875,631	18,576,774	8,349,927	5,042,747	
34	PTRO	2,995,906	105,177	5,286,058	1,984,981	919,587	
35	SMMT	255,549	(17,919)	636,742	21,670	81,577	
36	TOBA	1,529,606	92,207	3,514,699	918,900	980,438	
37	ARTI	885,647	9,285	2,616,796	834,749	264,254	
38	BIPI	13,184,492	(2,309,235)	17,179,713	87,740	6,803,835	
39	ELSA		318,798	4,190,956	1,865,116	2,635,186	

		1,313,213					
40	ENRG	15,231,697	(5,921,917)	14,268,721	5,975,340	5,081,389	(9
41	ESSA	6,166,446	161,533	8,991,606	116,234	2,525,546	
42	MEDC	36,366,170	2,619,495	48,331,047	15,239,928	9,677,786	
43	RUIS	619,413	27,081	979,132	452,285	338,413	
44	ANTM	11,572,740	92,077	29,981,536	10,630,222	18,316,719	
45	DKFT	662,192	(93,484)	1,191,492	516,296	1,307,545	
46	INCO	5,252,173	8,492	29,901,711	8,050,233	25,297,603	
47	PSAB	6,863,828	299,137	11,460,094	1,192,089	4,376,674	
48	SMRU	1,437,609	216,632	2,424,193	653,948	1,374,263	
49	TINS	3,894,946	313,093	9,548,631	5,237,907	5,371,068	
50	MITI	142,275	(23,740)	229,448	205,139	110,914	
51	INTP	4,011,877	3,800,464	30,150,580	14,424,622	23,865,950	
52	SMBR	1,248,119	274,086	4,368,877	838,232	2,949,353	
53	SMCB	11,702,538	(274,318)	19,763,133	2,439,964	8,449,857	
54	SMGR	13,652,505	4,368,344	44,226,896	10,373,159	27,440,798	
55	WTON	2,171,845	278,048	4,662,320	2,439,937	2,263,425	
56	AMFG	1,905,626	243,761	5,504,890	1,787,723	2,290,223	
57	ARNA	595,128	88,771	1,543,216	642,892	894,728	
58	IKAI	326,878	(144,907)	265,029	38,485	69,033	
59	KIAS	339,640	(261,657)	1,859,670	519,661	1,813,485	
60	MLIA	6,110,479	497,981	7,723,579	1,589,945	1,115,119	
61	TOTO	1,057,566	156,176	2,581,441	1,290,208	14,191,543	
62	ALKA	75,514	(928)	136,619	58,324	62,032	
63	ALMI	1,749,336	(167,303)	2,153,031	1,424,711	565,111	

64	BAJA	786,124	348,715	982,627	749,830	161,628	
65	BTON	33,757	(5,571)	177,291	128,801	149,105	
66	CTBN	564,352	9,553	2,156,223	1,013,659	1,962,736	
67	GDST	425,487	(3,992)	1,257,610	467,638	804,410	
68	INAI	1,081,016	32,452	1,339,032	974,282	239,821	
69	JKSW	714,835	255,235	273,082	17,120	(440,533)	(4
70	KRAS	28,175,776	(85,831)	52,893,676	13,400,045	26,208,240	
71	LION	215,210	36,810	685,813	542,814	454,805	
72	LMSH	45,512	10,035	162,828	98,275	112,441	
73	NIKL	3,894,946	313,093	9,548,631	5,237,907	549,188	
74	PICO	372,724	13,753	638,567	396,400	247,091	
75	TBMS	1,355,222	97,102	1,743,980	1,333,395	318,160	
76	BRPT	15,078,175	3,709,881	34,538,447	9,791,794	17,528,438	
77	DPNS	32,865	10,424	296,130	174,907	11,534	
78	EKAD	110,504	307,115	702,509	337,644	69,110	
79	INCI	26,525	90,586	269,351	118,743	20,420	
80	SRSN	315,096	61,974	717,150	481,543	276,341	
81	TPIA	13,269,407	4,010,646	28,608,858	9,304,779	6,098,896	
82	UNIC	883,095	274,471	3,048,817	2,050,414	693,900	
83	AKKU	290,208	20,610	1,070,169	533,432	110,880	
84	AKPI	1,495,874	17,980	2,615,909	870,146	770,888	
85	APLI	67,967	24,940	314,469	71,132	47,574	
86	BRNA	1,060,344	(9,534)	2,088,697	777,316	560,277	
87	FPNI	1,434,495	24,937	2,750,470	1,176,281	1,172,385	
88	IGAR		73,809	439,466	363,004	62,351	

		65,717					
89	IMPC	1,050,387	120,447	2,276,032	1,261,952	334,534	
90	IPOL	1,705,547	37,621	3,800,969	1,224,585	1,276,768	
91	TRST	1,358,241	10,526	3,290,596	1,180,000	909,779	
92	YPAS	138,256	(8,398)	280,258	118,109	121,306	
93	CPIN	10,047,751	2,217,856	24,204,994	12,059,433	5,550,257	
94	JPFA	9,878,062	2,804,370	19,251,026	11,061,008	5,193,549	
95	MAIN	2,082,189	288,990	3,919,764	1,761,071	1,365,050	
96	SIPD	1,424,380	8,598	2,567,211	1,498,157	1,075,375	
97	SULI	1,437,842	82,862	1,230,359	463,101	524,544	(
98	TIRT	689,189	35,647	815,997	558,602	496,552	
99	ALDO	209,443	25,161	410,702	298,258	201,757	
100	FASW	5,424,781	772,566	8,583,224	2,167,036	2,015,617	
101	INKP	545,413	36,553	92,424	29,385	18,384,398	
102	INRU	2,377,218	501,942	4,560,555	660,809	902,268	
103	KDSI	722,489	40,863	1,142,273	709,584	575,997	
104	SPMA	1,047,297	77,460	2,158,852	699,313	283,924	
105	TKIM	20,882	13,394	33,473	80,455	5,769,190	
106	ASII	1,638,506,764	266,086,544	3,518,283,780	153,210,708	89,079,000	
107	AUTO	4,075,716	522,056	14,612,274	4,903,902	3,258,146	
108	BRAM	1,320,974	302,216	3,977,862	1,513,135	800,246	
109	GDYR	759,986	(11,970)	1,516,130	629,345	731,824	
110	GJTL	12,849,602	454,035	18,697,779	7,517,152	4,343,805	
111	IMAS	18,923,524	(921)	25,633,342	11,639,698	12,594,694	
112	INDS	409,209	144,647	2,477,273	981,694	323,699	

113	LPIN	426,243	(858)	477,838	187,053	262,162	
114	MASA	3,638,159	(87,109)	8,192,537	2,038,972	1,935,321	
115	PRAS	903,464	(30,658)	1,596,466	687,016	682,162	
116	SMSM	675,000	2,880,000	2,255,000	1,454,000	508,482	
117	ADMG	1,819,087	(299,746)	5,117,067	1,779,525	957,368	
118	ARGO	2,326,427	(340,532)	1,560,693	374,411	8,660,241	
119	ERTX	438,789	38,498	707,526	288,393	227,333	
120	ESTI	447,177	42,014	664,182	363,027	263,177	
121	HDTX	3,565,113	(397,375)	4,743,580	582,043	773,443	
122	INDR	7,353,137	33,024	11,374,494	3,953,314	3,417,623	
123	PBRX	3,921,515	170,974	6,980,093	5,193,968	1,380,853	
124	POLY	15,702,864	(163,374)	3,105,725	1,585,726	14,896,466	
125	RICY	876,185	13,280	1,288,684	943,937	821,755	
126	SRIL	8,277,382	784,496	12,726,176	5,079,144	1,659,721	
127	SSTM	407,944	(15,208)	670,964	351,706	277,525	
128	TFCO	412,055	83,829	4,330,207	1,151,753	356,069	
129	TRIS	293,074	21,861	639,701	462,578	281,766	
130	UNIT	188,891	813	432,913	119,703	184,554	
131	BATA	276,383	49,765	855,691	567,954	207,735	
132	IKBI	172,852	53,684	1,046,341	619,593	88,440	
133	JECC	1,116,872	132,822	1,587,211	1,131,735	992,545	
134	KBLI	550,077	322,034	1,871,422	1,223,453	358,716	
135	KBLM	318,436	20,114	639,091	394,738	303,264	
136	SCCO	1,229,515	342,006	2,449,935	2,019,189	1,195,158	
137	VOKS		159,391	1,668,210	1,291,317	968,323	

		999,167					
138	PTSN	211,287	14,866	887,047	438,491	170,066	
139	AISA	4,990,139	706,681	9,254,539	5,949,164	2,750,456	
140	ALTO	684,252	(26,149)	1,165,094	249,821	331,533	
141	CEKA	538,044	248,027	1,425,964	1,103,865	504,209	
142	DLTA	185,423	258,832	1,197,797	1,048,134	137,842	
143	INDF	38,233,092	4,984,305	82,174,515	28,985,443	19,219,441	
144	MLBI	1,454,398	979,530	2,275,038	901,258	1,326,261	
145	MYOR	6,657,166	1,345,717	12,922,422	8,739,783	3,884,051	
146	PSDN	373,512	(41,068)	653,797	349,456	329,736	
147	ROTI	1,476,889	263,392	2,919,641	949,414	320,502	
148	SKLT	272,089	169,181	568,240	222,687	169,303	
149	STTP	1,167,899	170,805	2,336,411	921,134	556,752	
150	ULTJ	749,966	699,895	4,239,200	2,874,822	593,526	
151	GGRM	23,387,406	6,586,081	62,951,634	41,933,173	21,638,565	
152	HMSP	8,333,263	12,530,201	42,508,277	33,647,496	6,428,478	
153	RMBA	4,029,576	(2,082,542)	13,470,943	8,708,423	3,625,665	
154	WIIM	362,541	99,951	1,353,634	996,925	293,712	
155	DVLA	451,786	145,120	1,531,366	1,068,967	374,428	
156	MERK	161,262	153,929	743,935	508,615	12,066	
157	PYFA	61,554	4,287	167,063	83,106	37,934	
158	SCPI	999,954	121,529	1,354,104	1,098,245	214,416	
159	SIDO	229,729	471,722	2,987,614	1,794,125	215,686	
160	TSPC	1,950,534	526,652	6,585,807	4,385,084	1,653,413	
161	ADES	383,091	56,019	767,479	319,614	195,466	

162	KINO	1,332,432	207,150	3,284,504	1,876,157	1,220,778	
163	MBTO	269,032	6,713	709,959	472,762	155,285	
164	MRAT	113,945	(79,317)	483,037	372,732	93,872	
165	TCID	401,942	(11,335)	2,185,101	1,174,482	223,305	
166	UNVR	12,041,437	5,957,507	16,745,695	6,588,109	10,878,074	
167	CINT	72,907	23,756	399,337	195,009	61,705	
168	KICI	50,799	(4,362)	139,809	79,917	14,857	
169	LMPI	402,193	3,041	810,365	548,574	364,349	
170	APLN	15,741,191	961,077	25,711,953	8,173,959	1,174,672	
171	BAPA	72,041	1,798	179,261	132,741	-	
172	BCIP	483,773	49,760	789,137	255,016	4,988	
173	BEST	1,814,537	338,312	5,205,373	1,848,612	17,568	
174	BIKA	1,731,221	(80,286)	2,400,682	1,762,683	34,227	
175	BIPP	444,202	27,309	1,648,022	98,982	4,882	
176	BKDP	239,151	(26,813)	785,096	49,322	32,151	
177	BSDE	13,939,299	2,018,143	38,292,206	16,341,456	261,224	
178	CTRA	14,774	1,143	29,072	13,711	829,102	
179	DART	2,442,909	192,212	6,066,258	389,912	136,752	
180	DILD	6,782,582	292,729	11,840,060	3,034,100	191,263	
181	DMAS	415,467	757,966	7,803,852	3,713,837	39,345	
182	ELTY	7,664,922	(472,817)	14,063,748	6,173,258	219,273	
183	EMDE	675,650	65,756	1,363,642	739,086	78,611	
184	FMII	98,838	277,213	771,547	378,172	2,160	
185	GAMA	247,197	1,199	1,344,868	483,416	1,509	
186			85,839	1,229,172	507,850	11,745	

	GMTD	590,414					
187	GPRA	559,139	53,737	1,569,319	1,397,068	61,596	
188	GWSA	478,485	210,038	6,963,273	810,593	16,125	
189	JRPT	3,578,038	1,014,232	8,484,437	3,033,295	207,980	
190	KIJA	5,095,108	416,061	10,733,598	7,458,654	219,042	
191	LCGP	72,163	(3,779)	1,687,391	1,623,448	5,077	
192	LPCK	1,410,461	607,396	5,653,153	4,584,790	29,662	
193	LPKR	23,528,544	1,636,156	45,603,683	37,453,409	818,572	
194	MDLN	7,944,774	501,679	14,540,108	3,921,828	246,639	
195	MKPI	2,897,296	1,191,768	6,612,201	2,371,095	48,797	
196	MMLP	681,509	399,202	3,965,769	199,952	93,797	
197	MTLA	1,430,127	309,280	3,932,529	2,172,521	18,173	
198	NIRO	818,301	(30,258)	3,791,983	1,488,076	12,767	
199	OMRE	146,961	315,417	4,264,983	213,760	8,134	
200	PUDP	201,639	22,853	531,169	252,799	142,875	
201	PWON	9,654,000	1,776,000	20,674,000	6,126,000	211,649	
202	RBMS	5,616	(6,468)	167,490	37,853	-	
203	RDTX	273,291	260,009	2,101,754	568,221	4,849	
204	RODA	662,457	60,746	3,428,744	1,398,846	48,976	
205	SMDM	623,123	20,895	3,098,989	822,204	11,863	
206	SMRA	12,644,764	595,879	20,810,320	8,698,817	57,614	
207	TARA	165,758	3,172	1,218,023	135,608	-	
208	ACST	1,201,946	64,360	2,503,171	2,092,380	319,222	
209	ADHI	14,652,656	404,657	20,095,436	16,835,408	8,372,701	
210	DGIK	796,318	(385,605)	1,555,023	814,107	129,927	

211	IDPR	440,820	124,433	1,547,570	949,723	147,759	
212	NRCA	992,554	94,470	2,134,214	1,624,971	508,636	
213	PTPP	20,436,609	1,277,066	31,232,767	24,344,025	10,237,242	
214	SSIA	3,842,621	80,052	7,195,448	3,380,679	538,366	
215	TOTL	2,007,950	210,411	2,950,560	2,284,941	188,935	
216	WIKA	18,597,824	1,128,869	31,096,539	21,552,498	4,680,244	
217	LAPD	263,705	(56,892)	762,773	43,206	246,411	
218	RAJA	721,957	106,736	1,951,235	439,947	302,818	
219	CMNP	3,254,522	511,514	7,937,919	2,619,187	909,380	
220	JSMR	37,161,483	1,684,225	53,500,323	12,965,884	1,862,989	
221	META	2,829,691	233,733	5,521,685	1,411,386	453,351	
222	EXCL	33,687,141	396,549	54,896,286	6,806,863	14,477,038	
223	ISAT	36,661,585	1,038,710	50,838,704	8,073,481	190,886,592	
224	TLKM	74,067,000	27,073,000	179,611,000	47,701,000	39,762,000	
225	ASSA	2,126,179	62,674	3,029,807	292,211	596,789	
226	BBRM	995,168	104,679	1,884,352	9,398	569,075	
227	BIRD	2,637,932	500,871	7,300,612	882,304	814,103	
228	BLTA	717,765	15,330	1,362,048	250,595	224,516	
229	CASS	852,433	283,029	1,647,455	1,086,485	487,043	
230	CMPP	143,627	736	176,817	81,876	81,184	
231	GIAA	36,649,003	795,062	50,217,982	15,654,731	21,008,209	
232	HITS	1,747,651	75,337	2,218,111	466,620	416,588	
233	IATA	676,662	(190,851)	1,266,981	221,984	497,475	
234	INDX	1,368	(17,882)	162,413	62,446	562	
235			31,343	330,411	59,482	819,624	

	KARW	823,211					(4
236	LEAD	1,547,706	(267,178)	2,985,535	269,048	193,793	
237	LRNA	58,359	(28,407)	308,710	41,195	41,455	
238	MBSS	850,921	(402,180)	3,500,360	758,099	580,278	
239	MIRA	153,571	(73,120)	400,014	172,062	64,264	
240	NELY	41,516	16,048	409,485	103,633	22,863	
241	PTIS	372,423	(182,673)	596,266	73,274	267,721	
242	SDMU	175,045	46,051	436,205	117,434	97,665	
243	SMDR	3,656,585	171,290	7,684,012	2,382,870	2,117,230	
244	SOCI	3,506,580	278,456	7,475,151	683,916	1,236,338	
245	TAXI	1,820,550	(184,740)	2,557,263	712,447	174,751	
246	TMAS	1,530,987	227,658	2,525,662	275,648	652,010	
247	TPMA	738,663	20,299	1,628,646	193,207	381,862	
248	WEHA	201,964	(25,591)	304,957	46,623	138,282	
249	WINS	2,281,259	(300,738)	5,392,358	596,124	672,949	
250	BALI	1,005,724	196,148	1,707,249	136,280	322,825	
251	BUKK	1,031,491	50,065	2,260,453	1,287,688	884,002	
252	IBST	1,978,213	454,749	5,455,932	922,990	363,155	
253	GOLD	66,814	(1,082,696)	150,879	46,880	65,647	
254	INDY	14,527,319	(1,378,081)	24,484,867	8,967,673	4,205,222	
255	SUPR	9,330,910	(126,428)	14,019,294	2,566,830	1,094,268	
256	TBIG	21,996,126	1,530,057	23,620,268	1,960,672	2,899,952	
257	TOWR	14,316,861	3,033,306	25,025,207	3,594,550	3,302,952	

PERUSAHAAN NON KEUANGAN TAHUN
STRUKTUR KEPEMILIKAN

No.	Emiten	Saham Asing	Saham Manajerial	Saham Institusional	Saham Keluarga	Jumlah Saham Beredar
1	BISI	692,344	-	-	-	3,000,000,000
2	AALI	-	-	1,533,682,440	-	2,755,125,000
3	ANJT	-	-	-	312,389,130	335,525,000
4	BWPT	11,221,139	3,042,500	10,556,933,986	-	31,525,201,000
5	DSNG	1,596,436	9,329,675,000	1,550,365,000	189,750,000	10,598,500,000
6	GZCO	2,052,390	227,500,000	-	-	6,000,000,000
7	JAWA	-	13,560,000	-	132,500	3,774,685,500
8	LSIP	7,570,300	-	-	-	6,822,863,965
9	MAGP	-	-	600,000,000	-	9,000,000,000
10	PALM	-	16,078,950	6,288,401,782	2,222,500	7,119,540,356
11	SGRO	1,267,217	-	-	-	1,890,000,000
12	SIMP	11,387,745	50,000	-	120,000	15,816,310,000
13	SMAR	-	-	2,791,897,571	-	2,872,193,366
14	TBLA	-	2,338,000	-	2,338,000	5,342,098,939
15	UNSP	1,497,929	-	788,883,814	-	13,720,471,386
16	DSFI	1,036,552	-	-	1,600,000	1,857,135,500
17	IIKP	282,326	-	1,025,280,448	-	3,360,000,000
18	BTEK	4,250,000	-	-	-	5,784,687,047
19	ADRO	7,839,827	1,234,864,050	14,190,495,500	1,051,738,544	31,985,962,000
20	ARII	303,000	529,467,000	-	86,750,000	3,000,000,000

21	BRMS	-	-	1,904,670,400	-	25,570,150,644
22	BSSR	680,290	53,076,900	-	-	2,616,500,000
23	BUMI	9,741,699	-	-	-	36,627,020,427
24	BYAN	-	447,608,100	-	1,719,695,500	3,333,333,500
25	DEWA	7,885,395	-	-	-	21,853,733,792
26	DOID	5,224,474	16,303,500	497,893,500	5,300,000	8,325,016,732
27	GEMS	5,705,872	-	-	-	5,882,353,000
28	HRUM	-	300,000	-	80,000	2,703,620,000
29	ITMG	998,029	8,500	4,192,100	100,000	1,129,925,000
30	KKGI	64,883,500	1,586,800	-	1,720,000	1,000,000,000
31	MYOH	1,402,479	-	-	-	2,206,312,500
32	PKPK	-	-	-	291,349,472	600,000,000
33	PTBA	-	56,000	-	-	2,304,131,850
34	PTRO	610,652	-	2,586,880,147	-	1,008,605,000
35	SMMT	1,650,438	-	-	-	3,150,000,000
36	TOBA	201,250	54,800	-	-	2,012,491,000
37	ARTI	-	22,732,600	-	2,732,000	7,840,000,000
38	BIPI	6,009,325	-	12,916,391,142	-	36,508,170,014
39	ELSA	-	37,500	1,087,407,500	-	7,298,500,000
40	ENRG	12,322,577	1,734,500	3,343,908,100	-	49,106,783,762
41	ESSA	58,834	-	-	-	1,100,000,000
42	MEDC	2,380,206	-	237,433,300	-	3,332,451,450
43	RUIS	-	41,046,300	174,354,500	-	770,000,000
44	ANTM	-	623,066	-	-	26,460,000,000
45	DKFT		-	-	-	

		311,376				5,638,246,600
46	INCO	7,885,973	-	-	-	9,936,338,720
47	PSAB	24,475,499	-	-	-	5,292,000,000
48	SMRU	-	-	-	599	12,499,385,782
49	TINS	731,537	14,797	493,037,477	-	7,447,753,454
50	MITI	833,208	-	19,258,075	-	1,283,228,000
51	INTP	1,877,480	-	-	-	3,681,231,699
52	SMBR	105,112	-	2,063,122,572	-	9,837,678,500
53	SMCB	7,329,094	-	-	-	7,662,900,000
54	SMGR	2,240,164	-	-	-	5,931,520,000
55	WTON	389,724	-	1,341,136,249	-	8,715,466,600
56	AMFG	190,359	20,000	-	-	434,000,000
57	ARNA	-	2,440,000,000	-	-	7,341,430,976
58	IKAI	326,383	-	-	299,362,200	791,383,786
59	KIAS	14,378,410	-	-	-	14,929,100,000
60	MLIA	198,914	417,500	548,347,064	353,200	1,323,000,000
61	TOTO	3,911,546	-	-	-	1,032,000,000
62	ALKA	394,249	-	-	-	507,665,055
63	ALMI	-	9,422,700	436,073,862	560,000	616,000,000
64	BAJA	-	888,048,000	-	442,400,000	720,000,000
65	BTON	-	69,000,000	-	575,000,000	180,000,000
66	CTBN	709,846	21,500	-	-	800,371,500
67	GDST	-	7,160,985,500	-	-	8,200,000,000
68	INAI	-	1,599,800	188,951,200	-	316,800,000
69	JKSW	-	-	-	2,000,000	150,000,000

70	KRAS	889,137	1,168,091	202,703,956	-	15,775,000,000
71	LION	184,487	1,295,000	325,000	-	520,160,000
72	LMSH	30,927	10,135,000	-	12,610,000	96,000,000
73	NIKL	1,387,842	291,000	45,805,700	-	2,523,350,000
74	PICO	432,875	142,500	-	80,000	56,837,500
75	TBMS	192,554	10,000	-	200,000	18,367,000
76	BRPT	4,188,207	16,207,800	16,207,800	111,757,350	6,979,892,784
77	DPNS	28,750	18,905,420	47	-	331,129,952
78	EKAD	466,269	-	-	-	698,775,000
79	INCI	2,204	26,751,483	-	34,042,619	181,035,556
80	SRSN	2,119,652	715,833,644	-	611,583,308	6,020,000,000
81	TPIA	1,769,120	1,907,200	1,355,600	-	3,286,962,558
82	UNIC	5,724,591	-	-	-	383,331,363
83	AKKU	6,449,463	-	-	-	6,449,463,636
84	AKPI	306,614	-	-	-	680,000,000
85	APLI	-	-	-	348,899,848	1,500,000,000
86	BRNA	-	120,000	636,164,662	49,774,000	979,110,000
87	FPNI	5,032,280	-	-	-	5,566,414,000
88	IGAR	772,112	-	-	-	972,204,500
89	IMPC	485,000	79,702,000	3,256,380,000	-	483,350,000
90	IPOL	3,395,064	-	-	-	6,443,379,509
91	TRST	-	38,323,209	716,580,000	162,150,300	2,808,000,000
92	YPAS	-	1,174,750	-	1,174,750	668,000,089
93	CPIN	5,874,573	352,600	-	-	16,398,000,000
94	JPFA		-	-	-	

		7,186,031				11,410,522,910
95	MAIN	2,090,928	-	1,392,917,166	-	2,238,750,000
96	SIPD	1,127,792	-	-	-	939,110,900
97	SULI	842,339	582,174,500	1,518,624	-	31,111,401,022
98	TIRT	286,511	-	2,273,344	-	1,011,774,750
99	ALDO	321,230	36,615,385	-	42,153,846	550,000,000
100	FASW	-	-	1,288,106,300	-	2,477,888,787
101	INKP	-	-	2,884,473,498	-	5,470,982,941
102	INRU	1,283,649	-	-	-	1,388,883,283
103	KDSI	3,171,000	19,516,900	-	-	405,000,000
104	SPMA	1,296,275	-	-	-	1,492,046,658
105	TKIM	-	-	-	-	2,671,404,522
106	ASII	37,278,383	7,750,000	1,293,790,283	8,440,000	40,483,553,140
107	AUTO	753,676	-	1,407,850	-	4,819,733,000
108	BRAM	271,277	-	2,076,000	-	450,000,000
109	GDYR	348,500	-	-	-	410,000,000
110	GJTL	2,073,452	4,345,500	3,991,820	34,838,700	3,484,800,000
111	IMAS	1,976,765	-	-	-	2,765,278,412
112	INDS	-	173,102	-	2,683,332	656,249,710
113	LPIN	9,417,200	-	1,000,000	-	21,250,000
114	MASA	3,946,565	1,448,322,500	-	8,141,000	9,182,946,945
115	PRAS	379,043	-	-	34,745,900	701,043,478
116	SMSM	880,263	328,117,812	8,334,704	132,360,000	9,525,000,000
117	ADMG	1,925,414	-	405,356,593	-	3,889,179,559
118	ARGO	27,459	1,856,750	23,683,000	6,252,500	335,557,450

119	ERTX	1,228,370	-	-	-	12,865,399,792
120	ESTI	-	347,673,873	-	140,578,007	2,015,208,720
121	HDTX	2,760,880	4,705,000	-	102,776,100	3,601,462,800
122	INDR	432,723	-	163,600,000	-	654,351,707
123	PBRX	-	-	1,812,523,923	-	6,478,295,611
124	POLY	1,443,805	-	-	-	2,495,753,334
125	RICY	263,495	-	99,192,100	-	641,717,510
126	SRIL	-	-	10,425,274,040	-	18,592,888,040
127	SSTM	-	10,950,584	480,000,000	403,560,681	1,170,909,181
128	TFCO	1,524,129	3,530,782	838,382,111	1,204,500	4,823,076,400
129	TRIS	-	-	420,000,000	-	1,045,446,325
130	UNIT	41,323	-	-	-	75,422,200
131	BATA	1,132,413	-	-	-	1,300,000,000
132	IKBI	1,139,033	1,164,000	-	-	306,000,000
133	JECC	-	-	-	-	151,200,000
134	KBLI	-	-	154,022,700	-	4,007,235,107
135	KBLM	-	-	-	-	1,120,000,000
136	SCCO	24,275	209,000	-	9,629,500	205,583,400
137	VOKS	524,377	42,876,500	-	36,000,000	831,120,519
138	PTSN	-	1,240,060	-	-	1,771,448,000
139	AISA	1,361,520	-	-	-	3,218,600,000
140	ALTO	-	46,900,000	306,748,500	2,100,000	2,186,528,006
141	CEKA	-	-	-	4,500,000	595,000,000
142	DLTA	46,181	-	-	-	800,659,050
143	INDF			-	-	

		4,396,103	1,380,020			8,780,426,500
144	MLBI	302,524	-	-	-	2,107,000,000
145	MYOR	-	-	-	5,638,834,400	22,358,699,725
146	PSDN	111,866	-	-	20,051,000	1,440,000,000
147	ROTI	1,916,756	-	1,594,467,000	-	5,061,800,000
148	SKLT	396,386	1,506,640	-	432,000	690,740,500
149	STTP	-	40,605,000	-	1,145,800	1,310,000,000
150	ULTJ	214,348	331,828,800	453,272,500	-	2,888,331,363
151	GGRM	-	5,600	1,333,146,800	12,941,330	1,924,088,000
152	HMSP	-	-	107,594,221,125	-	4,652,723,076
153	RMBA	36,317,403	-	-	-	36,410,136,250
154	WIIM	472,018	361,290,021	-	160,350,820	2,099,873,760
155	DVLA	1,031,800	-	-	-	1,120,000,000
156	MERK	420,935	-	-	-	448,000,000
157	PYFA	288,119	-	-	61,740,000	535,080,000
158	SCPI	3,542,636	-	-	-	3,600,000
159	SIDO	-	-	-	6,075,000,000	15,000,000,000
160	TSPC	-	1,771,500	3,528,839,418	600,000	4,500,000,000
161	ADES	539,896	-	-	-	589,896,800
162	KINO	256,153	151,157,000	997,053,000	-	1,428,571,500
163	MBTO	-	312,500	-	-	1,070,000,000
164	MRAT	38,347	-	305,002,000	-	428,000,000
165	TCID	122,319	20,000	-	253,004	201,066,667
166	UNVR	6,484,877	-	-	-	7,630,000,000
167	CINT	-	-	12,250,000	-	1,000,000,000

168	KICI	108,856	760	-	625,400	276,000,000
169	LMPI	670,571	56,087	57,901,002	112,176	1,008,517,669
170	APLN	-	-	1,473,914,200	9,704,100	20,500,900,000
171	BAPA	-	-	224,620,000	-	661,784,250
172	BCIP	-	-	456,007,990	-	1,429,915,525
173	BEST	2,436,217	-	5,385,065,900	7,000,000	9,647,311,150
174	BIKA	-	192,250,000	-	203,500,000	592,280,000
175	BIPP	3,595,072	-	-	7,000	4,669,648,436
176	BKDP	-	-	-	600,000,000	7,315,022,252
177	BSDE	-	-	4,813,031,900	-	19,246,696,192
178	CTRA	2,438,715	-	-	-	15,330,659,837
179	DART	1,451,256	-	-	-	3,141,390,962
180	DILD	4,367,046	2,280	-	-	10,365,854,185
181	DMAS	4,109,495	-	4,846,467,600	-	48,198,111,100
182	ELTY	3,933,153	-	4,490,851,629	-	43,521,913,019
183	EMDE	202,397	-	-	-	3,350,000,000
184	FMII	776,000	-	1,270,000,000	-	2,721,000,000
185	GAMA	3,603,000	-	-	-	10,011,027,656
186	GMTD	-	-	39,600,000	-	101,538,000
187	GPRA	-	-	3,417,568,579	-	4,276,655,336
188	GWSA	-	-	-	2,840,000	7,800,760,000
189	JRPT	2,077,151	-	-	-	13,750,000,000
190	KIJA	5,134,719	3,014,555	-	-	20,662,178,685
191	LCGP	371,538	-	398,150,900	-	5,630,000,914
192	LPCK	-		-	-	

			1,100			696,000,000
193	LPKR	8,020,119	-	1,212,280,000	-	23,077,689,619
194	MDLN	4,050,488	-	-	-	12,533,067,322
195	MKPI	39,623	1,066,494	2,983,700	22,396,344	948,194,000
196	MMLP	2,181,996	5,000	186,175,100	40,000,000	5,714,285,000
197	MTLA	3,640,975	15,962,879	-	14,373,214	7,655,126,330
198	NIRO	1,859,363	-	10,191,964,619	-	22,198,871,804
199	OMRE	1,250,000	-	-	-	1,745,000,000
200	PUDP	49,758	4,416,549	-	8,677,501	329,560,000
201	PWON	630,480	-	-	-	48,159,602,400
202	RBMS	1,073,300	45,836,125	-	119,247,200	326,722,500
203	RDTX	-	-	-	7,155,100	268,800,000
204	RODA	3,016,514	22,000	-	10,000	13,592,128,209
205	SMDM	4,542,017	-	-	-	4,772,138,237
206	SMRA	810,000	-	-	20,000,000	1,439,668,860
207	TARA	1,616,225	-	1,263,014,200	-	10,065,833,300
208	ACST	-	5,600,000	40,777,800	-	500,000,000
209	ADHI	470,216	181,000	540,855,616	-	3,560,849,376
210	DGIK	780,529	16,105,900	-	-	5,541,165,000
211	IDPR	-	-	-	1,665,930,706	2,003,000,000
212	NRCA	-	168,705,000	173,913,000	-	6,199,897,354
213	PTPP	1,371,792	147,200	1,385,802,471	-	4,842,436,500
214	SSIA	696,138	-	792,510,376	-	4,705,249,440
215	TOTL	-	-	-	62,232,500	3,410,000,000
216	WIKA	-	799,059	-	-	8,969,951,372

217	LAPD	1,708,260	-	760,255	-	3,966,350,139
218	RAJA	1,187,608	-	-	-	4,077,082,500
219	CMNP	-	-	2,093,057,349	-	2,750,000,000
220	JSMR	-	280,100	205,555,933	-	6,800,000,000
221	META	3,400,000	-	-	-	15,235,671,880
222	EXCL	5,674,125	-	-	-	10,687,960,423
223	ISAT	3,532,056	-	-	-	5,433,933,500
224	TLKM	39,708,700	8,170,715	5,592,220,406	875,297	100,799,996,400
225	ASSA	-	422,250	-	-	3,397,500,000
226	BBRM	2,393,018	14,460,400	2,858,885,939	18,206,000	5,367,076,248
227	BIRD	-	458,539,100	-	567,910,000	2,502,100,000
228	BLTA	1,752,838	62,400	2,422,056	-	23,483,317,538
229	CASS	1,407,338	-	366,587,032	-	2,086,950,000
230	CMPP	-	-	164,678,300	-	216,000,000
231	GIAA	6,370,697	-	-	-	25,868,926,633
232	HITS	-	-	5,564,251,204	-	7,101,084,801
233	IATA	-	-	560,000,000	-	9,326,826,088
234	INDX	356,728	-	-	-	437,913,588
235	KARW	470,830	-	-	-	587,152,700
236	LEAD	1,043,176	818,930,133	-	92,000,000	2,577,028,572
237	LRNA	-	-	199,999,998	-	350,000,002
238	MBSS	449,441	-	-	-	1,750,026,639
239	MIRA	994,375	-	-	350,000	3,961,452,039
240	NELY	-	7,622,500	1,995,103,000	-	2,350,000,000
241	PTIS			-		

		427,657	2,374,500		1,200,000	550,165,000
242	SDMU	-	569,738,744	-	168,750,000	1,125,875,000
243	SMDR	-	724,600	8,178,534	-	163,756,000
244	SOCI	-	120,000	-	240,000	7,059,000,000
245	TAXI	-	-	1,094,310,000	-	2,145,600,000
246	TMAS	-	4,881,057	-	69,500	1,141,030,000
247	TPMA	178,748	-	1,559,687,500	-	2,633,300,000
248	WEHA	-	-	225,605,686	-	886,411,185
249	WINS	208,566	332,302,705	-	241,678,870	4,038,011,640
250	BALI	220,315	50,000	626,274,148	-	3,573,766,300
251	BUKK	15,608	7,637,400	2,200,500	836,764,040	2,640,452,000
252	IBST	391,012	-	835,970,196	-	1,350,904,927
253	GOLD	32,177	-	-	-	314,600,000
254	INDY	271,762	3,226,000	-	10,156,000	5,210,192,000
255	SUPR	290,228	409,996	-	-	1,137,579,698
256	TBIG	-	-	1,199,640,806	27,343,963	4,796,526,199
257	TOWR	6,716,568	30,713,347	3,337,954,200	-	10,202,925,000

VARIABEL MODERASI TAHUN 2016

No.	Emiten	Usia Perusahaan	Total Aset	Log TA	(- 0.737TA)	(0.043TA^2
1	BISI	33	2,416,177	14.6976971	-10.83220276	9.2889588
2	AALI	28	24,226,122	17.00294203	-12.53116828	12.431301
3	ANJT	23	7,055,347	15.76929633	-11.62197139	10.692840
4	BWPT	16	16,254,353	16.60387131	-12.23705315	11.854607
5	DSNG	36	8,183,318	15.91760825	-11.73127728	10.894920
6	GZCO	15	3,547,023	15.08161922	-11.11515336	9.7805752
7	JAWA	95	3,291,117	15.00673758	-11.0599656	9.6836934
8	LSIP	54	9,459,088	16.06248653	-11.83805257	11.094149

9	MAGP	11	1,116,476	13.92568785	-10.26323195	8.3387656
10	PALM	10	3,860,776	15.16637876	-11.17762114	9.8908189
11	SGRO	23	8,328,480	15.93519152	-11.74423615	10.919004
12	SIMP	24	32,537,592	17.29790666	-12.74855721	12.866355
13	SMAR	54	26,141,410	17.07903121	-12.587246	12.54281
14	TBLA	43	12,596,824	16.34895528	-12.04918004	11.493398
15	UNSP	105	14,700,318	16.50337968	-12.16299083	11.711546
16	DSFI	43	328,715	12.70294639	-9.362071492	6.9386884
17	IIKP	17	364,933	12.80746905	-9.439104693	7.0533443
18	BTEK	15	4,879,715	15.40059737	-11.35024026	10.198671
19	ADRO	12	87,633,045	18.28866871	-13.47874884	14.382442
20	ARII	9	4,435,425	15.305134	-11.27988376	10.072626
21	BRMS	13	22,916,378	16.94736241	-12.4902061	12.350162
22	BSSR	26	2,471,981	14.72053041	-10.84903091	9.3178426
23	BUMI	43	41,681,075	17.54555775	-12.93107606	13.237403
24	BYAN	43	11,080,490	16.22069646	-11.95465329	11.313772
25	DEWA	25	5,123,680	15.44938349	-11.38619563	10.263388
26	DOID	26	11,854,256	16.28819752	-12.00440157	11.408131
27	GEMS	21	5,074,374	15.43971373	-11.37906902	10.250544
28	HRUM	21	5,553,984	15.53002607	-11.44562921	10.370813
29	ITMG	29	16,254,765	16.60389665	-12.23707183	11.854643
30	KKGI	35	1,326,251	14.09786672	-10.39012777	8.5462433
31	MYOH	16	1,978,508	14.49785358	-10.68491809	9.0380736
32	PKPK	33	157,703	11.9684688	-8.820761503	6.1595025
33	PTBA	35	18,576,774	16.73742265	-12.33548049	12.046076
34	PTRO	44	5,286,058	15.48058335	-11.40918993	10.304883
35	SMMT	36	636,742	13.36411983	-9.849356314	7.6797870
36	TOBA	9	3,514,699	15.07246445	-11.1084063	9.7687049
37	ARTI	23	2,616,796	14.77746123	-10.89098892	9.3900544
38	BIPI	9	17,179,713	16.65923977	-12.27785971	11.93380
39	ELSA	47	4,190,956	15.24843943	-11.23809986	9.9981409
40	ENRG	15	14,268,721	16.47358036	-12.14102872	11.669290
41	ESSA	10	8,991,606	16.01180203	-11.8006981	11.024245
42	MEDC	36	48,331,047	17.69358471	-13.04017193	13.461706
43	RUIS	32	979,132	13.79442174	-10.16648883	8.1823010
44	ANTM	48	29,981,536	17.21609228	-12.68826001	12.744934
45	DKFT	21	1,191,492	13.99071686	-10.31115833	8.4168268
46	INCO	48	29,901,711	17.21342626	-12.68629515	12.740987
47	PSAB	13	11,460,094	16.25438147	-11.97947914	11.360811
48	SMRU	13	2,424,193	14.70100924	-10.83464381	9.2931459
49	TINS	40	9,548,631	16.07190835	-11.84499645	11.107168
50	MITI	23	229,448	12.3434317	-9.097109165	6.5514931

51	INTP	31	30,150,580	17.22171472	-12.69240375	12.753260
52	SMBR	42	4,368,877	15.29001655	-11.2687422	10.052738
53	SMCB	45	19,763,133	16.79932879	-12.38110532	12.135350
54	SMGR	59	44,226,896	17.60484367	-12.97476978	13.327012
55	WTON	19	4,662,320	15.35502374	-11.31665249	10.138400
56	AMFG	45	5,504,890	15.52114735	-11.43908559	10.358958
57	ARNA	23	1,543,216	14.24937911	-10.5017924	8.7309266
58	IKAI	25	265,029	12.48759453	-9.203357171	6.705420
59	KIAS	63	1,859,670	14.43590961	-10.63926538	8.961005
60	MLIA	30	7,723,579	15.85978842	-11.68866406	10.815914
61	TOTO	39	2,581,441	14.76385833	-10.88096359	9.3727750
62	ALKA	44	136,619	11.82495131	-8.714989115	6.0126673
63	ALMI	38	2,153,031	14.58238717	-10.74721935	9.1437786
64	BAJA	23	982,627	13.79798488	-10.16911485	8.1865286
65	BTON	21	177,291	12.08554773	-8.907048677	6.2805999
66	CTBN	33	2,156,223	14.58386864	-10.74831119	9.1456366
67	GDST	27	1,257,610	14.04472365	-10.35096133	8.4819332
68	INAI	45	1,339,032	14.10745752	-10.39719619	8.5578753
69	JKSW	42	273,082	12.5175274	-9.22541769	6.737605
70	KRAS	46	52,893,676	17.78379434	-13.10665643	13.599323
71	LION	44	685,813	13.43836027	-9.904071523	7.7653496
72	LMSH	34	162,828	12.00044971	-8.844331435	6.1924641
73	NIKL	34	9,548,631	16.07190835	-11.84499645	11.107168
74	PICO	33	638,567	13.36698188	-9.851465647	7.68307
75	TBMS	39	1,743,980	14.37168042	-10.59192847	8.8814435
76	BRPT	37	34,538,447	17.35758367	-12.79253916	12.955285
77	DPNS	34	296,130	12.59855383	-9.28513417	6.8251130
78	EKAD	35	702,509	13.46241349	-9.921798743	7.7931728
79	INCI	35	269,351	12.50377064	-9.215278962	6.722804
80	SRSN	33	717,150	13.4830403	-9.937000703	7.817072
81	TPIA	24	28,608,858	17.16922695	-12.65372026	12.675641
82	UNIC	33	3,048,817	14.9302642	-11.00360472	9.5852499
83	AKKU	15	1,070,169	13.88332714	-10.2320121	8.2881112
84	AKPI	36	2,615,909	14.77712221	-10.89073907	9.3896236
85	APLI	24	314,469	12.65864078	-9.329418256	6.8903710
86	BRNA	47	2,088,697	14.55205098	-10.72486158	9.1057740
87	FPNI	29	2,750,470	14.82728236	-10.9277071	9.4534769
88	IGAR	41	439,466	12.99331563	-9.576073621	7.2595287
89	IMPC	35	2,276,032	14.63794413	-10.78816483	9.2135845
90	IPOL	21	3,800,969	15.15076659	-11.16611498	9.8704663
91	TRST	37	3,290,596	15.00657926	-11.05984892	9.6834891
92	YPAS	21	280,258	12.54346589	-9.244534358	6.7655570

93	CPIN	44	24,204,994	17.00206953	-12.53052525	12.430025
94	JPFA	45	19,251,026	16.77307492	-12.36175621	12.097449
95	MAIN	19	3,919,764	15.18154201	-11.18879646	9.910606
96	SIPD	31	2,567,211	14.75833065	-10.87688969	9.3657579
97	SULI	36	1,230,359	14.02281655	-10.3348158	8.4554935
98	TIRT	35	815,997	13.61216596	-10.03216631	7.9675156
99	ALDO	27	410,702	12.92562317	-9.526184276	7.1840845
100	FASW	29	8,583,224	15.96532016	-11.76644096	10.960332
101	INKP	40	92,424	11.43414196	-8.426962628	5.6218029
102	INRU	33	4,560,555	15.33295488	-11.30038775	10.109278
103	KDSI	43	1,142,273	13.94853069	-10.28006712	8.3661448
104	SPMA	40	2,158,852	14.58508716	-10.74920923	9.1471649
105	TKIM	39	33,473	10.41849442	-7.67843039	4.667436
106	ASII	59	3,518,283,780	21.98123915	-16.20017325	20.77651
107	AUTO	40	14,612,274	16.49737242	-12.15856347	11.703021
108	BRAM	35	3,977,862	15.19625505	-11.19963997	9.92982
109	GDYR	99	1,516,130	14.23167159	-10.48874196	8.7092404
110	GJTL	65	18,697,779	16.7439153	-12.34026558	12.055424
111	IMAS	29	25,633,342	17.05940448	-12.5727811	12.51400
112	INDS	38	2,477,273	14.72266892	-10.85060699	9.3205501
113	LPIN	34	477,838	13.07702704	-9.63776893	7.3533713
114	MASA	28	8,192,537	15.91873418	-11.73210709	10.89646
115	PRAS	32	1,596,466	14.28330299	-10.52679431	8.772548
116	SMSM	40	2,255,000	14.62866053	-10.78132281	9.2019014
117	ADMG	30	5,117,067	15.44809198	-11.38524379	10.261672
118	ARGO	34	1,560,693	14.26064051	-10.51009206	8.7447323
119	ERTX	44	707,526	13.46952966	-9.927043357	7.8014138
120	ESTI	43	664,182	13.40631149	-9.880451566	7.7283550
121	HDTX	43	4,743,580	15.37230268	-11.32938708	10.161230
122	INDR	41	11,374,494	16.24688404	-11.97395354	11.350333
123	PBRX	36	6,980,093	15.7585728	-11.61406815	10.678302
124	POLY	16	3,105,725	14.94875774	-11.01723445	9.6090103
125	RICY	29	1,288,684	14.0691321	-10.36895036	8.5114405
126	SRIL	38	12,726,176	16.35917153	-12.05670942	11.507767
127	SSTM	44	670,964	13.41647076	-9.887938953	7.7400725
128	TFCO	36	4,330,207	15.2811259	-11.26218979	10.041050
129	TRIS	12	639,701	13.36875616	-9.852773289	7.6851165
130	UNIT	28	432,913	12.97829206	-9.56500125	7.242750
131	BATA	32	855,691	13.65966461	-10.06717282	8.02321
132	IKBI	35	1,046,341	13.86080987	-10.21541688	8.2612481
133	JECC	43	1,587,211	14.27748895	-10.52250935	8.7654076
134	KBLI	24	1,871,422	14.44220913	-10.64390813	8.9688283

135	KBLM	44	639,091	13.36780213	-9.852070172	7.6840197
136	SCCO	46	2,449,935	14.71157205	-10.8424286	9.3065051
137	VOKS	45	1,668,210	14.32726175	-10.55919191	8.8266284
138	PTSN	26	887,047	13.69565325	-10.09369644	8.0655494
139	AISA	26	9,254,539	16.04062469	-11.8219404	11.063970
140	ALTO	19	1,165,094	13.96831233	-10.29464619	8.389891
141	CEKA	48	1,425,964	14.17035863	-10.44355431	8.6343597
142	DLTA	84	1,197,797	13.99599459	-10.31504802	8.4231781
143	INDF	26	82,174,515	18.22435578	-13.43135021	14.281467
144	MLBI	87	2,275,038	14.63750731	-10.78784289	9.2130346
145	MYOR	39	12,922,422	16.3744745	-12.06798771	11.529306
146	PSDN	42	653,797	13.39055218	-9.86883696	7.7101961
147	ROTI	21	2,919,641	14.88697122	-10.97169779	9.5297422
148	SKLT	33	568,240	13.25029914	-9.765470469	7.5495283
149	STTP	44	2,336,411	14.66412655	-10.80746127	9.246574
150	ULTJ	45	4,239,200	15.25988513	-11.24653534	10.013156
151	GGRM	58	62,951,634	17.95787728	-13.23495555	13.866870
152	HMSP	111	42,508,277	17.56520937	-12.9455593	13.267072
153	RMBA	86	13,470,943	16.41604555	-12.09862557	11.587921
154	WIIM	54	1,353,634	14.11830339	-10.4051896	8.5710390
155	DVLA	40	1,531,366	14.24167071	-10.49611131	8.7214829
156	MERK	46	743,935	13.51970894	-9.964025492	7.8596487
157	PYFA	39	167,063	12.02612627	-8.863255058	6.2189916
158	SCPI	9	1,354,104	14.11865054	-10.40544545	8.5714606
159	SIDO	65	2,987,614	14.90998563	-10.98865941	9.5592298
160	TSPC	46	6,585,807	15.70042744	-11.57121502	10.599647
161	ADES	31	767,479	13.5508664	-9.986988534	7.8959171
162	KINO	25	3,284,504	15.00472621	-11.05848322	9.681097
163	MBTO	39	709,959	13.4729625	-9.929573363	7.8053908
164	MRAT	41	483,037	13.08784853	-9.64574437	7.3655465
165	TCID	47	2,185,101	14.59717261	-10.75811621	9.1623302
166	UNVR	48	16,745,695	16.63365177	-12.25900135	11.897169
167	CINT	38	399,337	12.89756095	-9.505502421	7.1529243
168	KICI	42	139,809	11.84803248	-8.731999941	6.0361625
169	LMPI	40	810,365	13.60524004	-10.02706191	7.9594099
170	APLN	12	25,711,953	17.06246654	-12.57503784	12.518493
171	BAPA	23	179,261	12.09659812	-8.915192817	6.2920905
172	BCIP	16	789,137	13.57869522	-10.00749838	7.9283814
173	BEST	27	5,205,373	15.46520192	-11.39785381	10.284416
174	BIKA	9	2,400,682	14.69126342	-10.82746114	9.28082
175	BIPP	35	1,648,022	14.31508634	-10.55021863	8.8116329
176	BKDP	27	785,096	13.57356128	-10.00371467	7.9223873

177	BSDE	32	38,292,206	17.46075693	-12.86857786	13.109755
178	CTRA	35	29,072	10.27753079	-7.574540193	4.5419884
179	DART	33	6,066,258	15.6182525	-11.51065209	10.488981
180	DILD	33	11,840,060	16.28699925	-12.00351845	11.406452
181	DMAS	23	7,803,852	15.87012802	-11.69628435	10.830021
182	ELTY	21	14,063,748	16.45911098	-12.13036479	11.648800
183	EMDE	40	1,363,642	14.12566962	-10.41061851	8.5799853
184	FMII	27	771,547	13.55615287	-9.990884665	7.9020790
185	GAMA	13	1,344,868	14.11180642	-10.40040134	8.5631524
186	GMTD	25	1,229,172	14.02185133	-10.33410443	8.4543295
187	GPRA	29	1,569,319	14.26615233	-10.51415426	8.7514933
188	GWSA	26	6,963,273	15.75616018	-11.61229005	10.67503
189	JRPT	37	8,484,437	15.9537441	-11.7579094	10.944443
190	KIJA	27	10,733,598	16.18888938	-11.93121147	11.269445
191	LCGP	12	1,687,391	14.33869411	-10.56761756	8.8407203
192	LPCK	29	5,653,153	15.547724	-11.45867259	10.394464
193	LPKR	26	45,603,683	17.63549904	-12.99736279	13.373465
194	MDLN	33	14,540,108	16.49242146	-12.15491461	11.695998
195	MKPI	44	6,612,201	15.70442714	-11.5741628	10.605048
196	MMLP	6	3,965,769	15.19321034	-11.19739602	9.925846
197	MTLA	22	3,932,529	15.18479329	-11.19119265	9.914851
198	NIRO	13	3,791,983	15.14839966	-11.16437055	9.8673825
199	OMRE	33	4,264,983	15.26594875	-11.25100423	10.021115
200	PUDP	36	531,169	13.18283552	-9.715749776	7.4728475
201	PWON	34	20,674,000	16.84438743	-12.41431354	12.200535
202	RBMS	31	167,490	12.02867893	-8.865136369	6.2216320
203	RDTX	36	2,101,754	14.55828279	-10.72945442	9.1135747
204	RODA	32	3,428,744	15.04770457	-11.09015827	9.7366367
205	SMDM	27	3,098,989	14.94658649	-11.01563424	9.6062192
206	SMRA	41	20,810,320	16.85095958	-12.41915721	12.210058
207	TARA	10	1,218,023	14.01273961	-10.32738909	8.443345
208	ACST	21	2,503,171	14.73306889	-10.85827177	9.3337227
209	ADHI	56	20,095,436	16.81600328	-12.39339442	12.159452
210	DGIK	34	1,555,023	14.25700089	-10.50740966	8.7402692
211	IDPR	39	1,547,570	14.25219652	-10.50386883	8.7343795
212	NRCA	41	2,134,214	14.57360899	-10.74074982	9.1327733
213	PTPP	63	31,232,767	17.25697833	-12.71839303	12.805541
214	SSIA	45	7,195,448	15.78895916	-11.6364629	10.719522
215	TOTL	46	2,950,560	14.89750554	-10.97946158	9.5432338
216	WIKA	56	31,096,539	17.25260708	-12.71517142	12.79905
217	LAPD	26	762,773	13.54471576	-9.982455512	7.8887509
218	RAJA	23	1,951,235	14.48397306	-10.67468815	9.0207754

219	CMNP	29	7,937,919	15.88716171	-11.70883818	10.853282
220	JSMR	38	53,500,323	17.79519825	-13.11506111	13.616770
221	META	41	5,521,685	15.52419363	-11.4413307	10.363025
222	EXCL	27	54,896,286	17.82095625	-13.13404476	13.656218
223	ISAT	49	50,838,704	17.74416851	-13.07745219	13.53878
224	TLKM	25	179,611,000	19.00630396	-14.00764602	15.533302
225	ASSA	13	3,029,807	14.92400948	-10.99899499	9.5772205
226	BBRM	18	1,884,352	14.44909455	-10.64898269	8.9773823
227	BIRD	44	7,300,612	15.80346874	-11.64715646	10.739233
228	BLTA	35	1,362,048	14.12450001	-10.40975651	8.578564
229	CASS	21	1,647,455	14.31474223	-10.54996502	8.8112093
230	CMPP	27	176,817	12.08287058	-8.905075616	6.2778177
231	GIAA	66	50,217,982	17.73188373	-13.06839831	13.520047
232	HITS	24	2,218,111	14.61216649	-10.7691667	9.1811626
233	IATA	48	1,266,981	14.05214746	-10.35643268	8.4909024
234	INDX	25	162,413	11.99789775	-8.842450644	6.1898306
235	KARW	38	330,411	12.70809261	-9.365864256	6.9443115
236	LEAD	21	2,985,535	14.90928952	-10.98814637	9.5583372
237	LRNA	14	308,710	12.6401576	-9.315796154	6.8702641
238	MBSS	22	3,500,360	15.06837638	-11.10539339	9.7634065
239	MIRA	37	400,014	12.89925483	-9.506750806	7.1548033
240	NELY	39	409,485	12.92265555	-9.523997142	7.180786
241	PTIS	31	596,266	13.29844216	-9.800951868	7.6044882
242	SDMU	23	436,205	12.9858676	-9.570584418	7.251208
243	SMDR	52	7,684,012	15.85465236	-11.68487879	10.808910
244	SOCI	6	7,475,151	15.82709488	-11.66456892	10.771368
245	TAXI	35	2,557,263	14.7544481	-10.87402825	9.3608307
246	TMAS	29	2,525,662	14.74201376	-10.86486414	9.3450597
247	TPMA	11	1,628,646	14.30325955	-10.54150229	8.7970790
248	WEHA	15	304,957	12.62792606	-9.306781508	6.8569742
249	WINS	21	5,392,358	15.50049332	-11.42386358	10.331407
250	BALI	10	1,707,249	14.35039386	-10.57624028	8.8551535
251	BUKK	38	2,260,453	14.63107579	-10.78310286	9.2049402
252	IBST	10	5,455,932	15.51221402	-11.43250173	10.34703
253	GOLD	21	150,879	11.92423347	-8.788160067	6.1140557
254	INDY	16	24,484,867	17.01356581	-12.538998	12.446841
255	SUPR	10	14,019,294	16.45594508	-12.12803153	11.644319
256	TBIG	12	23,620,268	16.97761571	-12.51250278	12.394295
257	TOWR	8	25,025,207	17.03539415	-12.55508549	12.478800

PERUSAHAAN NON KEUA
VARIABEL KO

No.	Emiten	Utang	EAT	Aset	Aktiva Lancar	Hutang Lanca
1	BISI	422,226	400,506	2,622,336	2,041,770	362,25
2	AALI	6,398,988	2,064,015	24,935,426	4,245,730	2,309,41
3	ANJT	2,359,272	564,882	7,675,266	1,094,637	753,30
4	BWPT	9,928,455	(198,922)	15,991,148	1,139,336	2,652,44
5	DSNG	5,086,326	597,520	8,336,065	1,739,837	1,724,89
6	GZCO	1,979,605	303,367	3,517,586	209,820	260,00
7	JAWA	2,472,503	(212,655)	3,312,482	195,501	1,274,61
8	LSIP	1,622,216	701,959	9,744,381	2,168,414	416,25
9	MAGP	388,053	(170,872)	977,450	25,759	368,44
10	PALM	1,308,785	(17,838)	2,849,094	176,516	324,52
11	SGRO	1,814,019	236,284	4,512,656	728,336	693,20
12	SIMP	15,216,987	557,376	33,397,766	6,289,818	6,187,98
13	SMAR	15,824,122	1,172,359	27,124,101	11,163,493	8,465,26
14	TBLA	10,024,540	900,718	14,024,486	5,143,894	4,637,97
15	UNSP	14,352,436	(1,669,759)	13,883,992	1,471,147	11,830,33
16	DSFI	204,213	12,283	365,398	214,552	152,20
17	IIKP	25,037	(13,139)	313,924	18,602	22,70
18	BTEK	3,318,436	(51,679)	5,306,055	1,105,184	1,096,68
19	ADRO	36,884,701	7,019,639	92,318,064	26,813,687	10,476,69
20	ARII	3,892,205	(223,569)	4,430,941	533,913	2,457,63
21	BRMS		(3,363,990)	11,740,979	5,410,405	2,601,18

		4,095,667				
22	BSSR	1,284,633	1,118,326	3,320,618	1,225,540	1,008,70
23	BUMI	46,200,680	3,243,035	50,080,163	10,270,518	18,051,90
24	BYAN	5,056,240	4,579,457	12,041,640	4,199,166	4,100,15
25	DEWA	2,360,707	32,825	5,443,588	1,594,064	1,908,53
26	DOID	10,410,465	579,756	12,810,737	12,810,737	2,958,79
27	GEMS	4,040,708	1,613,798	7,999,679	5,619,477	3,336,21
28	HRUM	861,414	744,857	6,224,535	4,264,908	749,94
29	ITMG	5,426,299	3,382,976	18,407,166	10,797,702	4,437,07
30	KKGI	222,644	176,659	1,423,266	544,779	153,87
31	MYOH	454,219	164,127	1,843,449	1,164,630	409,34
32	PKPK	78,040	(10,412)	137,363	41,986	3,06
33	PTBA	8,187,497	3,895,402	21,987,482	11,117,745	4,513,22
34	PTRO	3,499,570	99,375	5,918,363	2,182,366	1,319,39
35	SMMT	306,304	39,994	725,664	25,789	120,67
36	TOBA	2,351,101	696,287	4,719,284	1,359,558	891,15
37	ARTI	745,831	28,598	2,506,050	601,520	89,24
38	BIPI	13,167,733	519,493	17,855,616	853,791	6,055,89
39	ELSA	1,803,449	238,473	4,855,369	2,379,465	1,757,78
40	ENRG	11,010,212	202,852	10,250,441	3,281,450	6,973,20
41	ESSA	8,252,036	15,677	11,120,121	1,175,886	1,741,63
42	MEDC	50,914,926	2,569,345	69,918,327	26,757,979	17,526,25
43	RUIS	579,059	25,190	959,348	473,183	471,04
44	ANTM	11,524,870	81,608	30,014,273	9,001,939	5,552,46
45	DKFT	1,098,119	(44,624)	2,267,556	495,210	618,71

46	INCO	4,318,086	871,949	29,838,820	8,548,761	1,140,18
47	PSAB	7,738,964	132,891	12,481,094	1,753,700	2,291,20
48	SMRU	1,006,573	29,385	2,030,779	442,675	399,93
49	TINS	5,814,816	502,417	11,876,309	6,996,966	3,402,52
50	MITI	150,751	(22,150)	233,727	157,296	126,34
51	INTP	4,307,169	1,837,668	28,863,676	12,883,074	3,479,02
52	SMBR	1,647,477	134,718	5,060,337	1,123,602	668,82
53	SMCB	12,429,452	(863,644)	19,626,403	2,927,011	5,384,80
54	SMGR	18,524,451	1,707,594	48,963,503	13,801,819	8,803,57
55	WTON	4,320,041	338,417	7,067,976	4,351,377	4,216,31
56	AMFG	2,718,939	(15,667)	6,267,816	2,003,321	996,90
57	ARNA	571,947	118,231	1,601,347	740,191	455,15
58	IKAI	335,252	(43,578)	229,825	8,078	239,66
59	KIAS	340,873	(93,300)	1,767,605	527,456	169,75
60	MLIA	3,432,391	39,399	5,186,686	1,261,015	1,449,89
61	TOTO	1,132,699	252,477	2,826,491	1,316,632	573,58
62	ALKA	226,718	12,838	305,208	277,157	213,51
63	ALMI	1,997,411	(24,824)	2,376,282	1,701,281	1,747,76
64	BAJA	774,433	(24,486)	946,449	727,240	760,15
65	BTON	34,208	28,516	217,363	176,074	30,42
66	CTBN	598,161	(166,624)	2,024,761	1,122,580	454,99
67	GDST	441,675	13,156	1,286,955	452,019	392,63
68	INAI	936,512	36,812	1,213,917	860,749	867,25
69	JKSW	684,991	(45,588)	190,631	85,912	31,29
70	KRAS		177,912	55,741,702	13,841,951	18,451,08

		30,639,845				
71	LION	229,631	2,510	681,938	503,156	153,80
72	LMSH	31,541	13,266	161,163	89,570	20,91
73	NIKL	1,418,796	19,058	2,002,086	1,487,188	1,376,86
74	PICO	372,724	12,864	638,567	396,400	296,00
75	TBMS	1,738,248	102,744	2,232,990	1,803,221	1,733,88
76	BRPT	22,029,441	3,797,274	49,354,389	20,376,964	11,829,07
77	DPNS	40,656	6,558	308,491	181,199	18,83
78	EKAD	133,950	81,993	796,768	413,617	91,52
79	INCI	35,409	23,733	303,788	145,541	28,52
80	SRSN	237,221	13,452	652,726	422,532	198,21
81	TPIA	17,862,794	4,303,062	40,471,995	19,359,902	7,955,03
82	UNIC	885,159	166,708	3,031,324	2,098,179	819,09
83	AKKU	356,838	(19,650)	1,117,019	440,898	174,85
84	AKPI	1,618,713	13,924	2,745,326	1,003,030	961,28
85	APLI	171,515	297	398,699	126,404	73,63
86	BRNA	1,111,848	(170,587)	1,964,877	718,758	654,03
87	FPNI	1,263,906	89,864	2,653,051	1,250,196	1,072,98
88	IGAR	71,076	72,087	513,023	396,253	60,94
89	IMPC	1,005,657	82,725	2,294,677	1,200,669	33,00
90	IPOL	1,738,876	70,260	3,899,026	1,328,146	1,363,53
91	TRST	1,357,336	57,254	3,332,906	1,189,727	968,42
92	YPAS	176,450	(14,908)	303,543	148,858	166,37
93	CPIN	8,822,202	2,466,716	24,532,331	11,730,468	5,059,55
94	JPFA	11,293,242	1,035,793	21,088,870	11,189,325	4,769,64

95	MAIN	2,371,093	5,441,396	4,072,246	1,695,043	1,865,52
96	SIPD	1,448,387	(351,519)	2,239,699	1,168,670	1,072,80
97	SULI	81,659,796	1,463,036	82,527,597	28,633,520	29,974,97
98	TIRT	735,477	5,494	859,299	589,914	513,71
99	ALDO	247,843	25,969	498,702	348,662	242,05
100	FASW	6,081,574	580,850	9,369,892	2,784,007	3,753,07
101	INKP	59,835,948	5,562,565	103,429	42,613	20,361,69
102	INRU	2,367,770	(677)	4,573,602	558,706	373,68
103	KDSI	842,752	65,755	1,328,292	841,181	709,03
104	SPMA	980,123	93,049	2,175,661	750,237	733,77
105	TKIM	21,461,861	360,323	34,981,505	9,554,510	6,643,91
106	ASII	139,317	22,636	295,646	121,293	98,72
107	AUTO	4,003,233	452,879	14,762,309	5,228,541	3,041,50
108	BRAM	1,184,285	390,630	4,125,149	1,578,925	660,95
109	GDYR	950,907	(12,088)	1,676,776	695,720	913,23
110	GJTL	13,835,648	186,364	19,711,478	8,673,407	5,797,36
111	IMAS	22,094,059	2,619,778	31,375,311	13,207,229	15,765,33
112	INDS	289,798	112,018	2,434,617	1,044,178	203,72
113	LPIN	36,655	191,259	268,116	133,471	25,63
114	MASA	4,343,689	(117,046)	8,909,285	2,335,891	2,459,25
115	PRAS	865,838	(16,597)	1,542,243	622,231	650,09
116	SMSM	615,157	563,302	2,443,341	1,570,110	419,91
117	ADMG	1,822,456	(79,481)	5,668,446	2,026,304	941,41
118	ARGO	2,313,401	(207,350)	1,333,934	273,653	1,484,56
119	ERTX		(28,780)	802,839	379,537	365,19

		560,641				
120	ESTI	634,683	(23,059)	834,001	345,393	366,77
121	HDTX	3,701,551	1,994,803	4,035,086	247,830	1,170,33
122	INDR	6,988,093	18,354	10,839,870	3,787,193	3,635,72
123	PBRX	4,586,749	116,369	7,768,423	5,092,517	1,298,37
124	POLY	15,916,298	(76,882)	3,137,269	1,680,833	15,061,64
125	RICY	944,179	14,428	1,374,445	1,037,821	873,22
126	SRIL	10,171,055	890,912	16,161,423	8,739,147	2,373,44
127	SSTM	393,178	(25,475)	605,643	311,548	182,42
128	TFCO	487,728	40,644	4,484,388	1,151,753	55,98
129	TRIS	188,737	5,559	544,968	356,846	185,60
130	UNIT	181,126	1,237	426,385	132,823	179,73
131	BATA	276,383	49,765	855,691	567,954	230,49
132	IKBI	219,533	13,808	1,102,902	558,492	120,54
133	JECC	1,380,600	171,600	1,928,000	1,294,500	1,220,20
134	KBLI	1,227,014	326,703	3,013,761	1,843,100	933,49
135	KBLM	443,770	476,953	1,235,199	548,840	434,42
136	SCCO	1,286,017	1,292,182	4,014,245	2,171,013	1,246,23
137	VOKS	1,296,044	161,701	2,110,167	1,667,656	1,260,86
138	PTSN	225,891	3,193	910,476	347,008	160,37
139	AISA	5,319,855	(846,809)	8,724,734	4,536,882	3,902,70
140	ALTO	690,099	(62,850)	1,109,384	192,944	179,48
141	CEKA	489,592	104,374	1,392,636	988,480	444,38
142	DLTA	196,197	276,390	1,340,843	1,206,576	139,68
143	INDF	41,182,764	5,039,068	87,939,488	32,515,399	21,637,76

144	MLBI	1,445,173	1,320,897	2,510,078	1,076,845	1,304,11
145	MYOR	7,561,503	1,570,140	14,915,800	10,674,200	4,473,62
146	PSDN	391,495	32,151	690,980	387,042	333,94
147	ROTI	1,739,468	124,468	4,559,574	2,319,938	1,027,17
148	SKLT	329,000	15,000	636,000	267,000	212,00
149	STTP	957,660	215,839	1,402,220	940,212	358,96
150	ULTJ	978,185	694,642	5,186,940	3,439,990	820,62
151	GGRM	24,572,266	7,703,622	66,759,930	66,759,930	22,611,04
152	HMSP	9,028,078	12,483,134	43,141,063	34,180,553	6,482,96
153	RMBA	5,159,928	(517,697)	14,083,598	9,005,061	4,687,84
154	WIIM	247,621	19,591	1,225,712	861,172	160,79
155	DVLA	524,586	148,313	1,640,886	1,175,656	441,62
156	MERK	231,569	155,965	847,006	569,889	184,97
157	PYFA	50,708	4,899	159,564	78,364	22,24
158	SCPI	996,954	121,529	1,354,104	1,098,245	848,45
159	SIDO	262,333	522,719	3,158,198	1,628,901	208,50
160	TSPC	2,352,892	461,697	7,434,900	5,049,364	2,002,62
161	ADES	417,225	38,623	840,236	294,244	244,88
162	KINO	1,182,424	121,130	3,237,595	1,795,405	1,085,56
163	MBTO	367,927	(28,184)	780,670	520,384	252,24
164	MRAT	130,623	344,679	497,354	384,263	106,81
165	TCID	503,481	157,605	2,361,807	1,276,479	259,80
166	UNVR	13,733,025	7,107,230	18,906,413	7,941,635	12,532,30
167	CINT	94,304	64,041	476,578	210,585	66,01
168	KICI		2,489	149,420	90,346	12,38

		57,922				
169	LMPI	458,292	360,472	834,548	572,240	360,47
170	APLN	1,729,138	1,871,893	28,790,116	9,432,974	7,220,22
171	BAPA	58,885	12,930	179,036	129,367	55,37
172	BCIP	483,271	54,801	843,447	272,114	229,38
173	BEST	1,870,815	481,720	5,719,001	2,044,717	740,81
174	BIKA	1,678,797	(42,389)	2,374,443	1,870,261	472,44
175	BIPP	534,788	(20,563)	1,748,641	118,585	106,46
176	BKDP	283,731	46,181	783,494	52,048	138,15
177	BSDE	16,754,337	5,097,011	45,951,188	17,964,523	7,568,81
178	CTRA	16,255,398	966,452	31,706,163	15,167,178	7,782,98
179	DART	2,801,378	31,059	6,360,846	357,529	666,46
180	DILD	6,786,635	272,288	13,097,185	3,606,928	4,103,19
181	DMAS	465,802	653,712	7,470,942	3,535,828	437,80
182	ELTY	7,918,962	(253,259)	14,082,518	6,244,407	6,550,90
183	EMDE	1,081,693	105,639	1,868,642	1,239,086	410,83
184	FMII	119,588	(32,263)	801,479	284,022	80,11
185	GAMA	304,392	430,230	1,402,556	544,418	173,51
186	GMTD	538,878	67,592	1,242,715	496,232	415,36
187	GPRA	466,150	35,701	1,499,462	1,251,301	272,40
188	GWSA	524,361	188,463	7,200,861	899,462	108,79
189	JRPT	3,496,187	1,114,019,159	9,472,683	3,448,798	3,093,71
190	KIJA	5,366,080	135,353	11,266,320	3,677,632	1,067,19
191	LCGP	51,533	(13,692)	1,660,390	1,469,661	47,31
192	LPCK	4,657,491	370,297	12,378,727	10,052,058	1,743,34

193	LPKR	26,911,822	1,858,325	56,772,116	44,921,927	8,745,16
194	MDLN	7,522,212	596,925	14,599,669	3,158,284	2,374,36
195	MKPI	2,276,439	1,186,587	8,828,046	2,106,111	1,324,94
196	MMLP	693,450	292,083	5,363,669	390,679	294,51
197	MTLA	1,874,548	(13,489)	4,873,380	2,545,030	1,010,54
198	NIRO	1,238,500	2,975	4,892,234	1,906,210	269,97
199	OMRE	228,898	(65,349)	4,242,935	212,689	121,13
200	PUDP	170,215	6,088	504,848	175,428	113,02
201	PWON	10,567	2,025	23,359	8,427	4,91
202	RBMS	42,614	14,073	218,761	101,610	39,96
203	RDTX	225,500	248,247	2,280,462	551,269	119,40
204	RODA	813,260	41,946	3,548,568	2,233,624	386,94
205	SMDM	643,807	19,737	3,141,680	876,584	532,57
206	SMRA	13,308,970	509,451	21,662,712	9,158,259	6,275,82
207	TARA	180,827	1,107	1,234,609	172,653	179,48
208	ACST	3,869,352	149,702	5,306,479	4,717,565	3,706,89
209	ADHI	22,463	524,579	28,333	24,818	17,63
210	DGIK	1,034,401	24,904	1,820,799	969,614	898,96
211	IDPR	633,592	124,056	1,845,178	981,974	363,16
212	NRCA	1,139,310	134,454	2,342,167	1,973,799	1,013,94
213	PTPP	27,539,670	1,808,446	41,782,781	29,907,849	20,699,81
214	SSIA	4,375,000	1,157,000	8,851,000	5,085,000	2,660,00
215	TOTL	2,232,994	220,939	3,243,093	2,513,966	1,994,00
216	WIKA	31,051,950	1,308,466,060	45,683,774	34,910,108	25,975,61
217	LAPD		(91,693)	671,514	35,076	261,35

		264,139				
218	RAJA	410,094	194,981	2,038,944	670,558	293,55
219	CMNP	5,148,271	693,864	10,736,908	3,929,273	1,448,57
220	JSMR	60,833,333	1,881,185	79,192,773	18,987,065	24,997,94
221	META	2,785,074	91,782	5,320,297	1,262,388	461,88
222	EXCL	34,690,591	403,443	56,321,441	7,180,742	15,226,51
223	ISAT	35,845,506	1,198,432	50,661,040	9,479,271	16,200,45
224	TLKM	86,354,000	30,369,000	198,484,000	47,561,000	45,376,00
225	ASSA	2,321,588	105,963	3,307,397	343,677	802,40
226	BBRM	881,423	3,031	1,297,103	72,517	877,89
227	BIRD	1,585,562	421,735	6,516,487	771,222	435,94
228	BLTA	723,748	15,458	1,373,401	252,684	226,38
229	CASS	1,108,203	296,458	1,907,035	834,130	626,32
230	CMPP	3,054,059	(433,727)	3,091,134	567,327	2,174,24
231	GIAA	38,284,249	(2,104,936)	50,619,285	1,336,838	26,037,17
232	HITS	1,816,015	132,594	1,023,673	405,839	414,51
233	IATA	455,902	(102,729)	1,053,429	148,349	340,39
234	INDX	1,505	(16,563)	109,923	53,202	34
235	KARW	806,962	34,377	344,420	81,270	806,67
236	LEAD	1,463,146	(260,084)	2,748,613	20,453	230,87
237	LRNA	45,197	(38,470)	257,079	39,277	28,18
238	MBSS	707,612	125,278	3,252,915	715,023	118,91
239	MIRA	145,033	(17,959)	373,573	151,237	62,40
240	NELY	61,089	24,270	422,231	92,437	29,21
241	PTIS	320,849	(6,173)	541,081	52,891	106,71

242	SDMU	162,869	(38,739)	385,446	85,464	79,82
243	SMDR	3,831,436	173,583	7,976,895	2,887,059	2,556,90
244	SOCI	369,210	289,223	7,947,841	820,986	1,024,76
245	TAXI	1,763,500	1,902	2,010,013	452,881	535,11
246	TMAS	1,895,434	51,652	2,918,378	414,746	818,82
247	TPMA	607,253	64,395	1,558,318	192,412	324,58
248	WEHA	147,599	49,411	300,003	22,665	53,15
249	WINS	1,858,454	(541,285)	4,586,265	430,781	664,44
250	BALI	1,283,949	436,200	2,421,704	287,440	495,34
251	BUKK	1,949,860	165,670	3,507,298	1,744,874	1,634,57
252	IBST	2,037,804	879,099	6,355,271	1,199,164	846,44
253	GOLD	99,094	(773)	182,413	46,427	71,63
254	INDY	34,150,214	4,358,582	49,256,537	18,341,097	8,934,88
255	SUPR	8,516,658	(589,653)	12,610,068	2,038,878	821,16
256	TBIG	22,410,705	2,282,228	25,595,785	1,971,501	1,988,12
257	TOWR	11,661,666	2,147,933	18,763,478	3,049,717	2,230,48

PERUSAHAAN NON KEUANGAN TAHUN
STRUKTUR KEPEMILIKAN

No.	Emiten	Saham Asing	Saham Manajerial	Saham Institusional	Saham Keluarga	Jumlah Saha Beredar
1	BISI	1,806,304	2,500,000	-	200,000	3,000,000,000
2	AALI	-	-	1,533,682,440	-	157,474,500

3	ANJT	14,738	15,799,563	161,898,200	317,880,164	335,525,000
4	BWPT	11,664,357	62,280,000	11,865,626,816	-	31,525,291,00
5	DSNG	947,199	932,967,500	1,550,365,000	189,750,000	10,598,500,00
6	GZCO	-	217,162,800	-	1,581,972,000	6,000,000,000
7	JAWA	-	13,560,000	3,280,244,585	132,500	3,771,685,500
8	LSIP	7,570	-	-	-	6,822,863,965
9	MAGP	-	-	600,000,000	-	9,000,000,004
10	PALM	-	87,563,450	3,144,200,891	2,222,500	7,119,540,356
11	SGRO	1,396,420	-	-	-	1,890,000,000
12	SIMP	11,387,745	50,000	-	120,000	15,816,310,00
13	SMAR	-	-	2,653,897,571	-	2,872,193,366
14	TBLA	1,774,724	2,338,000	-	-	5,342,098,939
15	UNSP	43,000	-	-	-	13,720,471,38
16	DSFI	1,036,552	-	-	-	1,857,135,500
17	IIKP	-	-	2,117,686,040	-	3,360,000,000
18	BTEK	4,250,000	-	-	-	1,102,977,500
19	ADRO	-	3,211,496,704	14,045,425,500	1,051,738,544	31,985,962,00
20	ARII	303,000	529,467,000	-	86,750,000	3,000,000,000
21	BRMS	28,043,203	-	6,748,830,800	-	25,570,150,64
22	BSSR	935,137	2,564,100	-	-	2,616,500,000
23	BUMI	17,149,019	-	-	-	36,627,020,42
24	BYAN	808,961	1,825,498,600	-	752,200	3,333,333,500
25	DEWA	6,733,582	-	3,249,553,214	-	21,853,733,79
26	DOID	3,264,000	12,553,000	-	5,300,000	4,175,000,000

27	GEMS	5,705,872	-	-	-	5,882,353,000
28	HRUM	-	300,000	-	-	2,703,620,000
29	ITMG	983,988	23,500	21,697,400	999,880	1,129,925,000
30	KKGI	1,968,477	7,775,000	-	8,600,000	1,000,000,000
31	MYOH	1,698,562	-	-	-	2,206,312,500
32	PKPK	-	-	-	297,383,762	600,000,000
33	PTBA	-	63,000	-	135,000	2,304,131,850
34	PTRO	45,707	-	21,621,200	153,000	1,008,605,000
35	SMMT	399,011	-	-	-	3,150,000,000
36	TOBA	1,245,949	54,000	-	-	2,012,491,000
37	ARTI	-	-	735,000	-	7,840,000,000
38	BIPI	666,666	-	-	-	36,508,170,01
39	ELSA	653,984	-	1,440,445,129	-	7,298,500,000
40	ENRG	898,278	-	-	-	49,106,783,76
41	ESSA	1,087,994	1,465,507,000	-	401,860,000	1,100,000,000
42	MEDC	2,141,807	-	1,359,047,046	-	3,332,451,450
43	RUIS	73,741	-	174,354,500	-	770,000,000
44	ANTM	1,214,735	172,285	1,961,395,624	-	24,030,764,72
45	DKFT	-	156,614,372	-	143,103,824	5,638,246,600
46	INCO	7,899,991	-	-	-	9,936,338,720
47	PSAB	-	24,660,524,930	-	-	26,460,000,00
48	SMRU	-	-	-	599,000,000	12,499,385,78
49	TINS	394,467	860,196	456,613,342	-	7,447,753,454
50	MITI		-		-	

		930,990		20,327,100		1,411,550,800
51	INTP	1,877,480	-	-	-	3,681,231,699
52	SMBR	164,259	104,500	2,036,492,400	-	9,924,797,283
53	SMCB	7,386,022	-	-	-	7,662,900,000
54	SMGR	2,227,346	3,500	373,431,175	-	593,152,000
55	WTON	611,259	1,947,300	674,281,413	13,809,800	8,715,466,600
56	AMFG	190,359	-	-	-	434,000,000
57	ARNA	2,801,939	2,740,000,000	-	-	7,341,430,976
58	IKAI	69,383	13,000,000	-	-	791,383,786
59	KIAS	14,378,410	-	-	-	14,929,100,00
60	MLIA	-	109,021,300	548,347,064	353,200	1,323,000,000
61	TOTO	3,911,546	-	-	-	10,320,000,00
62	ALKA	2,862,259	-	-	-	507,665,055
63	ALMI	438,048	9,760,400	-	560,000	616,000,000
64	BAJA	-	442,400	-	888,128,000	1,800,000,000
65	BTON	-	69,000,000	-	575,000,000	7,200,000,000
66	CTBN	654,029	11,000	-	10,500	800,371,500
67	GDST	426,850	111,550,000	-	-	8,200,000,000
68	INAI	-	2,238,100	188,951,200	-	633,600,000
69	JKSW	-	-	-	2,000,000	150,000,000
70	KRAS	-	237,500	-	51,500	19,346,396,90
71	LION	415,240	1,295,000	325,000	-	520,160,000
72	LMSH	30,927	9,883,000	-	9,940,000	96,000,000
73	NIKL	1,387,842	291,000	-	-	2,523,350,000

74	PICO	272,875	142,500	-	80,000	568,375,000
75	TBMS	192,554	10,000	-	200,000	367,400,000
76	BRPT	-	74,666	-	9,937,554,806	13,959,785,56
77	DPNS	28,750	10,068	-	649,786	331,129,952
78	EKAD	36,298	-	536,712,320	-	698,775,000
79	INCI	-	-	-	88,476,608	181,035,556
80	SRSN	1,481,476	-	819,055,188	596,233,053	6,020,000,000
81	TPIA	7,327,028	16,391,775	-	-	17,833,520,26
82	UNIC	3,617,051	-	-	318,509	383,331,363
83	AKKU	-	-	4,786,183,000	-	6,449,463,636
84	AKPI	-	10,433,162	-	20,639,459	680,000,000
85	APLI	-	-	-	364,209,148	1,500,000,000
86	BRNA	158,380	120,000	-	49,774,000	979,110,000
87	FPNI	5,032,280	-	-	-	5,566,414,000
88	IGAR	772,112	-	-	-	972,204,500
89	IMPC	115,489	700,000	-	81,478,000	4,833,500,000
90	IPOL	3,395,064	-	-	-	6,443,379,509
91	TRST	-	39,288,659	746,883,500	136,734,500	2,808,000,000
92	YPAS	27,600	1,174,750	-	1,174,750	668,000,089
93	CPIN	-	523,600	-	-	16,398,000,00
94	JPFA	6,011,594	523,600	-	-	11,410,522,91
95	MAIN	2,098,608	-	11,781,404	-	2,238,750,000
96	SIPD	1,141,517	-	-	-	1,339,102,579
97	SULI	1,309,880	1,023,942,282	1,518,624	-	3,986,916,802

98	TIRT	-	-	2,273,344	-	1,011,774,750
99	ALDO	-	36,615,385	-	42,153,846	550,000,000
100	FASW	-	106,690,166	1,275,604,500	102,700,333	2,477,888,787
101	INKP	1,545,151	-	-	-	5,470,982,941
102	INRU	93,417	-	552,750	-	1,388,883,283
103	KDSI	3,269	19,516,900	-	-	405,000,000
104	SPMA	996,183	-	-	-	2,114,570,958
105	TKIM	-	-	1,857,744,987	-	31,132,233,57
106	ASII	36,261,850	7,750,000	1,421,763,441	8,440,000	40,483,553,14
107	AUTO	753,676	-	1,407,850	-	4,819,733,000
108	BRAM	273,153	-	-	-	450,000,000
109	GDYR	348,500	-	-	-	410,000,000
110	GJTL	2,073,452	4,462,500	3,850,020	34,838,700	3,484,800,000
111	IMAS	1,976,765	-	-	-	2,765,278,412
112	INDS	-	173,102	-	2,683,332	656,249,710
113	LPIN	-	-	86,811,600	-	106,250,000
114	MASA	3,265,839	1,762,149,099	-	8,141,000	9,182,946,945
115	PRAS	379,043	-	-	-	701,043,478
116	SMSM	963,945	329,575,652	5,804,388	130,000,000	9,525,000,000
117	ADMG	2,074,000	-	405,356,593	-	3,889,179,559
118	ARGO	33,832	8,096,700	23,683,000	6,252,200	335,557,450
119	ERTX	-	-	1,227,082,192	-	1,286,539,792
120	ESTI	-	-	1,751,033,353	-	2,015,208,720
121	HDTX		-	-		

		2,410,680			102,776,100	3,601,462,800
122	INDR	600,256	-	-	-	654,351,707
123	PBRX	988,494	220,282,952	-	-	6,478,295,611
124	POLY	1,443,805	-	-	-	2,495,753,334
125	RICY	280,727	-	99,192,100	-	641,717,510
126	SRIL	-	740,000	-	5,920,000	20,452,176,84
127	SSTM	-	14,031,500	480,000,000	414,511,265	1,170,909,181
128	TFCO	227,500	309,515,704	838,382,111	254,030,938	4,823,076,400
129	TRIS	-	10,000	420,000,000	7,315,000	1,047,587,802
130	UNIT	22,173	-	-	-	75,422,200
131	BATA	1,132,358	-	-	-	1,300,000,000
132	IKBI	1,128,486	1,164,000	-	-	1,224,000,000
133	JECC	30,240	-	26,578,300	-	151,200,000
134	KBLI	1,387,702	-	-	-	4,007,235,107
135	KBLM	-	-	144,381,200	-	1,120,000,000
136	SCCO	24,275	-	-	-	205,583,400
137	VOKS	-	381,757,500	-	467,693,485	4,155,602,595
138	PTSN	-	1,240,060,000	-	-	1,771,228,000
139	AISA	496,762	-	-	-	3,218,600,000
140	ALTO	-	-	306,748,500	49,000,000	2,191,870,558
141	CEKA	-	-	-	4,500,000	595,000,000
142	DLTA	5,132,121	-	-	-	800,659,050
143	INDF	4,396,103	1,385,020	-	-	8,780,426,500
144	MLBI	1,723,151	-	-	-	2,107,000,000
145		-	-	-		

	MYOR				5,638,834,400	22,358,699,72
146	PSDN	30,095	-	168,500	65,984,333	1,440,000,000
147	ROTI	2,753,561	-	-	-	6,186,488,888
148	SKLT	407,804	4,597,556	-	1,359,488	690,740,500
149	STTP	-	40,605,000	-	1,145,800	1,310,000,000
150	ULTJ	-	-	1,786,284,000	3,910,143,100	11,553,528,00
151	GGRM	-	5,600	1,333,146,800	12,941,330	1,924,088,000
152	HMSP	107,594,221	-	-	-	116,318,076,9
153	RMBA	36,317,403	-	-	-	36,401,136,25
154	WIIM	-	459,501,341	-	339,014,885	2,099,873,760
155	DVLA	1,098,526	-	-	-	1,120,000,000
156	MERK	388,194	-	-	-	448,000,000
157	PYFA	288,179	-	-	123,480,000	535,080,000
158	SCPI	-	-	-	-	3,600,000
159	SIDO	-	-	12,150,000,000	-	15,000,000,00
160	TSPC	-	1,429,000	-	600,000	4,500,000,000
161	ADES	539,896	-	-	-	589,896,800
162	KINO	259,905	151,356,800	997,053,000	-	1,428,571,500
163	MBTO	-	-	-	-	1,070,000,000
164	MRAT	38,347	-	305,002,000	-	428,000,000
165	TCID	122,319	33,000	-	253,004	201,066,667
166	UNVR	6,484,877	-	-	-	7,630,000,000
167	CINT	-	-	666,150,000	3,500,000	1,000,000,000
168	KICI	108,856	760	-	625,400	276,000,000

169	LMPI	6,317,806	688,570,411	57,901,002	-	1,008,517,669
170	APLN	1,223,337	8,011,000	1,102,337,800	438,500	20,500,900,00
171	BAPA	82,900	884,000	224,620,000	-	661,784,520
172	BCIP	16,589	-	231,100,000	-	1,429,915,525
173	BEST	3,460,811	-	4,907,801,500	7,000,000	9,647,311,150
174	BIKA	13,196,070	200,625,000	-	203,500,600	592,280,000
175	BIPP	-	-	-	1,123,500	5,028,669,338
176	BKDP	-	-	-	20	7,315,022,252
177	BSDE	5,116,902	-	1,670,412,618	-	19,246,696,19
178	CTRA	-	355,237	-	-	18,560,303,39
179	DART	-	-	660,689,134	847,833,100	3,141,390,962
180	DILD	5,213,479	2,280	-	-	10,365,854,18
181	DMAS	1,204,952	-	-	-	48,198,111,10
182	ELTY	2,868,153	-	2,247,479,500	-	43,521,913,01
183	EMDE	231,147	-	174,593,900	-	3,350,000,000
184	FMII	-	560,500,000	-	560,500,000	2,721,000,000
185	GAMA	-	-	3,603,000,000	-	10,011,027,65
186	GMTD	-	-	39,600,000	-	101,538,000
187	GPRA	365,135	-	1,000,000,067	-	4,276,655,336
188	GWSA	-	-	-	2,840,000	7,800,760,000
189	JRPT	1,857,708	-	-	-	13,750,000,00
190	KIJA	6,229,281	34,587,458	1,373,098,634	612,195,352	20,824,888,36
191	LCGP	-	-	1,505,101,800	-	5,630,000,914
192	LPCK	140,901	-	9,138,100	-	696,000,000

193	LPKR	6,243,500	-	1,212,280,000	-	23,077,689,61
194	MDLN	2,980,388	-	923,274,068	-	12,533,067,32
195	MKPI					948,194,000
196	MMLP	6,889,134	30,778,900	424,415,311	40,000,000	6,889,134,000
197	MTLA	3,183,324	21,375,879	122,436,818	81,065,344	7,655,126,330
198	NIRO	-	-	14,964,964,619	-	22,198,871,80
199	OMRE	26,915	-	-	-	1,745,000,000
200	PUDP	497,583	-	-	36,124,591	329,560,000
201	PWON	11,749,946	-	-	-	4,815,960,000
202	RBMS	584,400	45,836,125	-	121,365,300	326,722,500
203	RDTX	-	5,370,100	-	1,344,100	268,800,000
204	RODA	-	5,215,118,000	-	3,564,679,500	13,592,128,20
205	SMDM	466,228	-	52,598,060	-	4,772,138,237
206	SMRA	810,000	22,003,600	-	66,003,600	14,426,781,68
207	TARA	1,530,902	-	2,575,172,640	-	100,696,945,7
208	ACST	107,941	-	91,251,180	-	700,000,000
209	ADHI	526,020	215,000	211,015,377	-	3,560,849,376
210	DGIK	679,458	17,987,900	407,500,000	-	5,541,165,000
211	IDPR	155,375	7,184,900	-	1,672,281,306	2,003,000,000
212	NRCA	-	168,705,000	173,913,000	1,500,000	2,496,258,344
213	PTPP	1,854,738	778,195	141,544,840	-	6,199,897,354
214	SSIA	234,000	-	827,118,376	-	4,705,249,440
215	TOTL	-	-	-	62,232,500	3,410,000,000

216	WIKA	794,738	5,461,768	111,965,068	-	8,969,951,372
217	LAPD	1,708,260	-	-	227,328,700	3,966,350,139
218	RAJA	142,202	-	-	-	4,077,082,500
219	CMNP	2,559,259	-	282,991	-	3,345,831,944
220	JSMR	1,159,003	1,192,600	530,047,243	-	7,257,871,200
221	META	2,797,921	-	-	-	15,235,671,88
222	EXCL	10,102,487	6,202,507	372,669,168	-	10,687,960,42
223	ISAT	4,483,905	-	-	-	5,433,933,500
224	TLKM	39,708,700	4,026,786	40,871,219,146	875,297	100,799,996,4
225	ASSA	-	399,777,400	-	101,925,000	3,397,500,000
226	BBRM	1,600,000	-	-	18,206,000	5,367,076,248
227	BIRD	-	458,539,100	-	567,910,000	2,502,100,000
228	BLTA	10,004,819	62,400	133,851,539	-	23,483,317,53
229	CASS	31,400,873	959,435,151	-	38,500,054	2,086,950,000
230	CMPP	5,097,960	-	-	-	280,724,441
231	GIAA	134,172	3,688,409	-	-	25,886,576,25
232	HITS	190,018	1,171,500	-	-	7,101,084,801
233	IATA	652,692	7,409,400	-	30,132	9,979,518,088
234	INDX	356,728	-	-	-	437,913,588
235	KARW	500,033	-	-	-	587,152,700
236	LEAD	1,540,286	834,680,400	-	92,000,000	4,033,750,428
237	LRNA	-	-	56,999	-	350,000,022
238	MBSS	509,067	-	64,832,100	-	1,750,026,639
239	MIRA	994,375	-	-	350,000	3,961,452,039

240	NELY	-	7,622,500	-	-	2,350,000,000
241	PTIS	496,212	-	-	-	550,165,300
242	SDMU	-	514,418,644	71,428,600	168,750,000	1,135,225,000
243	SMDR	-	14,507,000	123,642,680	-	3,275,120,000
244	SOCI	-	240,000,000	-	120,000,000	7,059,000,000
245	TAXI	202,449	-	1,094,310,000	-	2,145,000,000
246	TMAS	45,321	4,523,545	-	246,532	1,141,030,000
247	TPMA	180,555	-	-	-	2,633,300,000
248	WEHA	-	-	225,605,686	-	886,411,265
249	WINS	-	336,664,447	-	294,941,472	4,038,011,640
250	BALI	326,743	50,000	193,014,738	-	3,634,456,700
251	BUKK	13,864	9,082,900	112,891,500	828,764,040	2,640,452,000
252	IBST	391,011	-	835,970,196	-	1,350,904,927
253	GOLD	35,254	-	-	-	314,600,000
254	INDY	407,172	-	137,400,700	-	5,210,192,000
255	SUPR	290,228	359,596	-	-	1,137,579,698
256	TBIG	231,240	30,713,347	1,156,552,106	27,343,963	4,531,399,889
257	TOWR	4,951,723	1,849,100	4,979,727,393	280,100	1,020,295,000

VARIABEL MODERASI TAHU

No.	Emiten	Usia Perusahaan	Total Aset	Log TA	(- 0.737TA)
1	BISI	34	2,622,336	14.77957608	-10.89254757
2	AALI	29	24,935,426	17.03180008	-12.55243666
3	ANJT	24	7,675,266	15.85351351	-11.68403946
4	BWPT	17	15,991,148	16.58754588	-12.22502131
5	DSNG	37	8,336,065	15.93610184	-11.74490706
6	GZCO	16	3,517,586	15.07328552	-11.10901143
7	JAWA	96	3,312,482	15.01320832	-11.06473453
8	LSIP	55	9,744,381	16.09220137	-11.85995241
9	MAGP	12	977,450	13.79270242	-10.16522168
10	PALM	11	2,849,094	14.86251161	-10.95367105
11	SGRO	24	4,512,656	15.32239645	-11.29260618
12	SIMP	25	33,397,766	17.32399957	-12.76778768
13	SMAR	55	27,124,101	17.11593323	-12.61444279
14	TBLA	44	14,024,486	16.45631536	-12.12830442
15	UNSP	106	13,883,992	16.44624708	-12.1208841
16	DSFI	44	365,398	12.80874245	-9.440043185
17	IIKP	18	313,924	12.6569062	-9.328139867
18	BTEK	16	5,306,055	15.48435918	-11.41197272
19	ADRO	13	92,318,064	18.34075039	-13.51713304
20	ARII	10	4,430,941	15.30412253	-11.27913831
21	BRMS	14	11,740,979	16.27859576	-11.99732507
22	BSSR	27	3,320,618	15.01566147	-11.0665425
23	BUMI	44	50,080,163	17.72913554	-13.06637289
24	BYAN	44	12,041,640	16.3038812	-12.01596045
25	DEWA	26	5,443,588	15.50994896	-11.43083238
26	DOID	27	12,810,737	16.36579421	-12.06159033
27	GEMS	22	7,999,679	15.89491197	-11.71455012
28	HRUM	22	6,224,535	15.6440093	-11.52963485
29	ITMG	30	18,407,166	16.7282506	-12.32872069
30	KKGI	36	1,423,266	14.16846479	-10.44215855
31	MYOH	17	1,843,449	14.42714883	-10.63280869
32	PKPK	34	137,363	11.83038234	-8.718991781
33	PTBA	36	21,987,482	16.90598385	-12.4597101
34	PTRO	45	5,918,363	15.59357045	-11.49246142
35	SMMT	46	725,664	13.49484238	-9.945698832
36	TOBA	10	4,719,284	15.36716765	-11.32560256
37	ARTI	24	2,506,050	14.73421837	-10.85911894

38	BIPI	10	17,855,616	16.69782864	-12.30629971
39	ELSA	48	4,855,369	15.39559566	-11.346554
40	ENRG	49	10,250,441	16.14283129	-11.89726666
41	ESSA	50	11,120,121	16.22426673	-11.95728458
42	MEDC	51	69,918,327	18.06283836	-13.31231187
43	RUIS	33	959,348	13.77400917	-10.15144476
44	ANTM	49	30,014,273	17.21718359	-12.68906431
45	DKFT	22	2,267,556	14.63421316	-10.7854151
46	INCO	49	29,838,820	17.21132079	-12.68474342
47	PSAB	14	12,481,094	16.33972558	-12.04237775
48	SMRU	14	2,030,779	14.52393002	-10.70413643
49	TINS	41	11,876,309	16.29005613	-12.00577137
50	MITI	24	233,727	12.36190905	-9.110726967
51	INTP	32	28,863,676	17.17809448	-12.66025563
52	SMBR	43	5,060,337	15.43694364	-11.37702746
53	SMCB	46	19,626,403	16.79238631	-12.37598871
54	SMGR	60	48,963,503	17.70658574	-13.04975369
55	WTON	20	7,067,976	15.77108472	-11.62328944
56	AMFG	46	6,267,816	15.65093853	-11.53474169
57	ARNA	24	1,601,347	14.28635571	-10.52904416
58	IKAI	26	229,825	12.34507343	-9.098319117
59	KIAS	64	1,767,605	14.38513608	-10.60184529
60	MLIA	31	5,186,686	15.46160552	-11.39520326
61	TOTO	40	2,826,491	14.85454657	-10.94780082
62	ALKA	45	305,208	12.62874879	-9.307387859
63	ALMI	39	2,376,282	14.68104764	-10.81993211
64	BAJA	24	946,449	13.76047237	-10.14146813
65	BTON	22	217,363	12.28932405	-9.057231822
66	CTBN	34	2,024,761	14.52096223	-10.70194916
67	GDST	28	1,286,955	14.06778952	-10.36796088
68	INAI	46	1,213,917	14.00936288	-10.32490044
69	JKSW	43	190,631	12.1580949	-8.960515942
70	KRAS	47	55,741,702	17.83623911	-13.14530823
71	LION	45	681,938	13.43269402	-9.899895495
72	LMSH	35	161,163	11.99017155	-8.836756435
73	NIKL	35	2,002,086	14.50970019	-10.69364904
74	PICO	34	638,567	13.36698188	-9.851465647
75	TBMS	40	2,232,990	14.61885205	-10.77409396
76	BRPT	38	49,354,389	17.71453726	-13.05561396
77	DPNS	39	308,491	12.63944795	-9.315273138
78	EKAD	36	796,768	13.58831882	-10.01459097
79	INCI	36	303,788	12.62408537	-9.303950917

80	SRSN	34	652,726	13.38891272	-9.867628673
81	TPIA	25	40,471,995	17.51612081	-12.90938104
82	UNIC	34	3,031,324	14.92451005	-10.9993639
83	AKKU	16	1,117,019	13.92617409	-10.2635903
84	AKPI	37	3,070,410	14.93732166	-11.00880606
85	APLI	25	398,699	12.89596203	-9.504324013
86	BRNA	48	1,964,877	14.49094021	-10.67982293
87	FPNI	30	2,653,051	14.79122086	-10.90112977
88	IGAR	42	513,023	13.14807596	-9.690131981
89	IMPC	36	2,294,677	14.64610265	-10.79417765
90	IPOL	22	3,899,026	15.17623734	-11.18488692
91	TRST	38	3,332,906	15.01935515	-11.06926475
92	YPAS	22	303,543	12.62327856	-9.303356299
93	CPIN	45	24,532,331	17.01550244	-12.5404253
94	JPFA	46	21,088,870	16.86425597	-12.42895665
95	MAIN	20	4,072,246	15.21970525	-11.21692277
96	SIPD	32	2,239,699	14.62185204	-10.77630495
97	SULI	37	82,527,597	18.2286433	-13.43451012
98	TIRT	36	859,299	13.66387222	-10.07027383
99	ALDO	28	498,702	13.119764	-9.669266069
100	FASW	30	9,369,892	16.05301213	-11.83106994
101	INKP	50	103,429	11.54664067	-8.509874171
102	INRU	34	4,573,602	15.33581164	-11.30249318
103	KDSI	44	1,328,292	14.09940446	-10.39126109
104	SPMA	41	2,175,661	14.59284308	-10.75492535
105	TKIM	40	34,981,505	17.37033005	-12.80193325
106	ASII	60	295,646	12.59691807	-9.283928619
107	AUTO	41	14,762,309	16.5075878	-12.16609221
108	BRAM	36	4,125,149	15.2326127	-11.22643556
109	GDYR	100	1,676,776	14.33238346	-10.56296661
110	GJTL	66	19,711,478	16.79671166	-12.3791765
111	IMAS	30	31,375,311	17.26153187	-12.72174899
112	INDS	39	2,434,617	14.70530001	-10.83780611
113	LPIN	35	268,116	12.499175	-9.211891976
114	MASA	29	8,909,285	16.00260455	-11.79391955
115	PRAS	33	1,542,243	14.24874841	-10.50132758
116	SMSM	41	2,443,341	14.70887692	-10.84044229
117	ADMG	31	5,668,446	15.55042556	-11.46066364
118	ARGO	35	1,333,934	14.10364303	-10.39438491
119	ERTX	45	802,839	13.59590947	-10.02018528
120	ESTI	44	834,001	13.63398988	-10.04825054
121	HDTX	44	4,035,086	15.21053817	-11.21016663

122	INDR	42	10,839,870	16.19874156	-11.93847253
123	PBRX	37	7,768,423	15.86557774	-11.6929308
124	POLY	17	3,137,269	14.95886323	-11.0246822
125	RICY	30	1,374,445	14.13356057	-10.41643414
126	SRIL	39	16,161,423	16.59813766	-12.23282746
127	SSTM	45	605,643	13.31404598	-9.812451889
128	TFCO	37	4,484,388	15.31611259	-11.28797498
129	TRIS	13	544,968	13.20848236	-9.734651497
130	UNIT	29	426,385	12.96309797	-9.553803206
131	BATA	33	855,691	13.65966461	-10.06717282
132	IKBI	36	1,102,902	13.91345545	-10.25421666
133	JECC	44	1,928,000	14.47199375	-10.6658594
134	KBLI	25	3,013,761	14.91869936	-10.99508143
135	KBLM	45	1,235,199	14.02674265	-10.33770933
136	SCCO	47	4,014,245	15.20535984	-11.2063502
137	VOKS	46	2,110,167	14.56227765	-10.73239863
138	PTSN	27	910,476	13.72172282	-10.11290972
139	AISA	27	8,724,734	15.98167254	-11.77849266
140	ALTO	20	1,109,384	13.91931546	-10.2585355
141	CEKA	49	1,392,636	14.14670891	-10.42612447
142	DLTA	85	1,340,843	14.10880908	-10.39819229
143	INDF	27	87,939,488	18.2921595	-13.48132155
144	MLBI	88	2,510,078	14.73582439	-10.86030257
145	MYOR	40	14,915,800	16.51793161	-12.1737156
146	PSDN	43	690,980	13.44586616	-9.909603359
147	ROTI	22	4,559,574	15.33273976	-11.3002292
148	SKLT	34	636,000	13.36295384	-9.848496982
149	STTP	45	1,402,220	14.15356725	-10.43117907
150	ULTJ	46	5,186,940	15.46165449	-11.39523936
151	GGRM	59	66,759,930	18.01661361	-13.27824423
152	HMSP	112	43,141,063	17.57998584	-12.95644956
153	RMBA	87	14,083,598	16.46052142	-12.13140428
154	WIIM	55	1,225,712	14.01903246	-10.33202692
155	DVLA	41	1,640,886	14.3107469	-10.54702046
156	MERK	47	847,006	13.64946306	-10.05965427
157	PYFA	40	159,564	11.98020037	-8.829407676
158	SCPI	10	1,354,104	14.11865054	-10.40544545
159	SIDO	66	3,158,198	14.96551217	-11.02958247
160	TSPC	47	7,434,900	15.82169569	-11.66058972
161	ADES	32	840,236	13.64143808	-10.05373987
162	KINO	26	3,237,595	14.99034133	-11.04788156
163	MBTO	40	780,670	13.5679078	-9.999548052

164	MRAT	42	497,354	13.11705733	-9.667271249
165	TCID	48	2,361,807	14.67493756	-10.81542898
166	UNVR	49	18,906,413	16.75501173	-12.34844365
167	CINT	39	476,578	13.07438668	-9.635822985
168	KICI	43	149,420	11.91451641	-8.780998595
169	LMPI	41	834,548	13.63464554	-10.04873376
170	APLN	13	28,790,116	17.17554269	-12.65837496
171	BAPA	24	179,036	12.09534218	-8.914267188
172	BCIP	17	843,447	13.64525235	-10.05655098
173	BEST	28	5,719,001	15.5593047	-11.46720756
174	BIKA	10	2,374,443	14.68027344	-10.81936153
175	BIPP	36	1,748,641	14.37434947	-10.59389556
176	BKDP	28	783,494	13.57151868	-10.00220927
177	BSDE	33	45,951,188	17.64309026	-13.00295752
178	CTRA	36	31,706,163	17.27202164	-12.72947995
179	DART	34	6,360,846	15.66567195	-11.54560022
180	DILD	34	13,097,185	16.38790788	-12.07788811
181	DMAS	24	7,470,942	15.82653165	-11.66415383
182	ELTY	22	14,082,518	16.46044473	-12.13134776
183	EMDE	41	1,868,642	14.44072252	-10.6428125
184	FMII	28	801,479	13.59421405	-10.01893575
185	GAMA	14	1,402,556	14.15380684	-10.43135564
186	GMTD	26	1,242,715	14.03280906	-10.34218028
187	GPRA	30	1,499,462	14.22061694	-10.48059468
188	GWSA	27	7,200,861	15.78971116	-11.63701713
189	JRPT	38	9,472,683	16.06392274	-11.83911106
190	KIJA	28	11,266,320	16.2373283	-11.96691096
191	LCGP	13	1,660,390	14.32256307	-10.55572898
192	LPCK	30	12,378,727	16.33148999	-12.03630812
193	LPKR	27	56,772,116	17.85455585	-13.15880766
194	MDLN	34	14,599,669	16.49650942	-12.15792744
195	MKPI	45	8,828,046	15.99344426	-11.78716842
196	MMLP	7	5,363,669	15.49515881	-11.41993205
197	MTLA	23	4,873,380	15.3992983	-11.34928285
198	NIRO	14	4,892,234	15.40315961	-11.35212863
199	OMRE	34	4,242,935	15.2607658	-11.2471844
200	PUDP	37	504,848	13.13201267	-9.67829334
201	PWON	35	23,359	10.05873763	-7.413289632
202	RBMS	32	218,761	12.29573509	-9.06195676
203	RDTX	37	2,280,462	14.63988861	-10.78959791
204	RODA	33	3,548,568	15.0820547	-11.11547431
205	SMDM	28	3,141,680	14.96026825	-11.0257177

206	SMRA	42	21,662,712	16.891103	-12.44874291
207	TARA	11	1,234,609	14.02626488	-10.33735722
208	ACST	22	5,306,479	15.48443908	-11.41203161
209	ADHI	57	28,333	10.25178248	-7.555563689
210	DGIK	35	1,820,799	14.41478597	-10.62369726
211	IDPR	40	1,845,178	14.42808631	-10.63349961
212	NRCA	42	2,342,167	14.66658713	-10.80927471
213	PTPP	64	41,782,781	17.54799487	-12.93287222
214	SSIA	46	8,851,000	15.996041	-11.78908222
215	TOTL	47	3,243,093	14.99203806	-11.04913205
216	WIKA	57	45,683,774	17.63725374	-12.998656
217	LAPD	27	671,514	13.41729014	-9.888542836
218	RAJA	24	2,038,944	14.52794258	-10.70709368
219	CMNP	30	10,736,908	16.18919771	-11.93143871
220	JSMR	39	79,192,773	18.1873956	-13.40411056
221	META	42	5,320,297	15.48703969	-11.41394825
222	EXCL	28	56,321,441	17.84658586	-13.15293378
223	ISAT	50	50,661,040	17.74066773	-13.07487212
224	TLKM	26	198,484,000	19.10621905	-14.08128344
225	ASSA	14	3,307,397	15.01167203	-11.06360229
226	BBRM	19	1,297,103	14.07564387	-10.37374954
227	BIRD	45	6,516,487	15.68984599	-11.56341649
228	BLTA	36	1,373,401	14.1328007	-10.41587412
229	CASS	22	1,907,035	14.46106024	-10.6578014
230	CMPP	28	3,091,134	14.94404857	-11.0137638
231	GIAA	67	50,619,285	17.73984319	-13.07426443
232	HITS	25	1,023,673	13.8389077	-10.19927497
233	IATA	49	1,053,429	13.86756112	-10.22039254
234	INDX	26	109,923	11.6075354	-8.55475359
235	KARW	39	344,420	12.74961712	-9.396467819
236	LEAD	22	2,748,613	14.82660698	-10.92720934
237	LRNA	15	257,079	12.45713871	-9.180911229
238	MBSS	23	3,252,915	14.99506208	-11.05136075
239	MIRA	38	373,573	12.83086871	-9.456350241
240	NELY	40	422,231	12.95330784	-9.546587876
241	PTIS	32	541,081	13.20132427	-9.729375987
242	SDMU	24	385,446	12.86215638	-9.479409255
243	SMDR	53	7,976,895	15.8920598	-11.71244807
244	SOCI	7	7,947,841	15.88841088	-11.70975882
245	TAXI	36	2,010,013	14.51365175	-10.69656134
246	TMAS	30	2,918,378	14.88653854	-10.9713789
247	TPMA	12	1,558,318	14.25911759	-10.50896967

248	WEHA	16	300,003	12.61154775	-9.294710694
249	WINS	22	4,586,265	15.33857653	-11.3045309
250	BALI	11	2,421,704	14.69998198	-10.83388672
251	BUKK	39	3,507,298	15.0703565	-11.10685274
252	IBST	11	6,355,271	15.66479511	-11.54495399
253	GOLD	22	182,413	12.11402863	-8.928039097
254	INDY	17	49,256,537	17.71255265	-13.0541513
255	SUPR	11	12,610,068	16.3500061	-12.0499545
256	TBIG	13	25,595,785	17.05793825	-12.57170049
257	TOWR	9	18,763,478	16.74742288	-12.34285066

PERUSAHAAN NON KEU
VARIABEL K

No.	Emiten	Utang	EAT	Total Aset	Aktiva Lancar	Hutang Lancar
1	BISI	455,080	409,839	2,765,000	2,168,084	395,388
2	AALI	7,382,445	1,672,016	26,856,967	2,000,000	3,076,530
3	ANJT	3,103,430	(102,456)	8,659,707	1,344,138	811,941
4	BWPT	10,364,476	(459,019)	16,163,267	1,752,789	2,960,039
5	DSNG	8,079,930	449,489	11,738,892	2,397,920	2,321,028
6	GZCO	1,840,136	(447,981)	2,910,873	238,035	343,336
7	JAWA	2,768,443	(267,152)	3,442,394	324,090	359,943
8	LSIP	1,705,175	408,576	10,037,294	2,444,027	524,814
9	MAGP	791,204	(44,304)	1,301,381	332,147	271,140
10	PALM	379,797	(115,200)	1,992,544	154,440	102,794
11	SGRO	4,990,000	82,849	9,019,845	1,591,687	1,732,829
12	SIMP	16,379,819	(8,773)	34,666,506	6,988,907	7,791,396
13	SMAR	17,061,105	803,138	29,310,000	12,602,204	8,452,099
14	TBLA	11,556,300	767,355	16,339,900	6,203,335	3,300,644
15	UNSP	14,798,193	(1,460,670)	13,363,483	1,474,492	13,098,714
16	DSFI	222,727	21,085	404,998	240,161	177,077
17	IIKP	23,747	(14,544)	298,091	21,056	22,158
18	BTEK	2,904,708	114,287	5,165,236	1,042,217	483,324
19	ADRO	39,661	6,739	1,101,534	23,012	11,822,911
20	ARII	4,890,336	(408,838)	5,033,935	769,574	3,309,111
21	BRMS	2,470,607	(1,475,441)	9,933,103	598,187	898,124
22	BSSR	1,363,524	997,812	3,524,541	1,300,802	1,078,174
23	BUMI	48,937,471	2,275,180	56,179,409	6,627,796	16,783,424

24	BYAN	6,798,771	7,130,271	16,549,423	7,067,204	5,752,187
25	DEWA	2,650,152	46,758	5,969,115	1,567,212	1,984,865
26	DOID	13,266,754	1,164,050	17,021,282	6,351,922	4,037,482
27	GEMS	5,539,661	1,445,889	10,081,051	4,710,551	3,594,507
28	HRUM	1,143,245	599,863	6,729,685	4,468,748	986,928
29	ITMG	6,800,949	3,749,571	20,746,429	11,021,551	5,646,098
30	KKGI	439,431	(17,879)	1,686,274	419,371	285,694
31	MYOH	536,926	424,777	2,176,069	1,476,173	427,756
32	PKPK	72,314	(3,744)	127,894	36,732	329
33	PTBA	7,903,237	5,861,571	24,172,933	11,739,344	4,935,696
34	PTRO	5,240,920	336,478	7,989,399	3,597,502	2,141,219
35	SMMT	3,424,311	85,268	831,966	57,751	175,830
36	TOBA	4,116,409	955,916	7,217,080	2,041,128	1,679,199
37	ARTI	899,432	32,298	2,692,456	595,314	149,812
38	BIPI	12,239,129	312,821	17,729,973	4,060,751	6,997,052
39	ELSA	2,357,127	288,075	5,657,327	3,158,507	2,116,898
40	ENRG	9,284,578	(127,488)	10,518,185	2,306,052	6,973,208
41	ESSA	8,639,484	766,589	13,294,652	2,446,998	1,666,047
42	MEDC	55,580,604	(251,565)	75,529,422	26,273,919	15,957,762
43	RUIS	584,415	29,518	990,372	524,126	473,216
44	ANTM	451,988	(28,330)	567,535	44,263	5,511,744
45	DKFT	1,579,642	(92,613)	2,655,465	810,247	992,666
46	INCO	4,583,266	925,497	31,671,260	9,073,751	2,539,099
47	PSAB	7,858,530	370,132	13,177,185	1,743,855	2,477,804
48	SMRU	950,168	(65,988)	1,908,387	502,906	216,454
49	TINS	8,596,067	636,234	15,117,948	9,204,287	6,176,251
50	MITI	72,684	(6,935)	148,265	83,847	46,673
51	INTP	4,566,973	1,241,944	27,788,562	12,315,796	3,925,649
52	SMBR	2,064,408	23,565	5,538,079	1,358,329	636,408
53	SMCB	12,250,837	(780,601)	18,667,187	2,597,672	9,739,775
54	SMGR	18,419,595	3,517,374	51,155,590	16,007,686	8,202,838
55	WTON	5,744,966	490,020	8,881,778	5,870,714	5,248,086
56	AMFG	4,835,966	243,761	8,432,632	2,208,918	1,738,904
57	ARNA	556,310	158,891	1,652,906	827,588	476,648
58	IKAI	542,884	71,345	1,337,016	92,211	196,635
59	KIAS	349,587	(71,893)	1,704,425	560,456	192,301

60	MLIA	3,022,358	487,073	5,263,726	1,151,925	1,232,040
61	TOTO	967,643	252,477	2,897,120	1,339,048	453,375
62	ALKA	548,237	21,603	648,968	622,859	536,129
63	ALMI	2,454,466	(51,670)	2,781,666	2,115,994	2,144,650
64	BAJA	824,660	(95,495)	901,182	692,169	811,365
65	BTON	34,208	28,516	217,363	176,074	30,420
66	CTBN	818,467	(94,383)	2,238,295	1,297,128	714,814
67	GDST	455,885	(86,858)	1,351,862	297,659	382,679
68	INAI	1,096,800	45,487	1,400,684	1,053,375	1,029,377
69	JKSW	648,991	7,901	190,631	85,912	31,292
70	KRAS	35,922,750	756,330	61,809,813	14,232,174	23,150,413
71	LION	221,022	30,666	696,193	516,187	146,900
72	LMSH	27,335	4,030	160,027	91,588	17,303
73	NIKL	1,505,926	20,229	2,125,036	1,578,518	1,471,685
74	PICO	553,371	17,649	852,932	508,709	411,185
75	TBMS	2,129,088	91,708	2,745,921	2,129,760	2,139,492
76	BRPT	62,415,657	3,633,409	101,271,021	29,377,981	16,919,745
77	DPNS	44,476	10,867	322,185	192,297	24,857
78	EKAD	128,685	74,343	853,267	461,473	91,382
79	INCI	71,410	52,671	391,363	191,493	63,071
80	SRSN	208,989	62,282	686,777	448,247	182,749
81	TPIA	20,181,021	2,630,303	45,634,729	20,070,410	9,850,700
82	UNIC	1,007,722	222,847	3,399,576	2,536,661	963,914
83	AKKU	323,598	(9,313)	1,074,466	401,343	148,546
84	AKPI	1,836,577	107,221	3,070,410	1,233,718	1,215,369
85	APLI	298,993	497	503,177	201,923	201,327
86	BRNA	1,338,055	274,015	2,461,326	811,798	825,080
87	FPNI	1,341,525	95,383	2,815,978	1,326,972	1,146,881
88	IGAR	87,284	45,826	570,198	416,191	72,224
89	IMPC	997,975	121,885	2,370,199	1,220,138	342,329
90	IPOL	1,875,787	32,191	4,200,786	1,562,644	1,537,465
91	TRST	2,047,517	181,757	4,284,902	1,494,151	1,314,075
92	YPAS	212,805	(8,942)	330,955	189,671	184,166
93	CPIN	8,253,944	4,599,333	27,645,118	14,097,959	4,732,868
94	JPFA	12,823,219	2,433,191	23,038,028	12,415,809	6,904,477
95	MAIN	2,344,198	294,923	4,335,844	1,882,512	1,150,320
96	SIPD	1,347,391	49,176	2,187,879	1,154,203	1,047,350
97	SULI	1,383,419	59,217	1,455,114	509,243	1,306,188
98	TIRT	835,881	(36,337)	923,366	648,335	599,303
99	ALDO	254,539	43,047	526,129	373,344	231,453
100	FASW	6,676,781	1,401,438	10,965,119	3,530,219	3,010,539

101	INKP	71,604,937	8,528,792	125,839,567	60,261,029	25,221,992
102	INRU	3,466,299	70,146	5,913,415	1,329,632	739,197
103	KDSI	836,245	69,232	1,391,416	824,176	704,832
104	SPMA	1,013,266	82,414	2,282,845	887,987	236,077
105	TKIM	24,876,695	3,508,332	42,638,656	13,541,344	8,037,809
106	ASII	170,348,000	28,839,000	344,711,000	133,609,000	116,467,000
107	AUTO	4,626,013	747,442	15,889,648	6,013,683	4,066,699
108	BRAM	1,093,428	367,245	4,262,232	1,559,008	730,629
109	GDYR	1,029,932	11,658	1,812,115	691,497	1,010,816
110	GJTL	13,835,648	8,673,407	19,711,478	186,364	5,797,360
111	IMAS	30,632,253	899,142	40,955,996	16,377,049	21,333,832
112	INDS	288,106	115,038	2,482,338	1,134,664	217,730
113	LPIN	28,026	34,109	301,596	137,579	17,361
114	MASA	4,680,180	(292,054)	9,251,539	3,325,522	3,158,610
115	PRAS	947,414	7,358	1,653,543	639,455	776,997
116	SMSM	650,926	651,298	2,801,203	1,853,782	470,116
117	ADMG	530,678	50,835	4,036,176	1,785,714	383,218
118	ARGO	2,421,569	(111,854)	1,270,098	194,339	1,604,474
119	ERTX	626,552	16,362	899,985	433,544	433,072
120	ESTI	658,289	20,321	891,959	420,391	463,848
121	HDTX	450,800	(224,800)	586,900	371,000	235,056
122	INDR	6,563,975	908,128	11,589,112	4,533,972	4,398,364
123	PBRX	4,723,438	240,570	83,269,708	6,485,250	1,011,444
124	POLY	16,791,130	198,665	3,425,989	1,924,699	15,931,371
125	RICY	1,094,693	16,723	1,539,602	1,211,373	994,288
126	SRIL	12,194,592	1,239,061	19,618,231	10,155,911	3,315,502
127	SSTM	346,924	2,785	562,174	294,173	131,918
128	TFCO	393,172	(2,815)	4,628,244	1,490,762	325,265
129	TRIS	276,789	19,824	633,014	439,826	273,186
130	UNIT	173,754	670	419,702	145,766	172,206
131	BATA	240,049	76,036	876,856	569,546	194,538
132	IKBI	376,720	37,638	1,346,080	759,343	287,194
133	JECC	1,472,379	94,496	2,081,621	1,415,578	1,288,253
134	KBLI	1,213,841	276,292	3,244,822	2,173,539	882,123
135	KBLM	476,887	40,926	1,298,358	604,353	463,589
136	SCCO	1,254,447	253,622	4,165,196	2,310,890	1,211,478
137	VOKS	1,562,753	108,507	2,485,382	1,905,388	1,497,402

138	PTSN	3,133,750	181,306	4,135,345	3,151,891	2,939,023
139	AISA	5,267,348	-103,041	1,816,406	788,973	3,902,708
140	ALTO	722,717	(32,158)	1,109,844	188,531	246,962
141	CEKA	192,308	100,378	1,168,956	809,166	158,256
142	DLTA	239,353	347,690	1,523,517	1,384,228	192,299
143	INDF	46,620,996	6,350,788	96,537,796	33,272,618	31,204,102
144	MLBI	1,721,965	1,228,041	2,889,501	1,228,961	1,578,919
145	MYOR	9,049,162	1,804,748	17,591,706	12,647,859	4,764,510
146	PSDN	454,760	(41,264)	697,657	369,068	361,013
147	ROTI	1,476,909	136,301	4,393,810	1,876,409	525,422
148	SKLT	408,000	36,000	747,000	357,000	291,349
149	STTP	984,802	258,246	2,631,190	1,250,807	676,674
150	ULTJ	780,915	702,345	5,555,871	2,793,521	635,161
151	GGRM	23,963,934	7,968,008	69,097,219	45,284,719	22,003,567
152	HMSP	11,244,167	13,629,251	46,602,420	37,831,483	8,793,999
153	RMBA	6,513,618	(557,699)	14,879,589	9,584,354	6,028,559
154	WIIM	250,337	27,145	1,255,574	888,980	150,202
155	DVLA	482,560	203,324	1,682,822	1,203,372	416,537
156	MERK	744,833	1,168,443	1,263,114	973,310	709,437
157	PYFA	68,130	10,072	187,057	91,387	33,142
158	SCPI	1,133,297	135,438	1,635,703	1,343,320	214,416
159	SIDO	435,014	660,668	3,337,628	1,547,666	368,380
160	TSPC	2,437,127	553,039	7,869,975	5,130,662	2,039,075
161	ADES	399,360	58,903	881,274	364,138	262,397
162	KINO	1,405,264	179,026	3,592,164	1,975,979	1,316,323
163	MBTO	347,517	(112,243)	648,017	392,358	240,204
164	MRAT	143,914	1,243	511,888	382,331	122,929
165	TCID	472,680	196,574	2,445,144	1,333,428	231,534
166	UNVR	11,944,837	9,386,195	19,522,970	8,325,029	11,134,786
167	CINT	102,703	16,605	491,382	219,578	81,076
168	KICI	59,439	3,151	154,089	97,221	15,902
169	LMPI	456,214	(45,766)	786,705	525,674	379,536
170	APLN	17,376,276	248,210	29,583,830	8,275,423	7,838,705
171	BAPA	44,423	7,742	172,313	111,158	42,887
172	BCIP	439,430	50,193	849,780	229,296	204,276
173	BEST	2,118,132	420,291	6,290,127	2,755,021	355,041
174	BIKA	1,674,922	42,478	2,333,637	1,860,337	579,451
175	BIPP	932,018	(85,528)	2,063,247	853,073	537,706

176	BKDP	300,149	(36,303)	763,537	51,707	156,227
177	BSDE	21,814,594	1,443,967	52,101,492	20,948,676	6,231,233
178	CTRA	17,644,741	1,326,395	34,289,017	16,151,959	7,994,843
179	DART	3,329,371	16,448	6,905,286	320,390	666,460
180	DILD	7,699,883	212,505	14,215,535	4,815,972	4,767,908
181	DMAS	311,530	496,325	7,500,033	3,567,620	279,406
182	ELTY	3,946,608	2,480,648	13,606,180	5,073,115	6,550,909
183	EMDE	1,292,023	17,661	2,096,614	1,469,006	484,290
184	FMII	265,462	6,746	940,955	383,812	118,630
185	GAMA	272,660	1,527,445	1,372,352	516,789	140,480
186	GMTD	488,791	61,859	1,252,862	476,746	347,661
187	GPRA	454,440	52,979	1,536,454	1,346,121	236,047
188	GWSA	597,490	214,092	7,491,034	1,174,188	150,466
189	JRPT	3,847,890	1,054,538	10,541,248	3,923,648	3,480,039
190	KIJA	5,731,263	115,286	11,783,772	8,182,826	1,144,917
191	LCGP	46,077	(6,072)	1,648,863	1,475,588	41,943
192	LPCK	1,695,594	2,214,426	8,589,827	5,852,962	982,490
193	LPKR	24,336,392	(1,053,510)	49,806,410	37,181,317	820,921
194	MDLN	8,397,681	20,037	15,227,480	3,379,234	1,539,786
195	MKPI	1,776,590	1,029,941	7,008,755	1,622,784	864,766
196	MMLP	783,096	281,176	6,091,323	398,158	296,640
197	MTLA	1,755,200	511,352	5,193,963	2,775,578	901,881
198	NIRO	1,440,689	(35,183)	7,555,705	3,685,189	550,412
199	OMRE	405,043	144,578	4,252,706	240,665	232,874
200	PUDP	151,350	5,230	489,530	153,020	38,656
201	PWON	9,706,399	2,851,349	25,018,080	9,472,788	4,096,381
202	RBMS	268,759	5,782	897,968	298,063	140,941
203	RDTX	213,067	269,785	2,526,490	542,644	120,722
204	RODA	1,254,880	1,044	3,980,849	1,809,645	400,988
205	SMDM	606,129	85,903	3,158,642	886,959	388,229
206	SMRA	14,238,538	707,802	23,299,242	10,507,809	7,230,613
207	TARA	69,255	1,130	1,122,279	53,353	68,247
208	ACST	7,509,598	8,101	8,936,391	8,120,252	7,403,052
209	ADHI	18,081,331	508,452	23,401,209	16,510,998	18,964,304
210	DGIK	1,063,439	(122,010)	1,727,826	1,106,144	948,292
211	IDPR	701,284	40,502	1,924,078	917,284	367,885

212	NRCA	1,045,557	103,057	2,253,794	1,981,645	957,672
213	PTPP	36,233,539	157,616	52,549,151	37,534,483	26,522,885
214	SSIA	3,019,161	74,612	7,404,167	3,458,662	2,033,130
215	TOTL	2,176,607	10,094	3,228,718	2,670,409	1,945,591
216	WIKA	28,993,216	1,021,333	40,921,300	26,848,278	28,251,951
217	LAPD	277,225	(406,627)	277,973	43,106	274,704
218	RAJA	853,437	180,869	2,748,078	961,573	258,247
219	CMNP	6,260,605	731,650	13,098,506	5,102,307	1,702,446
220	JSMR	62,219,615	2,084,794	82,418,601	11,813,856	31,081,475
221	META	1,326,435	215,702	4,305,691	1,056,764	396,159
222	EXCL	39,271	(3,280)	57,614	7,059	15,733,294
223	ISAT	41,003,340	(1,861,134)	53,139,587	7,906,525	21,040,365
224	TLKM	88,893,000	311,921,000	206,196,000	43,268,000	46,261,000
225	ASSA	2,924,124	140,169	4,062,536	536,761	1,150,241
226	BBRM	905,629	(114,562)	1,232,274	105,234	128,182
227	BIRD	1,689,996	462,544	6,955,157	1,071,773	614,987
228	BLTA	609,434	(55,688)	1,025,992	113,749	195,679
229	CASS	1,174,852	219,535	2,010,883	928,743	744,343
230	CMPP	3,647,221	(849,409)	2,845,045	459,842	2,174,246
231	GIAA	49,775,958	(376,900)	62,864,466	19,513,297	43,101,039
232	HITS	2,070,893	175,005	2,579,182	21,051	647,173
233	IATA	431,999	(82,012)	984,208	157,204	373,058
234	INDX	344	(54,756)	54,006	30,056	71
235	KARW	839,173	10,349	358,586	89,821	844,565
236	LEAD	1,542,334	(653,837)	2,252,862	235,412	342,572
237	LRNA	49,015	55,397	312,059	33,278	20,166
238	MBSS	982,459	233,899	3,447,009	891,305	208,958
239	MIRA	96,461	(4,224)	320,778	131,454	28,024
240	NELY	50,961	52,333	474,345	142,044	23,526
241	PTIS	309,216	2,237	545,210	62,249	86,187
242	SDMU	170,104	(30,315)	362,366	87,699	84,374
243	SMDR	4,215,616	47,622	8,624,991	3,172,228	10,829,039
244	SOCI	4,927,506	195,610	9,632,837	1,341,884	531,736
245	TAXI	1,853,612	(831,100)	1,269,025	499,247	1,603,238
246	TMAS	1,768,012	46,470	2,837,426	411,249	956,341
247	TPMA	515,422	111,322	1,603,047	255,307	347,741
248	WEHA	178,432	2,939	331,404	22,697	56,399
249	WINS	1,493,440	(512,637)	3,954,792	491,710	802,670

250	BALI	1,743,784	553,641	3,437,653	299,165	516,319
251	BUKK	2,446,803	573,010	4,414,296	2,184,124	2,296,176
252	IBST	2,504,221	916,757	7,725,601	1,149,974	956,509
253	GOLD	145,164	(27,670)	239,216	30,985	48,022
254	INDY	36,565,012	1,412,354	52,773,920	20,992,258	9,708,396
255	SUPR	8,700,576	(1,123,505)	11,670,481	2,073,521	1,536,265
256	TBIG	25,434,182	1,772,575	29,113,747	2,027,465	6,424,937
257	TOWR	14,926,338	2,274,508	22,959,618	2,275,390	4,751,801

VARIABEL MODERASI TAHUN 2018

No.	Emiten	Usia Perusahaan	Total Aset	Log TA	(- 0.737TA)	(0.043TA2
1	BISI	35	2,765,000	14.83255119	-10.93159023	9.46019
2	AALI	30	26,856,967	17.10603582	-12.6071484	12.58250
3	ANJT	25	8,659,707	15.97419145	-11.7729791	10.97251
4	BWPT	18	16,163,267	16.59825176	-12.23291154	11.84658
5	DSNG	38	11,738,892	16.27841799	-11.99719406	11.39443
6	GZCO	17	2,910,873	14.88396359	-10.96948117	9.525892
7	JAWA	97	3,442,394	15.05167772	-11.09308648	9.741779
8	LSIP	56	10,037,294	16.12181811	-11.88177995	11.17625
9	MAGP	13	1,301,381	14.07893657	-10.37617625	8.523307
10	PALM	12	1,992,544	14.50492277	-10.69012808	9.046889
11	SGRO	25	9,019,845	16.01493771	-11.80300909	11.02856
12	SIMP	26	34,666,506	17.36128453	-12.7952667	12.96081
13	SMAR	56	29,310,000	17.19343931	-12.67156477	12.71141
14	TBLA	45	16,339,900	16.60912053	-12.24092183	11.86210
15	UNSP	107	13,363,483	16.4080364	-12.09272282	11.57661
16	DSFI	45	404,998	12.91163741	-9.51587677	7.168546
17	IIKP	19	298,091	12.60515409	-9.289998563	6.832266
18	BTEK	17	5,165,236	15.45746135	-11.39214902	10.27412
19	ADRO	14	1,101,534	13.91221431	-10.25330195	8.322637
20	ARII	11	5,033,935	15.43171254	-11.37317214	10.23992
21	BRMS	15	9,933,103	16.11138347	-11.87408962	11.16179
22	BSSR	28	3,524,541	15.07526077	-11.11046719	9.772329
23	BUMI	45	56,179,409	17.84406086	-13.15107285	13.69165
24	BYAN	45	16,549,423	16.6218618	-12.25031214	11.88031
25	DEWA	27	5,969,115	15.60210923	-11.4987545	10.46730
26	DOID	28	17,021,282	16.649975	-12.27103158	11.9205
27	GEMS	23	10,081,051	16.12616808	-11.88498588	11.18229
28	HRUM	23	6,729,685	15.7220389	-11.58714267	10.6288
29	ITMG	31	20,746,429	16.84788469	-12.41689102	12.2056

30	KKGI	37	1,686,274	14.33803192	-10.56712952	8.839903
31	MYOH	18	2,176,069	14.5930306	-10.75506355	9.157131
32	PKPK	35	127,894	11.75895707	-8.666351364	5.945742
33	PTBA	37	24,172,933	17.00074409	-12.5295484	12.42808
34	PTRO	46	7,989,399	15.8936261	-11.71360243	10.86211
35	SMMT	38	831,966	13.63154685	-10.04645003	7.990219
36	TOBA	11	7,217,080	15.791961	-11.63867525	10.72359
37	ARTI	25	2,692,456	14.80596435	-10.91199572	9.426312
38	BIPI	11	17,729,973	16.69076716	-12.30109539	11.97901
39	ELSA	49	5,657,327	15.54846208	-11.45921655	10.39545
40	ENRG	17	10,518,185	16.16861622	-11.91627016	11.24123
41	ESSA	12	13,294,652	16.40287241	-12.08891696	11.5693
42	MEDC	38	75,529,422	18.14003283	-13.3692042	14.14961
43	RUIS	34	990,372	13.80583591	-10.17490107	8.195847
44	ANTM	50	567,535	13.2490577	-9.764555525	7.548113
45	DKFT	23	2,655,465	14.79213034	-10.90180006	9.408706
46	INCO	50	31,671,260	17.2709202	-12.72866819	12.82624
47	PSAB	15	13,177,185	16.39399748	-12.08237615	11.5568
48	SMRU	15	1,908,387	14.46176894	-10.65832371	8.993138
49	TINS	42	15,117,948	16.53139321	-12.18363679	11.75133
50	MITI	25	148,265	11.90675649	-8.775279535	6.096146
51	INTP	33	27,788,562	17.14013506	-12.63227954	12.63272
52	SMBR	44	5,538,079	15.52715825	-11.44351563	10.36698
53	SMCB	47	18,667,187	16.74227783	-12.33905876	12.05306
54	SMGR	61	51,155,590	17.75038233	-13.08203178	13.54827
55	WTON	21	8,881,778	15.99951232	-11.79164058	11.00732
56	AMFG	47	8,432,632	15.9476195	-11.75339557	10.93604
57	ARNA	25	1,652,906	14.31804551	-10.55239954	8.815276
58	IKAI	27	1,337,016	14.10595082	-10.39608576	8.556047
59	KIAS	65	1,704,425	14.34873837	-10.57502018	8.853110
60	MLIA	32	5,263,726	15.4763497	-11.40606973	10.2992
61	TOTO	41	2,897,120	14.8792277	-10.96599081	9.519830
62	ALKA	46	648,968	13.38313869	-9.863373213	7.701661
63	ALMI	40	2,781,666	14.83856059	-10.93601915	9.467863
64	BAJA	25	901,182	13.71146251	-10.10534787	8.084180
65	BTON	23	217,363	12.28932405	-9.057231822	6.494181
66	CTBN	35	2,238,295	14.62122497	-10.77584281	9.192549
67	GDST	29	1,351,862	14.11699346	-10.40422418	8.569448
68	INAI	47	1,400,684	14.15247125	-10.43037131	8.612575
69	JKSW	44	190,631	12.1580949	-8.960515942	6.35622
70	KRAS	48	61,809,813	17.9395727	-13.22146508	13.83861
71	LION	46	696,193	13.4533822	-9.915142681	7.782720

72	LMSH	36	160,027	11.98309783	-8.831543101	6.174569
73	NIKL	36	2,125,036	14.5692993	-10.73757359	9.127372
74	PICO	35	852,932	13.6564351	-10.06479267	8.01942
75	TBMS	41	2,745,921	14.8256271	-10.92648717	9.451366
76	BRPT	39	101,271,021	18.43331086	-13.5853501	14.61083
77	DPNS	36	322,185	12.68288119	-9.34728344	6.916785
78	EKAD	37	853,267	13.65682779	-10.06508208	8.019884
79	INCI	37	391,363	12.8773908	-9.490637017	7.130569
80	SRSN	35	686,777	13.43976492	-9.905106745	7.766973
81	TPIA	26	45,634,729	17.63617959	-12.99786435	13.37449
82	UNIC	35	3,399,576	15.03916128	-11.08386186	9.725583
83	AKKU	17	1,074,466	13.88733435	-10.23496542	8.292896
84	AKPI	38	3,070,410	14.93732166	-11.00880606	9.594313
85	APLI	26	503,177	13.12869728	-9.675849892	7.411595
86	BRNA	49	2,461,326	14.71621079	-10.84584735	9.312374
87	FPNI	31	2,815,978	14.85082018	-10.94505448	9.483514
88	IGAR	43	570,198	13.25373895	-9.768005605	7.553448
89	IMPC	37	2,370,199	14.67848448	-10.81804306	9.26468
90	IPOL	23	4,200,786	15.25078221	-11.23982649	10.00121
91	TRST	39	4,284,902	15.27060824	-11.25443827	10.02723
92	YPAS	23	330,955	12.70973769	-9.36707668	6.946109
93	CPIN	46	27,645,118	17.13495971	-12.6284653	12.6250
94	JPFA	47	23,038,028	16.9526568	-12.49410806	12.35788
95	MAIN	21	4,335,844	15.28242684	-11.26314858	10.04276
96	SIPD	33	2,187,879	14.59844314	-10.75905259	9.16392
97	SULI	38	1,455,114	14.19059481	-10.45846837	8.659038
98	TIRT	37	923,366	13.73578097	-10.12327057	8.112882
99	ALDO	29	526,129	13.17330171	-9.708723359	7.46204
100	FASW	31	10,965,119	16.21022979	-11.94693936	11.29917
101	INKP	42	125,839,567	18.65051838	-13.74543204	14.95719
102	INRU	35	5,913,415	15.59273406	-11.491845	10.45473
103	KDSI	45	1,391,416	14.14583249	-10.42547855	8.604496
104	SPMA	42	2,282,845	14.64093303	-10.79036764	9.21734
105	TKIM	41	42,638,656	17.56827182	-12.94781633	13.27169
106	ASII	61	344,711,000	19.65821694	-14.48810589	16.61715
107	AUTO	42	15,889,648	16.58117839	-12.22032847	11.8222
108	BRAM	37	4,262,232	15.26530352	-11.2505287	10.02026
109	GDYR	101	1,812,115	14.41000523	-10.62017385	8.928874
110	GJTL	67	19,711,478	16.79671166	-12.3791765	12.13156
111	IMAS	31	40,955,996	17.52800878	-12.91814247	13.21093
112	INDS	40	2,482,338	14.72471142	-10.85211231	9.32313
113	LPIN	36	301,596	12.61684365	-9.298613772	6.844943

114	MASA	30	9,251,539	16.04030047	-11.82170145	11.06352
115	PRAS	34	1,653,543	14.31843082	-10.55268351	8.815750
116	SMSM	42	2,801,203	14.84555953	-10.94117737	9.476797
117	ADMG	32	4,036,176	15.21080827	-11.21036569	9.94885
118	ARGO	36	1,270,098	14.05460462	-10.35824361	8.493872
119	ERTX	46	899,985	13.71013338	-10.1043683	8.082613
120	ESTI	45	891,959	13.70117545	-10.0977663	8.07205
121	HDTX	45	586,900	13.28260973	-9.789283368	7.586392
122	INDR	43	11,589,112	16.26557659	-11.98772995	11.37646
123	PBRX	38	83,269,708	18.23759539	-13.4411078	14.30222
124	POLY	17	3,425,989	15.04690075	-11.08956585	9.73559
125	RICY	31	1,539,602	14.2470345	-10.50006443	8.728053
126	SRIL	40	19,618,231	16.79196984	-12.37568178	12.1247
127	SSTM	46	562,174	13.23956669	-9.75756065	7.537303
128	TFCO	38	4,628,244	15.34768809	-11.31124612	10.12871
129	TRIS	14	633,014	13.35824782	-9.845028642	7.673039
130	UNIT	30	419,702	12.94730021	-9.542160258	7.208201
131	BATA	34	876,856	13.68409806	-10.08518027	8.05194
132	IKBI	37	1,346,080	14.11270722	-10.40106522	8.564245
133	JECC	45	2,081,621	14.54865748	-10.72236056	9.101527
134	KBLI	26	3,244,822	14.99257105	-11.04952487	9.665419
135	KBLM	46	1,298,358	14.07661095	-10.37446227	8.520491
136	SCCO	48	4,165,196	15.24227389	-11.23355586	9.990057
137	VOKS	47	2,485,382	14.72593693	-10.85301552	9.324688
138	PTSN	28	4,135,345	15.23508132	-11.22825493	9.980631
139	AISA	28	1,816,406	14.41237038	-10.62191697	8.931806
140	ALTO	21	1,109,844	13.91973002	-10.25884103	8.331632
141	CEKA	50	1,168,956	13.9716216	-10.29708512	8.393867
142	DLTA	86	1,523,517	14.23653204	-10.49232411	8.71519
143	INDF	28	96,537,796	18.38544516	-13.55007308	14.53505
144	MLBI	89	2,889,501	14.87659438	-10.96405006	9.516461
145	MYOR	41	17,591,706	16.6829381	-12.29532538	11.96777
146	PSDN	44	697,657	13.45548286	-9.916690866	7.785150
147	ROTI	23	4,393,810	15.29570729	-11.27293627	10.06022
148	SKLT	35	747,000	13.52382046	-9.967055682	7.864429
149	STTP	46	2,631,190	14.78294677	-10.89503177	9.397027
150	ULTJ	47	5,555,871	15.53036576	-11.44587957	10.37126
151	GGRM	60	69,097,219	18.05102504	-13.30360546	14.01109
152	HMSP	113	46,602,420	17.65716303	-13.01332915	13.40634
153	RMBA	88	14,879,589	16.51550097	-12.17192421	11.7287
154	WIIM	56	1,255,574	14.0431034	-10.3497672	8.479976
155	DVLA	42	1,682,822	14.3359827	-10.56561925	8.837377

156	MERK	48	1,263,114	14.04909066	-10.35417982	8.487208
157	PYFA	41	187,057	12.13916866	-8.946567304	6.33645
158	SCPI	11	1,635,703	14.30758324	-10.54468885	8.80239
159	SIDO	67	3,337,628	15.02077093	-11.07030818	9.701813
160	TSPC	48	7,869,975	15.87856544	-11.70250273	10.84154
161	ADES	33	881,274	13.68912387	-10.08888429	8.057860
162	KINO	27	3,592,164	15.09426536	-11.12447357	9.796984
163	MBTO	41	648,017	13.38167221	-9.862292418	7.699973
164	MRAT	43	511,888	13.14586113	-9.688499653	7.430987
165	TCID	49	2,445,144	14.70961457	-10.84098594	9.30402
166	UNVR	85	19,522,970	16.78710228	-12.37209438	12.11769
167	CINT	40	491,382	13.10497711	-9.658368129	7.384838
168	KICI	44	154,089	11.94528564	-8.803675514	6.135663
169	LMPI	42	786,705	13.57560862	-10.00522355	7.92477
170	APLN	14	29,583,830	17.20273849	-12.67841826	12.72517
171	BAPA	25	172,313	12.05706787	-8.88605902	6.251034
172	BCIP	18	849,780	13.65273277	-10.06206405	8.015075
173	BEST	29	6,290,127	15.65449182	-11.53736047	10.53771
174	BIKA	11	2,333,637	14.66293855	-10.80658571	9.245075
175	BIPP	37	2,063,247	14.53979151	-10.71582635	9.090438
176	BKDP	29	763,537	13.54571686	-9.983193328	7.88991
177	BSDE	34	52,101,492	17.76870414	-13.09553495	13.57625
178	CTRA	37	34,289,017	17.35033566	-12.78719738	12.94446
179	DART	35	6,905,286	15.74779776	-11.60612695	10.66370
180	DILD	35	14,215,535	16.46984594	-12.13827646	11.66400
181	DMAS	25	7,500,033	15.83041798	-11.66701805	10.77589
182	ELTY	23	13,606,180	16.42603466	-12.10598754	11.60202
183	EMDE	42	2,096,614	14.55583422	-10.72764982	9.110509
184	FMII	29	940,955	13.7546506	-10.13717749	8.13518
185	GAMA	15	1,372,352	14.13203661	-10.41531098	8.587721
186	GMTD	27	1,252,862	14.04094109	-10.34817358	8.47736
187	GPRA	31	1,536,454	14.24498772	-10.49855595	8.725546
188	GWSA	28	7,491,034	15.8292174	-11.66613322	10.77425
189	JRPT	39	10,541,248	16.1708065	-11.91788439	11.24428
190	KIJA	29	11,783,772	16.28223389	-12.00000638	11.39977
191	LCGP	14	1,648,863	14.31559652	-10.55059463	8.812261
192	LPCK	31	8,589,827	15.96608915	-11.76700771	10.96138
193	LPKR	28	49,806,410	17.72365425	-13.06233318	13.50750
194	MDLN	35	15,227,480	16.53861225	-12.18895723	11.76160
195	MKPI	46	7,008,755	15.76267064	-11.61708826	10.68385
196	MMLP	8	6,091,323	15.62237586	-11.51369101	10.49452
197	MTLA	24	5,193,963	15.46300755	-11.39623656	10.2814

198	NIRO	15	7,555,705	15.83781347	-11.67246852	10.78596
199	OMRE	35	4,252,706	15.26306604	-11.24887967	10.01733
200	PUDP	38	489,530	13.10120103	-9.655585156	7.380583
201	PWON	36	25,018,080	17.03510932	-12.55487557	12.47838
202	RBMS	33	897,968	13.70788971	-10.10271472	8.079968
203	RDTX	38	2,526,490	14.74234155	-10.86510572	9.345475
204	RODA	34	3,980,849	15.19700567	-11.20019318	9.930806
205	SMDM	29	3,158,642	14.96565275	-11.02968607	9.630742
206	SMRA	43	23,299,242	16.96393139	-12.50241743	12.37432
207	TARA	12	1,122,279	13.930872	-10.26705266	8.344975
208	ACST	23	8,936,391	16.00564237	-11.79615843	11.01576
209	ADHI	58	23,401,209	16.96829825	-12.50563581	12.38069
210	DGIK	36	1,727,826	14.36237453	-10.58507003	8.869945
211	IDPR	41	1,924,078	14.46995745	-10.66435864	9.00332
212	NRCA	43	2,253,794	14.62812558	-10.78092855	9.201228
213	PTPP	65	52,549,151	17.7772595	-13.10184025	13.58933
214	SSIA	47	7,404,167	15.81755351	-11.65753694	10.75838
215	TOTL	48	3,228,718	14.98759571	-11.04585804	9.659005
216	WIKA	58	40,921,300	17.52716127	-12.91751785	13.20965
217	LAPD	28	277,973	12.53527927	-9.238500819	6.75672
218	RAJA	25	2,748,078	14.82641232	-10.92706588	9.452367
219	CMNP	31	13,098,506	16.38800874	-12.07796244	11.5483
220	JSMR	40	82,418,601	18.22732171	-13.4335361	14.28611
221	META	43	4,305,691	15.27544819	-11.25800532	10.03359
222	EXCL	29	57,614	10.96152087	-8.078640883	5.166662
223	ISAT	51	53,139,587	17.78843273	-13.11007492	13.60641
224	TLKM	27	206,196,000	19.14433773	-14.10937691	15.75974
225	ASSA	15	4,062,536	15.21731797	-11.21516334	9.957370
226	BBRM	20	1,232,274	14.0243718	-10.33596202	8.45736
227	BIRD	46	6,955,157	15.75499396	-11.61143055	10.67345
228	BLTA	37	1,025,992	13.84117051	-10.20094266	8.237854
229	CASS	23	2,010,883	14.51408449	-10.69688027	9.058321
230	CMPP	29	2,845,045	14.86108944	-10.95262292	9.496635
231	GIAA	68	62,864,466	17.95649163	-13.23393433	13.86473
232	HITS	26	2,579,182	14.76298285	-10.88031836	9.371663
233	IATA	50	984,208	13.79959254	-10.1702997	8.188436
234	INDX	27	54,006	10.89685043	-8.030978767	5.10587
235	KARW	40	358,586	12.7899238	-9.42617384	7.034032
236	LEAD	23	2,252,862	14.62771197	-10.78062372	9.200708
237	LRNA	16	312,059	12.65094755	-9.323748345	6.88199
238	MBSS	24	3,447,009	15.05301746	-11.09407387	9.743513
239	MIRA	39	320,778	12.67850457	-9.344057871	6.912012

240	NELY	41	474,345	13.06969018	-9.632361666	7.345122
241	PTIS	33	545,210	13.20892632	-9.734978698	7.502456
242	SDMU	25	362,366	12.80041003	-9.433902192	7.045571
243	SMDR	54	8,624,991	15.97017448	-11.77001859	10.96699
244	SOCI	8	9,632,837	16.08068834	-11.85146731	11.11930
245	TAXI	37	1,269,025	14.05375945	-10.35762071	8.492850
246	TMAS	31	2,837,426	14.85840786	-10.95064659	9.493208
247	TPMA	13	1,603,047	14.28741675	-10.52982615	8.777601
248	WEHA	17	331,404	12.71109345	-9.368075876	6.947591
249	WINS	23	3,954,792	15.19043857	-11.19535322	9.922225
250	BALI	12	3,437,653	15.05029953	-11.09207075	9.739995
251	BUKK	40	4,414,296	15.30035892	-11.27636453	10.06634
252	IBST	12	7,725,601	15.86005018	-11.68885698	10.81627
253	GOLD	23	239,216	12.38512219	-9.127835053	6.59582
254	INDY	18	52,773,920	17.78152769	-13.10498591	13.59585
255	SUPR	12	11,670,481	16.27257322	-11.99288646	11.38625
256	TBIG	14	29,113,747	17.18672103	-12.6666134	12.70148
257	TOWR	10	22,959,618	16.94924749	-12.4915954	12.35291

PERUSAHAAN NON KEUANGAN TAHUN 2019
VARIABEL KONTROL

No.	Emiten	Utang	EAT	Total Aset	Aset Lancar	Hutang Lancar
1	BISI	624,470	306,757	2,941,056	2,319,972	560,436
2	AALI	7,995,597	(5,223)	26,974,124	4,472,011	1,566,765
3	ANJT	3,291,210	30,508	8,689,183	928,663	437,029
4	BWPT	11,183,226	(1,180,997)	15,796,470	1,603,656	2,439,514
5	DSNG	7,889,229	166,361	11,620,821	1,932,531	2,361,728
6	GZCO	1,125,636	(401,588)	1,946,438	321,615	226,387
7	JAWA	3,099,655	(283,829)	3,489,777	174,523	442,358
8	LSIP	1,726,822	295,960	10,225,322	2,192,494	466,806
9	MAGP	907,022	(134,027)	1,280,124	215,272	570,959
10	PALM	262,890	405,495	2,330,316	95,033	99,844
11	SGRO	5,314,264	59,512	9,466,943	1,459,713	2,510,981
12	SIMP	17,129,515	(550,885)	34,910,838	6,758,593	8,806,629
13	SMAR	16,854,470	837,997	27,787,527	11,477,624	10,675,761
14	TBLA	12,000,079	721,522	17,363,003	6,551,760	4,027,369
15	UNSP	13,846,273	(4,833,214)	8,399,862	1,286,513	12,087,495

16	DSFI	194,443	14,766	391,479	225,282	150,660
17	IIKP	25,040	85,098	384,481	123,860	22,890
18	BTEK	2,832,632	(117,913)	4,975,248	914,970	521,993
19	ADRO	44,906,401	5,381,308	100,223,648	29,300,430	17,133,154
20	ARII	4,414,581	(79,804)	5,054,187	870,643	3,619,338
21	BRMS	2,675,775	19,083	9,901,490	526,233	1,578,986
22	BSSR	1,115,993	417,141	3,481,188	1,076,758	893,279
23	BUMI	44,339,259	88,032	51,420,716	6,304,694	16,302,574
24	BYAN	9,150,951	3,572,396	177,148,092	7,215,320	8,075,025
25	DEWA	4,377,941	48,034	7,631,143	2,844,528	2,738,841
26	DOID	12,516,875	253,936	16,413,153	6,538,405	3,577,157
27	GEMS	5,865,562	911,420	10,840,802	5,107,122	3,864,168
28	HRUM	658,498	284,339	6,207,498	4,004,859	434,661
29	ITMG	4,507,374	254,492	16,789,904	6,561,589	3,242,703
30	KKGI	457,873	92,714	1,754,680	544,328	250,664
31	MYOH	526,077	379,975	2,224,438	1,581,780	481,993
32	PKPK	57,327,333	(41,251)	71,656	12,783	87
33	PTBA	7,675,226	3,843,338	26,098,052	11,679,884	4,691,251
34	PTRO	4,700,472	420,136	7,652,326	3,083,794	2,034,084
35	SMMT	287,067	(3,634)	871,513	85,378	139,763
36	TOBA	5,145,127	616,890	8,813,227	1,173,985	1,277,823
37	ARTI	98,445	(991,984)	1,785,484	1,078,163	908,781
38	BIPI	12,360,504	405,871	17,408,018	4,867,021	4,174,278
39	ELSA	3,228,339	345,625	6,805,037	3,698,370	3,504,335
40	ENRG	7,960,947	282,120	9,433,262	1,959,180	5,585,201
41	ESSA	8,149,921	(71,489)	12,433,168	2,644,969	1,140,977
42	MEDC	64,578,420	(99,819)	83,412,558	23,533,991	9,807,576
43	RUIS	818,355	31,665	1,251,357	611,757	591,403
44	ANTM	12,061,489	(8,898)	30,194,908	7,665,239	5,293,238
45	DKFT	1,679,845	(101,394)	2,655,274	945,131	853,533
46	INCO	3,902,166	804,971	30,866,379	8,169,879	1,898,073
47	PSAB	8,851,392	221,427	13,764,179	2,322,067	4,251,347
48	SMRU	901,770	(184,418)	1,675,571	266,423	233,400
49	TINS	15,102,873	(703,971)	20,361,278	12,307,055	11,958,185
50	MITI	68,802	(87,219)	57,164	49,133	43,308
51	INTP	4,627,488	1,883,349	27,707,749	12,829,494	3,873,487
52	SMBR	2,088,977	27,593	5,571,270	1,071,983	468,526
53	SMCB	12,584,886	566,262	19,567,498	3,206,838	2,963,506

54	SMGR	43,915,143	2,268,151	79,807,067	16,658,531	12,240,252
55	WTON	6,829,449	517,572	10,337,895	7,168,913	6,195,055
56	AMFG	5,328,124	(173,715)	8,738,055	2,347,673	2,286,103
57	ARNA	622,355	200,335	1,799,137	975,855	562,004
58	IKAI	440,984	(71,717)	1,357,533	114,820	145,834
59	KIAS	326,113	(189,270)	1,231,681	418,960	275,411
60	MLIA	3,225,136	220,395	5,758,103	1,436,370	1,146,204
61	TOTO	994,205	108,305	2,918,467	1,339,772	366,191
62	ALKA	500,032	7,619	604,825	586,263	498,179
63	ALMI	1,723,460	(325,011)	1,725,650	1,160,621	1,573,757
64	BAJA	762,684	(2,334)	836,871	636,446	748,333
65	BTON	46,327	1,079	230,561	189,163	41,766
66	CTBN	984,193	42,492	2,393,027	1,510,960	852,356
67	GDST	841,188	21,414	1,758,578	597,839	759,246
68	INAI	893,626	34,392	1,212,894	883,711	819,489
69	JKSW	676,357	(1,369)	180,628	73,992	30,549
70	KRAS	40,698,722	(6,481,891)	45,642,591	9,590,446	34,658,663
71	LION	219,318	(1,269)	688,018	503,134	131,795
72	LMSH	33,455	(18,577)	147,091	79,842	21,455
73	NIKL	1,472,710	35,906	2,106,499	1,634,339	1,437,808
74	PICO	825,977	4,868	1,127,616	491,815	677,307
75	TBMS	1,473,675	82,364	2,138,460	1,585,856	1,472,322
76	BRPT	61,472,406	1,746,868	99,742,188	25,387,210	15,368,327
77	DPNS	36,040	6,231	318,141	185,274	8,536
78	EKAD	115,691	149,903	966,234	486,522	70,338
79	INCI	65,323	20,169	405,445	203,256	56,104
80	SRSN	264,646	42,833	779,247	537,425	217,673
81	TPIA	23,472,004	335,745	47,926,829	19,290,709	10,897,072
82	UNIC	604,805	164,227	3,051,757	2,217,400	540,037
83	AKKU	349,297	(163,466)	936,699	256,826	343,800
84	AKPI	15,301,820	18,469	2,776,776	1,087,597	1,003,137
85	APLI	206,523	8,556	419,265	123,670	87,957
86	BRNA	1,309,332	(169,491)	2,263,113	665,275	840,293
87	FPNI	923,927	(46,369)	2,301,458	990,918	752,073
88	IGAR	80,669	60,649	617,595	446,574	57,854
89	IMPC	1,092,845	84,438	2,501,133	1,174,670	479,080
90	IPOL	1,584,999	43,167	3,854,200	1,458,965	1,289,201
91	TRST	2,174,562	(48,884)	4,349,023	1,394,498	1,300,374
92	YPAS	156,887	3,198	278,237	146,738	94,274
93	CPIN	8,281,441	3,615,390	29,353,041	13,297,718	5,188,281

94	JPFA	13,736,841	1,854,970	25,185,009	12,191,930	7,033,796
95	MAIN	2,537,250	177,348	4,648,577	2,012,839	1,740,084
96	SIPD	1,554,580	75,730	2,470,790	1,481,670	1,251,213
97	SULI	1,395,304	(5,824)	1,458,686	456,600	1,327,999
98	TIRT	859,737	(51,743)	895,683	616,144	606,083
99	ALDO	391,708	75,692	925,114	527,212	291,076
100	FASW	6,059,395	974,175	10,751,993	2,641,761	3,752,020
101	INKP	62,440,952	3,779,725	118,067,628	58,530,440	25,478,325
102	INRU	4,586,793	(271,962)	6,678,045	658,783	1,286,139
103	KDSI	645,445	53,034	1,253,650	629,204	507,508
104	SPMA	994,592	122,929	2,372,131	916,212	565,569
105	TKIM	23,288,543	2,235,231	42,526,468	11,768,128	7,511,087
106	ASII	165,195	23,279	351,958	129,058	99,962,000
107	AUTO	4,365,175	730,113	16,015,709	5,544,549	3,438,999
108	BRAM	816,876	249,660	3,881,195	1,345,183	464,485
109	GDYR	944,350	(28,279)	1,671,436	559,864	919,617
110	GJTL	12,620,444	359,801	18,856,075	8,097,861	5,420,942
111	IMAS	35,290,525	(65,180)	44,698,663	16,510,696	21,307,531
112	INDS	262,136	443,680	2,834,423	959,368	164,608
113	LPIN	21,617	29,728	324,916	190,615	10,782
114	MASA	3,551,105	167,949	6,264,455	1,787,599	1,003,828
115	PRAS	1,011,402	(44,781)	1,657,127	545,073	906,030
116	SMSM	664,678	618,116	3,106,981	2,138,324	461,192
117	ADMG	658,309	(498,946)	3,544,344	1,532,923	472,183
118	ARGO	2,383,919	(91,079)	1,180,848	151,861	1,584,264
119	ERTX	720,185	7,604	991,848	519,523	482,323
120	ESTI	661,788	38,855	848,660	431,528	389,086
121	HDTX	353,634	(65,982)	423,791	21,150	245,687
122	INDR	5,306,614	520,328	10,464,634	3,730,426	3,590,341
123	PBRX	5,475,039	215,183	9,143,090	7,228,859	1,129,089
124	POLY	16,433,793	(165,536)	3,361,360	1,851,604	15,437,445
125	RICY	1,162,598	14,272	1,619,855	1,311,243	1,040,815
126	SRIL	13,422,900	1,120,097	21,653,267	12,425,506	2,537,319
127	SSTM	314,407	(14,901)	514,766	263,603	166,220
128	TFCO	330,186	(65,528)	4,354,524	1,370,598	249,177
129	TRIS	486,633	18,824	1,147,246	757,558	416,684
130	UNIT	171,001	786	417,735	163,446	169,203
131	BATA	209,895	27,845	863,165	544,652	164,586
132	IKBI	310,430	38,035	1,273,852	664,644	371,000
133	JECC	1,132,622	96,163	1,888,754	1,287,480	1,028,264

134	KBLI	1,174,014	383,538	355,475	2,558,064	879,315
135	KBLM	436,010	37,822	1,284,437	575,918	422,310
136	SCCO	1,259,635	302,646	4,400,656	2,545,811	1,215,211
137	VOKS	1,918,324	207,767	3,027,942	2,280,902	1,284,817
138	PTSN	1,259,528	12,472	2,239,269	1,038,322	865,355
139	AISA	3,526,819	1,613,969	1,868,966	474,261	1,152,923
140	ALTO	722,720	6,396	1,103,450	176,819	200,070
141	CEKA	261,784	214,147	1,393,079	1,067,652	222,441
142	DLTA	212,420	312,115	1,425,984	1,292,805	160,587
143	INDF	41,996,071	6,588,662	96,198,559	31,403,445	24,686,862
144	MLBI	1,750,943	1,207,074	2,896,950	1,162,802	1,588,693
145	MYOR	9,137,979	2,020,051	19,037,919	12,776,103	3,726,359
146	PSDN	587,529	(28,763)	763,492	285,685	378,031
147	ROTI	1,589,486	221,853	4,682,084	1,874,411	1,106,938
148	SKLT	410,000	47,000	791,000	378,000	293,281
149	STTP	733,556	486,439	2,881,563	1,165,406	408,491
150	ULTJ	953,283	1,030,191	6,608,422	3,716,641	836,314
151	GGRM	27,716,516	10,800,102	78,647,274	52,081,133	25,258,727
152	HMSP	15,223,076	13,932,030	50,902,806	41,697,015	12,727,676
153	RMBA	8,598,687	35,672	17,000,330	11,598,066	6,082,396
154	WIIM	266,351	33,196	1,299,522	948,430	157,444
155	DVLA	523,882	219,200	1,829,961	1,280,212	439,444
156	MERK	307,049	75,731	901,061	675,011	269,085
157	PYFA	66,060	7,939	190,786	95,946	27,198
158	SCPI	1,133,297	135,438	1,635,703	1,343,320	187,602
159	SIDO	472,191	802,121	3,536,898	1,716,235	416,211
160	TSPC	2,581,735	568,499	8,372,770	5,432,770	1,953,608
161	ADES	254,438	86,023	822,375	351,120	175,191
162	KINO	1,992,903	534,040	4,695,765	2,335,040	1,733,136
163	MBTO	355,893	1,444	591,064	317,285	254,267
164	MRAT	161,121	668	532,763	412,708	142,932
165	TCID	532,049	131,129	2,551,193	1,428,192	255,853
166	UNVR	15,367,509	7,090,157	20,649,371	8,530,334	13,065,308
167	CINT	131,822	6,586	521,494	250,725	105,477
168	KICI	65,464	(7,295)	152,819	95,882	12,653
169	LMPI	448,321	(41,670)	737,642	479,994	403,748
170	APLN	16,624,399	(7,277)	29,460,345	8,170,838	4,909,432

171	BAPA	7,526	3,785	143,136	106,499	4,280
172	BCIP	433,530	23,166	867,065	391,674	283,081
173	BEST	1,930,728	381,181	6,399,478	2,600,731	228,163
174	BIKA	1,744,747	(79,476)	2,358,913	1,875,243	643,322
175	BIPP	1,045,505	(9,721)	2,167,013	986,581	607,831
176	BKDP	318,651	(30,540)	830,007	125,128	177,365
177	BSDE	20,897,343	3,363,165	54,444,849	24,256,713	6,159,443
178	CTRA	18,434,456	1,288,534	36,196,024	18,195,176	8,368,189
179	DART	3,565,823	(260,787)	6,880,951	255,696	1,432,034
180	DILD	7,542,625	436,956	14,777,496	10,597,259	3,550,609
181	DMAS	1,121,231	1,332,143	7,616,971	4,009,185	1,080,281
182	ELTY	286,859	2,105,939	1,388,657	533,905	2,542,488
183	EMDE	1,371,713	(32,360)	2,143,944	1,513,885	381,033
184	FMII	264,400	4,253	891,867	274,783	94,605
185	GAMA	286,859	2,106	1,388,657	533,905	152,802
186	GMTD	417,349	(71,871)	1,107,518	459,255	281,739
187	GPRA	573,168	54,902	1,705,919	1,512,918	328,957
188	GWSA	580,185	126,153	7,601,643	1,250,403	430,964
189	JRPT	3,762,437	1,035,497	11,164,935	3,882,837	3,385,768
190	KIJA	5,877,596	134,850	12,184,611	8,540,886	1,395,924
191	LCGP	39,744	(7,196)	1,635,334	1,472,698	36,000
192	LPCK	1,336,706	391,667	12,219,228	6,298,071	950,785
193	LPKR	20,703,000	(2,061,000)	55,080,000	37,197,000	6,881,251
194	MDLN	8,875,086	420,672	16,125,558	3,861,731	2,004,495
195	MKPI	1,771,632	621,821	7,275,235	1,141,219	945,951
196	MMLP	1,128,774	273,192	6,755,554	567,366	469,905
197	MTLA	2,257,513	483,046	6,107,364	3,490,754	1,257,895
198	NIRO	1,800,515	(42,559)	8,238,835	4,014,072	561,228
199	OMRE	447,147	(60,491)	4,234,320	244,855	146,825
200	PUDP	198,826	3,571	539,916	260,249	63,865
201	PWON	7,999,510	3,231,425	26,095,153	9,642,587	3,373,097
202	RBMS	202,261	(23,253)	806,591	146,858	5,504
203	RDTX	271,083	399,419	2,795,788	294,345	141,004
204	RODA	1,479,256	(273,386)	3,911,163	1,777,270	521,746
205	SMDM	589,477	17,502	3,213,173	12,684,156	442,631
206	SMRA	14,990,297	634,225	24,441,657	11,150,745	9,017,332

207	TARA	71,898	1,037	1,125,958	43,946	71,151
208	ACST	10,160,043	(1,136,817)	10,446,519	9,456,832	9,994,920
209	ADHI	29,681,536	665,608	36,515,833	30,315,155	24,493,177
210	DGIK	665,046	6,767	1,336,201	797,368	559,178
211	IDPR	780,920	1,320	1,985,003	1,015,026	466,632
212	NRCA	1,241,648	86,184	2,462,813	2,204,426	1,138,449
213	PTPP	41,839,415	1,242,903	59,165,548	41,704,590	30,490,993
214	SSIA	3,614,267	91,090	8,092,447	4,057,604	1,713,173
215	TOTL	1,886,089	161,194	2,962,994	2,282,904	1,604,723
216	WIKA	42,895,114	2,527,919	62,110,846	42,335,472	30,349,457
217	LAPD	246,457	(87,013)	160,191	18,822	243,413
218	RAJA	801,816	85,811	2,505,764	983,048	326,878
219	CMNP	7,537,089	689,392	15,453,515	5,851,745	3,779,563
220	JSMR	76,493,833	1,996,407	99,679,570	11,612,566	41,526,417
221	META	1,883,613	205,991	5,077,400	813,662	481,539
222	EXCL	43,603,000	726,000	62,725,000	7,146,000	21,292,684
223	ISAT	49,105,807	1,608,605	62,813,000	12,444,795	22,129,440
224	TLKM	103,958,000	25,400,000	221,208,000	41,722,000	58,369,000
225	ASSA	3,511,071	86,688	4,849,224	652,506	1,240,238
226	BBRM	816,873	249,660	3,881,197	1,345,188	112,742
227	BIRD	2,016,202	305,462	7,424,304	938,785	753,515
228	BLTA	510,487	23,394	93,616	72,450	132,996
229	CASS	623,399	(18,177)	1,612,441	676,788	832,960
230	CMPP	2,410,943	(143,141)	2,613,070	945,905	2,806,388
231	GIAA	3,735,053	91,578	4,455,676	1,133,893	45,283,924
232	HITS	1,956,819	181,443	2,830,826	459,681	635,266
233	IATA	351,336	(71,747)	848,511	73,979	305,035
234	INDX	6,482	977	61,122	24,295	6,123
235	KARW	762,358	(7,759)	290,489	47,047	762,471
236	LEAD	1,533,326	(123,432)	2,096,060	289,940	208,564
237	LRNA	41,463	(6,871)	302,637	37,974	16,655
238	MBSS	642,336	23,517	3,029,238	805,304	217,148
239	MIRA	116,926	10,241	351,483	80,168	50,490
240	NELY	31,209	53,922	416,287	111,106	23,180
241	PTIS	129,294	4,545	1,101,539	295,902	76,681
242	SDMU	166,615	(35,502)	217,821	64,817	111,679
243	SMDR	3,755,081	(774,563)	7,182,687	3,100,245	1,715,457
244	SOCI	4,898,072	128,745	9,557,225	1,544,376	537,267
245	TAXI	933,328	(269,475)	479,265	209,703	720,977
246	TMAS	2,082,994	107,717	3,266,151	518,941	982,055

247	TPMA	452,395	116,113	1,550,282	264,012	313,713
248	WEHA	117,735	3,933	269,603	20,608	39,953
249	WINS	1,284,614	(231,820)	3,440,407	493,586	839,172
250	BALI	2,249,373	104,040	4,147,689	355,757	1,091,569
251	BUKK	2,297,552	474,119	4,739,165	2,533,140	2,153,363
252	IBST	3,090,312	581,338	8,893,031	1,463,645	993,021
253	GOLD	33,260	8,310	329,963	114,101	31,386
254	INDY	35,694,887	328,794	50,217,512	19,878,167	9,888,645
255	SUPR	8,191,309	3,611	11,164,825	1,764,606	1,566,989
256	TBIG	25,348,426	2,398,818	30,871,710	2,376,740	4,513,623
257	TOWR	18,905,074	39,050	27,665,695	2,474,389	4,565,104

PERUSAHAAN NON KEUANGAN TAHUN 2019
STRUKTUR KEPEMILIKAN

No.	Emiten	Saham Asing	Saham Manajerial	Saham Institusional	Saham Keluarga	
1	BISI	694,312	7,350,000	-	200,000	
2	AALI	-	-	1,533,682,440	-	
3	ANJT	-	-	1,370,051,512	317,880,164	
4	BWPT	11,664,357	-	11,886,121,516	-	
5	DSNG	-	-	1,629,263,508	115,133,500	
6	GZCO	-	1,630,261,100	-	1,581,972,000	
7	JAWA	-	132,500	3,019,748,385	13,560,000	
8	LSIP	7,570,300	-	4,058,425,010	-	
9	MAGP	-	31,000	5,100,000	-	
10	PALM	-	87,783,450	6,339,109,910	2,222,500	
11	SGRO	1,267,217	-	-	-	
12	SIMP	11,387,745	50,000	-	120,000	
13	SMAR	-	-	2,653,897,571	-	
14	TBLA	-	2,338,000	-	2,338,000	
15	UNSP	209,432	-	-	-	

16	DSFI	-	-	1,286,896,450	-	
17	IIKP	-	-	388,975,600	-	
18	BTEK	19,247,528	-	-	-	
19	ADRO	-	2,915,608,061	14,045,425,500	1,051,738,544	
20	ARII	303,000	550,056,100	168,777,700	86,770,000	
21	BRMS	25,350	-	-	-	
22	BSSR	935,137	2,564,100	-	5,283,000	
23	BUMI	14,845,151	-	-	-	
24	BYAN	757,125	2,119,323,700	-	9,459,000	
25	DEWA	6,328,395	-	-	-	
26	DOID	3,264,000	502,534,650	-	5,300,000	
27	GEMS	3,942,931	-	-	-	
28	HRUM	-	300,000	-	-	
29	ITMG	948,671	7,500	13,074,500	1,068,480	
30	KKGI	1,967,976	9,076,200	-	8,600,000	
31	MYOH	1,302,479	-	-	-	
32	PKPK	-	215,710,148	-	81,673,614	
33	PTBA	-	162,500	-	-	
34	PTRO	-	-	704,014,200	-	
35	SMMT	184,039	-	-	6,550,000	
36	TOBA	5,788,799	-	-	-	
37	ARTI	-	-	735,000,000	25,464,600	
38	BIPI	666,666	-	-	-	
39	ELSA	-	-	1,087,407,500	-	
40	ENRG	2,477,989	-	1,400,000,125	-	
41	ESSA	-	559,698,952	-	634,434,756	
42	MEDC	8,959,891	183,791,864	-	8,450,333	
43	RUIS	119,478,300	-	174,354,500	-	
44		-	43,500	-	-	

	ANTM					
45	DKFT	-	156,574,338	-	144,543,824	
46	INCO	7,899,991	-	-	-	
47	PSAB	-	400,959,465	-	-	
48	SMRU	-	-	826,726,000	-	
49	TINS	-	-	4,861,053,951	-	
50	MITI	689,870	-	-	-	
51	INTP	1,877,480	-	-	-	
52	SMBR	45,339	127,500	1,886,148,900	-	
53	SMCB	-	-	7,533,148,888	-	
54	SMGR	2,090,336	-	-	-	
55	WTON	-	-	977,519,049	-	
56	AMFG	193,240	-	-	-	
57	ARNA	-	2,740,000	-	-	
58	IKAI	2,265,125	-	2,647,024,238	-	
59	KIAS	13,741,458	-	288,140,200	-	
60	MLIA	-	-	548,347,064	353,200	
61	TOTO	3,911,546	-	-	-	
62	ALKA	-	-	379,683,055	-	
63	ALMI	32,822	9,615,000	436,073,862	644,800	
64	BAJA	-	1,034,512,000	-	296,016,000	
65	BTON	-	644,000,000	-	-	
66	CTBN	709,846	-	-	10,500	
67	GDST	-	1,207,600	-	8,035,093,922	
68	INAI	-	-	377,902,400	-	
69	JKSW	-	-	-	2,000,000	
70	KRAS	-	4,857,900	-	51,500	
71	LION	300,120	1,335,000	-	-	
72	LMSH	25,561,100	9,883,000	130,000	9,940,000	
73	NIKL	1,387,842	291,000	260,152,600	-	
74	PICO	-	142,500	-	80,000	
75	TBMS		-	-	200,000	

		192,554				
76	BRPT	-	873,330	-	63,933,764,535	
77	DPNS	51,288	18,905,420	169,485,935	649,786	
78	EKAD	35,826	-	-	-	
79	INCI	-	29,272,489	-	36,879,503	
80	SRSN	-	1,085,049,713	1,122,512,890	596,233,053	
81	TPIA	6,298,526	2,667,009,570	-	-	
82	UNIC	9,057,166	-	-	-	
83	AKKU	222,244	-	61,816,500	-	
84	AKPI	-	10,433,162	-	20,639,459	
85	APLI	-	-	-	388,333,748	
86	BRNA	-	102,414,000	20,159,200	49,774,000	
87	FPNI	5,148,902	-	-	-	
88	IGAR	-	-	772,112,420	-	
89	IMPC	-	81,478,000	2,203,852,954	-	
90	IPOL	3,395,064	-	-	-	
91	TRST	-	39,288,659	746,883,500	136,734,500	
92	YPAS	-	1,174,750	-	1,174,750	
93	CPIN	5,854,340	-	-	-	
94	JPFA	9,764,764	167,486,500	240,311,100	-	
95	MAIN	1,282,143	-	-	-	
96	SIPD	1,154,433	-	-	-	
97	SULI	875,515	1,024,389,982	1,519,624	-	
98	TIRT	-	-	2,273,344	-	
99	ALDO	855,877	64,005,385	-	46,153,846	
100	FASW	1,368,663	-	1,102,069,224	-	
101	INKP	1,499,709	-	-	-	
102	INRU	1,283,649	-	-	-	
103	KDSI	-	-	317,691,000	22,253,200	
104	SPMA	5,048,300	-	-	-	

105	TKIM	773,076	-	-	-	
106	ASII	20,288,255	18,424,900	-	6,100,000	
107	AUTO	-	-	3,855,786,337	-	
108	BRAM	277,153	-	-	-	
109	GDYR	348,500	-	-	-	
110	GJTL	2,073,452	4,381,100	4,142,520	34,838,700	
111	IMAS	1,976,765	-	-	-	
112	INDS	-	-	-	2,683,332	
113	LPIN	-	-	86,811,600	-	
114	MASA	9,149,766	-	-	-	
115	PRAS	379,043	-	-	34,745,900	
116	SMSM	-	329,569,652	-	130,000,000	
117	ADMG	1,925,414	-	405,356,593	-	
118	ARGO	-	-	54,918,930	-	
119	ERTX	340,960	-	-	-	
120	ESTI	96,721	18,500	-	6,000	
121	HDTX	2,760,880	-	-	103,876,100	
122	INDR	622,829	-	-	-	
123	PBRX	-	271,456,752	1,812,523,923	-	
124	POLY	1,443,805	-	-	-	
125	RICY	209,095	-	99,192,100	-	
126	SRIL	-	220,601,768	-	-	
127	SSTM	-	32,732,584	480,000,000	403,560,681	
128	TFCO	-	837,897,722	1,647,955,108	254,248,638	
129	TRIS	-	223,400	420,000,000	7,315,000	
130	UNIT	22,173	-	-	-	
131	BATA	1,132,358	-	-	-	
132	IKBI	1,128,486	1,164,000	-	-	
133	JECC		-	26,578,300	-	

		302,400				
134	KBLI	1,177,826	-	-	-	
135	KBLM	-	-	147,977,800	100,000	
136	SCCO	24,275	-	-	-	
137	VOKS	1,666,510	-	251,043,958	328,606,540	
138	PTSN	876,839	-	490,000	-	
139	AISA	1,084,805	300,000	-	-	
140	ALTO	-	-	-	49,000,000	
141	CEKA	-	-	517,771,000	-	
142	DLTA	526,166	-	-	-	
143	INDF	4,396,103	1,380,020	-	-	
144	MLBI	1,963,391	-	108,635,900	-	
145	MYOR	-	1,891,100	7,363,121,900	5,638,834,400	
146	PSDN	1,440,000	-	168,500	65,984,333	
147	ROTI	3,986,563	-	-	-	
148	SKLT	423,093	3,658,266	-	2,298,778	
149	STTP	-	40,605,000	-	1,145,800	
150	ULTJ	-	4,160,913,460	-	-	
151	GGRM	-	5,600	1,333,146,800	12,941,330	
152	HMSP	2,874,971	-	3,135,319,802	-	
153	RMBA	36,317,403	-	-	-	
154	WIIM	-	459,501,341	-	339,014,885	
155	DVLA	1,093,057	-	-	-	
156	MERK	411,615	-	-	-	
157	PYFA	288,119	-	-	123,480,000	
158	SCPI	354,903	-	-	-	
159	SIDO	-	-	12,150,000,000	-	
160	TSPC	-	-	3,619,823,418	-	

161	ADES	556,080	-	-	-	
162	KINO	234,364	-	33,467,100	-	
163	MBTO	-	477,000	-	-	
164	MRAT	38,120	-	305,002,000	-	
165	TCID	138,212	-	5,218,166	253,004	
166	UNVR	6,484,877	-	-	-	
167	CINT	60,194	260,300	12,250,000	2,433,000	
168	KICI	132,510	-	3,360	-	
169	LMPI	6,151,940	688,570,142	57,901,002	-	
170	APLN	-	-	15,572,222,400	5,902,000	
171	BAPA	-	5,000	224,620,000	-	
172	BCIP	60,745	-	327,284,100	-	
173	BEST	-	-	3,500,000	-	
174	BIKA	-	189,662,100	-	200,912,700	
175	BIPP	3,595,072	-	-	112,042,000	
176	BKDP	-	250,000,000	-	873,500,000	
177	BSDE	4,410,053	-	2,054,692,945	63,150,000	
178	CTRA	-	16,900,773	15,786,778	-	
179	DART	-	-	-	1,492,409,134	
180	DILD	4,877,575	6,032,553,747	-	262,831,114	
181	DMAS	16,598,995	-	3,436,507,805	7,824,500	
182	ELTY	-	-	2,403,000,000	-	
183	EMDE	231,147	-	-	-	
184	FMII	-	560,500,000	1,270,000,000	560,500,000	
185	GAMA	-	-	2,403,000,000	-	
186	GMTD	-	-	6,600,000	-	
187	GPRA	389,565	1,323,600	1,287,790,767	-	
188	GWSA	49,684	-	-	2,840,000	
189	JRPT		-	-	-	

		1,928,959				
190	KIJA	5,422,248	34,587,458	2,978,439,987	583,009,652	
191	LCGP	-	-	398,150,900	-	
192	LPCK	150,868	-	2,549,650	-	
193	LPKR	54,931,573	527,000	2,254,521,480	-	
194	MDLN	4,127,569	-	2,138,336,685	-	
195	MKPI	-	28,723,344	449,861,650	24,857,344	
196	MMLP	4,321,683	5,128,700	282,463,000	40,000,000	
197	MTLA	3,150,159	24,102,379	573,535,636	81,065,344	
198	NIRO	2,191,516	-	1,475,193,300	-	
199	OMRE	1,186,233	-	-	-	
200	PUDP	-	4,400,403	-	22,859,616	
201	PWON	-	131,040	-	10,608,000	
202	RBMS	1,380,500	1,388,400,819	-	-	
203	RDTX	279,150	5,190,100	-	1,344,100	
204	RODA	-	-	122,499	-	
205	SMDM	4,618,035	-	72,090,700	-	
206	SMRA	5,049,707	135,261,100	-	20,000,000	
207	TARA	1,634,747	-	4,648,937,482	-	
208	ACST	38,725	-	83,790,200	-	
209	ADHI	524,025	-	500,573,605	-	
210	DGIK	93,530	9,456,100	420,975,500	-	
211	IDPR	146,766	21,952,900	97,640,400	1,679,095,206	
212	NRCA	-	168,705,000	173,913,000	2,000,000	
213	PTPP	1,098,269	733,195	1,209,658,389	-	
214	SSIA	3,304,000	-	793,514,144	-	
215	TOTL	486,120	298,522,225	62,232,500	62,232,500	

216	WIKA	-	1,386,135	-	-	
217	LAPD	1,708,260	-	-	-	
218	RAJA	91,027	-	900	-	
219	CMNP	-	-	276,241	-	
220	JSMR	741,428	1,684,100	713,049,088	-	
221	META	86,162	27,808,766	1,771,071,131	-	
222	EXCL	9,645,844	5,446,849	935,097,598	-	
223	ISAT	4,462,642	-	-	-	
224	TLKM	36,582,965	1,846,487	7,076,707,201	-	
225	ASSA	147,775	395,460,000	473,355,800	107,981,600	
226	BBRM	277,553	-	2,247,900	-	
227	BIRD	-	422,490,000	-	464,778,100	
228	BLTA	11,438,853	62,400	168,199,326	-	
229	CASS	1,407,338	588,500,075	-	130,000,081	
230	CMPP	5,262,638	-	-	-	
231	GIAA	1,211,159	-	977,494,821	-	
232	HITS	-	-	2,331,552,091	-	
233	IATA	-	7,409,400	-	30,132	
234	INDX	388,683	-	-	-	
235	KARW	470,830	-	-	-	
236	LEAD	1,532,579	338,316,300	104,400,000	95,245,100	
237	LRNA	-	22	199,999,998	-	
238	MBSS	449,441	-	-	-	
239	MIRA	759,375	-	-	-	
240	NELY	141,646	8,360,900	-	-	
241	PTIS	200,020	1,200,000,000	-	-	
242	SDMU	-	514,231,144	71,428,600	168,750,000	

243	SMDR	-	14,738,000	-	-	
244	SOCI	-	120,000,000	-	120,000,000	
245	TAXI	2,425,386	175,000	1,094,310,000	-	
246	TMAS	98,148	23,426,125	-	10,807,660	
247	TPMA	175,748	-	1,568,524,580	-	
248	WEHA	-	-	224,555,686		
249	WINS	218,860	334,829,838	-	294,941,472	
250	BALI	505,308	50,000	164,800,420	-	
251	BUKK	9,774,350	9,220,900	2,192,500	836,764,040	
252	IBST	-	-	835,970,196	-	
253	GOLD	-	-	97,078,319	-	
254	INDY	443,415	91,135,000	127,149,335	10,156,000	
255	SUPR	290,228	359,596	-	-	
256	TBIG	-	153,566,735	5,397,590,530	136,719,815	
257	TOWR	-	39,586,500	25,532,620,965	324,678,400	

VARIABEL MODERASI TAHUN 2019

No.	Emiten	Usia Perusahaan	Total Aset	Log TA	(- 0.737TA)	(0.043TA2)	(0.0
1	BISI	36	2,941,056	14.89427926	-10.97708381	9.539100849	
2	AALI	31	26,974,124	17.11038859	-12.61035639	12.58891211	
3	ANJT	26	8,689,183	15.97758948	-11.77548344	10.97718472	
4	BWPT	19	15,796,470	16.57529706	-12.21599393	11.81384032	
5	DSNG	39	11,620,821	16.26830896	-11.9897437	11.38028869	
6	GZCO	18	1,946,438	14.48151159	-10.67287404	9.017709655	
7	JAWA	98	3,489,777	15.0653484	-11.10316177	9.759483058	
8	LSIP	57	10,225,322	16.14037775	-11.8954584	11.20200714	
9	MAGP	14	1,280,124	14.06246751	-10.36403855	8.503378672	
10	PALM	13	2,330,316	14.66151444	-10.80553614	9.243280242	
11	SGRO	26	9,466,943	16.0633166	-11.83866434	11.09529603	
12	SIMP	27	34,910,838	17.36830788	-12.80044291	12.97129911	
13	SMAR	57	27,787,527	17.14009781	-12.63225209	12.63266697	

14	TBLA	46	17,363,003	16.66985224	-12.2856811	11.94901086	
15	UNSP	108	8,399,862	15.94372584	-11.75052594	10.93070292	
16	DSFI	46	391,479	12.87768715	-9.490855432	7.130897536	
17	IIKP	20	384,481	12.85964965	-9.477561793	7.110935334	
18	BTEK	18	4,975,248	15.41998578	-11.36452952	10.22436634	
19	ADRO	15	100,223,648	18.42291473	-13.57768815	14.59436284	
20	ARII	12	5,054,187	15.43572757	-11.37613122	10.24525248	
21	BRMS	16	9,901,490	16.10819581	-11.87174031	11.15738081	
22	BSSR	29	3,481,188	15.06288417	-11.10134564	9.756290623	
23	BUMI	46	51,420,716	17.75555168	-13.08584159	13.55616347	
24	BYAN	46	177,148,092	18.99249662	-13.99747001	15.5107419	
25	DEWA	28	7,631,143	15.8477482	-11.67979042	10.79949828	
26	DOID	29	16,413,153	16.61359358	-12.24421847	11.86849415	
27	GEMS	24	10,840,802	16.19882754	-11.93853589	11.28328658	
28	HRUM	24	6,207,498	15.64126847	-11.52761487	10.51991902	
29	ITMG	32	16,789,904	16.63628831	-12.26094449	11.90094182	
30	KKGI	38	1,754,680	14.37779706	-10.59643643	8.889005079	
31	MYOH	19	2,224,438	14.61501486	-10.77126595	9.184742349	
32	PKPK	36	71,656	11.17963217	-8.239388909	5.374319545	
33	PTBA	38	26,098,052	17.07737123	-12.5860226	12.54037415	
34	PTRO	47	7,652,326	15.85052021	-11.6818334	10.80327661	
35	SMMT	39	871,513	13.67798606	-10.08067573	8.044754015	
36	TOBA	12	8,813,227	15.99176422	-11.78593023	10.99667048	
37	ARTI	26	1,785,484	14.39520008	-10.60926246	8.910536776	
38	BIPI	12	17,408,018	16.67244146	-12.28758936	11.95272309	
39	ELSA	50	6,805,037	15.73317363	-11.59534897	10.64390836	
40	ENRG	18	9,433,262	16.05975251	-11.8360376	11.09037298	
41	ESSA	13	12,433,168	16.3358783	-12.03954231	11.47501955	
42	MEDC	39	83,412,558	18.23930943	-13.44237105	14.30491357	
43	RUIS	35	1,251,357	14.03973912	-10.34728773	8.475913807	
44	ANTM	51	30,194,908	17.22318386	-12.6934865	12.75543668	
45	DKFT	24	2,655,274	14.79205841	-10.90174705	9.408614655	
46	INCO	51	30,866,379	17.24517809	-12.70969625	12.7880352	
47	PSAB	16	13,764,179	16.43758005	-12.1144965	11.61834363	
48	SMRU	16	1,675,571	14.33166456	-10.56243678	8.83205419	
49	TINS	43	20,361,278	16.82914552	-12.40308025	12.17846597	
50	MITI	26	57,164	10.95367961	-8.072861872	5.15927317	
51	INTP	34	27,707,749	17.13722268	-12.63013311	12.62842925	
52	SMBR	45	5,571,270	15.53313359	-11.44791946	10.37496429	
53	SMCB	48	19,567,498	16.78938048	-12.37377342	12.12098177	
54	SMGR	62	79,807,067	18.19512262	-13.40980537	14.23568694	
55	WTON	22	10,337,895	16.15132683	-11.90352787	11.21721041	

56	AMFG	48	8,738,055	15.98319818	-11.77961706	10.98489284	
57	ARNA	26	1,799,137	14.40281766	-10.61487662	8.919969736	
58	IKAI	28	1,357,533	14.12117964	-10.40730939	8.57453172	
59	KIAS	66	1,231,681	14.02389046	-10.33560727	8.456788657	
60	MLIA	33	5,758,103	15.56611864	-11.47222944	10.41907413	
61	TOTO	42	2,918,467	14.88656904	-10.97140138	9.52922732	
62	ALKA	47	604,825	13.31269444	-9.811455802	7.620796829	
63	ALMI	41	1,725,650	14.36111435	-10.58414128	8.86838903	
64	BAJA	26	836,871	13.63742522	-10.05078238	7.99711276	
65	BTON	24	230,561	12.34827075	-9.100675542	6.556630991	
66	CTBN	36	2,393,027	14.68806965	-10.82510733	9.276793772	
67	GDST	30	1,758,578	14.38001609	-10.59807186	8.891749093	
68	INAI	48	1,212,894	14.0085198	-10.32427909	8.438260957	
69	JKSW	45	180,628	12.10419495	-8.920791676	6.299996018	
70	KRAS	49	45,642,591	17.63635185	-12.99799131	13.37475899	
71	LION	47	688,018	13.44157028	-9.906437296	7.769059898	
72	LMSH	37	147,091	11.89880672	-8.769420554	6.08800886	
73	NIKL	37	2,106,499	14.56053789	-10.73111642	9.116398331	
74	PICO	36	1127616	13.93561623	-10.27054916	8.350660185	
75	TBMS	42	2,138,460	14.5755965	-10.74221462	9.135264575	
76	BRPT	40	99,742,188	18.41809929	-13.57413918	14.58673441	
77	DPNS	37	318,141	12.67024996	-9.33797422	6.903015064	
78	EKAD	38	966,234	13.78116132	-10.15671589	8.166577515	
79	INCI	38	405,445	12.91274051	-9.516689755	7.1697713	
80	SRSN	36	779,247	13.56608335	-9.998203427	7.913660548	
81	TPIA	27	47,926,829	17.68518601	-13.03398209	13.44892958	
82	UNIC	36	3,051,757	14.93122805	-11.00431507	9.586487554	
83	AKKU	18	936,699	13.75011727	-10.13383643	8.129826174	
84	AKPI	39	2,776,776	14.8368011	-10.93472241	9.465618676	
85	APLI	27	419,265	12.94625846	-9.541392483	7.207041146	
86	BRNA	50	2,263,113	14.63225186	-10.78396962	9.20642016	
87	FPNI	32	2,301,458	14.64905339	-10.79635235	9.227574909	
88	IGAR	44	617,595	13.33358818	-9.82685449	7.644736673	
89	IMPC	38	2,501,133	14.73225439	-10.85767148	9.332690731	
90	IPOL	24	3,854,200	15.16467402	-11.17636475	9.888595541	
91	TRST	40	4,349,023	15.28546178	-11.26538533	10.0467497	
92	YPAS	24	278,237	12.53622855	-9.239200439	6.757752126	
93	CPIN	47	29,353,041	17.19490671	-12.67264625	12.71358712	
94	JPFA	48	25,185,009	17.04175949	-12.55977675	12.48812737	
95	MAIN	22	4,648,577	15.35207171	-11.31447685	10.13450255	
96	SIPD	34	2,470,790	14.7200485	-10.84867574	9.317232592	
97	SULI	39	1,458,686	14.19304659	-10.46027534	8.662030573	

98	TIRT	38	895,683	13.70534183	-10.10083693	8.076964977	
99	ALDO	30	925,114	13.73767225	-10.12466445	8.115116473	
100	FASW	32	10,751,993	16.19060169	-11.93247345	11.27183007	
101	INKP	43	118,067,628	18.58676814	-13.69844812	14.85512184	
102	INRU	36	6,678,045	15.71433584	-11.58146551	10.61843509	
103	KDSI	46	1,253,650	14.04156985	-10.34863698	8.478124411	
104	SPMA	43	2,372,131	14.67929927	-10.81864356	9.265718557	
105	TKIM	42	42,526,468	17.56563722	-12.94587463	13.26771927	
106	ASII	62	351,958	12.77126713	-9.412423874	7.013526356	
107	AUTO	43	16,015,709	16.58908061	-12.22615241	11.83349661	
108	BRAM	38	3,881,195	15.17165365	-11.18150874	9.897700207	
109	GDYR	102	1,671,436	14.3291937	-10.56061575	8.829009054	
110	GJTL	68	18,856,075	16.7523457	-12.34647878	12.06756672	
111	IMAS	32	44,698,663	17.61545415	-12.98258971	13.34308167	
112	INDS	41	2,834,423	14.85734895	-10.94986617	9.491855163	
113	LPIN	37	324,916	12.69132197	-9.353504289	6.92599509	
114	MASA	31	6,264,455	15.65040215	-11.53434639	10.53220876	
115	PRAS	35	1,657,127	14.32059594	-10.55427921	8.818417125	
116	SMSM	43	3,106,981	14.94916207	-11.01753245	9.609530208	
117	ADMG	33	3,544,344	15.08086365	-11.11459651	9.779595284	
118	ARGO	37	1,180,848	13.98174338	-10.30454487	8.406033364	
119	ERTX	47	991,848	13.80732515	-10.17599863	8.197615794	
120	ESTI	46	848,660	13.65141391	-10.06109205	8.01352738	
121	HDTX	46	423,791	12.95699569	-9.549305822	7.219000702	
122	INDR	44	10,464,634	16.16351194	-11.9125083	11.23414208	
123	PBRX	39	9,143,090	16.02850896	-11.8130111	11.04726328	
124	POLY	18	3,361,360	15.02785621	-11.07553003	9.71096788	
125	RICY	32	1,619,855	14.2978472	-10.53751338	8.790422682	
126	SRIL	41	21,653,267	16.8906669	-12.44842151	12.26766902	
127	SSTM	47	514,766	13.15146771	-9.6926317	7.437327423	
128	TFCO	39	4,354,524	15.28672586	-11.26631696	10.04841147	
129	TRIS	15	1,147,246	13.95287485	-10.28326876	8.371356808	
130	UNIT	31	417,735	12.94260254	-9.538698071	7.202971301	
131	BATA	35	863,165	13.66836115	-10.07358216	8.033436145	
132	IKBI	38	1,273,852	14.05755594	-10.36041873	8.497439796	
133	JECC	46	1,888,754	14.45142791	-10.65070237	8.980282052	
134	KBLI	27	355,475	12.7812102	-9.419751919	7.024451372	
135	KBLM	47	1,284,437	14.06583105	-10.36651748	8.507446932	
136	SCCO	49	4,400,656	15.29726418	-11.2740837	10.06227053	
137	VOKS	48	3,027,942	14.92339374	-10.99854119	9.576430269	
138	PTSN	29	2,239,269	14.62166003	-10.77616344	9.193096509	
139	AISA	29	1,868,966	14.44089589	-10.64294027	8.967197392	

140	ALTO	22	1,103,450	13.91395219	-10.25458277	8.324716822	
141	CEKA	51	1,393,079	14.14702696	-10.42635887	8.605949992	
142	DLTA	87	1,425,984	14.17037266	-10.44356465	8.634376837	
143	INDF	29	96,198,559	18.38192494	-13.54747868	14.52949207	
144	MLBI	90	2,896,950	14.87916902	-10.96594757	9.519755838	
145	MYOR	42	19,037,919	16.76194329	-12.3535522	12.08139794	
146	PSDN	45	763,492	13.54565793	-9.983149891	7.889848491	
147	ROTI	24	4,682,084	15.35925387	-11.3197701	10.14398721	
148	SKLT	36	791,000	13.58105325	-10.00923624	7.931135314	
149	STTP	47	2,881,563	14.87384341	-10.9620226	9.512942369	
150	ULTJ	48	6,608,422	15.70385545	-11.57374147	10.60427627	
151	GGRM	61	78,647,274	18.18048353	-13.39901636	14.21278919	
152	HMSP	114	50,902,806	17.74542861	-13.07838088	13.54071017	
153	RMBA	89	17,000,330	16.64874331	-12.27012382	11.91876812	
154	WIIM	57	1,299,522	14.07750706	-10.37512271	8.521576819	
155	DVLA	43	1,829,961	14.41980521	-10.62739644	8.941023643	
156	MERK	49	901,061	13.71132824	-10.10524891	8.084022447	
157	PYFA	42	190,786	12.15890766	-8.961114945	6.357078526	
158	SCPI	12	1,635,703	14.30758324	-10.54468885	8.80239834	
159	SIDO	68	3,536,898	15.07876063	-11.11304658	9.776867952	
160	TSPC	49	8,372,770	15.94049533	-11.74814506	10.92627383	
161	ADES	34	822,375	13.61995177	-10.03790446	7.976632712	
162	KINO	28	4,695,765	15.3621716	-11.32192047	10.1478416	
163	MBTO	42	591,064	13.28967958	-9.794493852	7.594470085	
164	MRAT	44	532,763	13.18583195	-9.717958148	7.476245063	
165	TCID	50	2,551,193	14.75207165	-10.87227681	9.357815574	
166	UNVR	86	20,649,371	16.84319542	-12.41343502	12.19880897	
167	CINT	41	521,494	13.16445305	-9.702201896	7.452021434	
168	KICI	45	152,819	11.93700949	-8.797575997	6.127164413	
169	LMPI	43	737,642	13.51121389	-9.957764638	7.849774735	
170	APLN	15	29,460,345	17.19855568	-12.67533554	12.71898365	
171	BAPA	26	143,136	11.87155051	-8.749332723	6.060149591	
172	BCIP	19	867,065	13.67286922	-10.07690462	8.038736171	
173	BEST	30	6,399,478	15.67172698	-11.55006279	10.56093014	
174	BIKA	12	2,358,913	14.67371148	-10.81452536	9.258665767	
175	BIPP	38	2,167,013	14.58886028	-10.75199003	9.151898303	
176	BKDP	30	830,007	13.62918941	-10.0447126	7.987456575	
177	BSDE	35	54,444,849	17.8126988	-13.12795902	13.64356626	
178	CTRA	36	36,196,024	17.40445984	-12.8270869	13.02535455	
179	DART	36	6,880,951	15.74426743	-11.60352509	10.65892414	
180	DILD	36	14,777,496	16.50861604	-12.16685002	11.71897935	
181	DMAS	26	7,616,971	15.84588934	-11.67842045	10.79696499	

182	ELTY	24	1,388,657	14.14384765	-10.42401572	8.602082334	
183	EMDE	43	2,143,944	14.57815768	-10.74410221	9.1384753	
184	FMII	30	891,867	13.7010723	-10.09769028	8.07193343	
185	GAMA	16	1,388,657	14.14384765	-10.42401572	8.602082334	
186	GMTD	28	1,107,518	13.91763203	-10.25729481	8.329120701	
187	GPRA	32	1,705,919	14.34961453	-10.57566591	8.854191793	
188	GWSA	29	7,601,643	15.84387497	-11.67693585	10.79422008	
189	JRPT	40	11,164,935	16.22828862	-11.96024871	11.32436612	
190	KIJA	30	12,184,611	16.31568432	-12.02465934	11.44666686	
191	LCGP	15	1,635,334	14.30735762	-10.54452257	8.802120732	
192	LPCK	32	12,219,228	16.31852133	-12.02675022	11.45064796	
193	LPKR	29	55,080,000	17.82429723	-13.13650706	13.66133959	
194	MDLN	36	16,125,558	16.59591602	-12.23119011	11.84325043	
195	MKPI	47	7,275,235	15.79998667	-11.64459018	10.73450189	
196	MMLP	9	6,755,554	15.72587554	-11.58997027	10.63403594	
197	MTLA	25	6,107,364	15.62500581	-11.51562929	10.49805469	
198	NIRO	16	8,238,835	15.92436951	-11.73626033	10.9041784	
199	OMRE	36	4,234,320	15.25873331	-11.24568645	10.01164451	
200	PUDP	39	539,916	13.19916885	-9.727787443	7.491376509	
201	PWON	37	26,095,153	17.07726015	-12.58594073	12.54021101	
202	RBMS	34	806,591	13.600572	-10.02362157	7.953949029	
203	RDTX	39	2,795,788	14.84362456	-10.9397513	9.474327169	
204	RODA	35	3,911,163	15.17934533	-11.18717751	9.90773856	
205	SMDM	30	3,213,173	14.98276948	-11.04230111	9.652785396	
206	SMRA	44	24,441,657	17.01179949	-12.53769622	12.44425684	
207	TARA	13	1,125,958	13.93414479	-10.26946471	8.34889681	
208	ACST	24	10,446,519	16.16177937	-11.9112314	11.23173383	
209	ADHI	59	36,515,833	17.41325651	-12.83357004	13.03852459	
210	DGIK	37	1,336,201	14.10534107	-10.39563637	8.555307809	
211	IDPR	42	1,985,003	14.50113098	-10.68733353	9.042160391	
212	NRCA	44	2,462,813	14.71681475	-10.84629247	9.313139365	
213	PTPP	66	59,165,548	17.89584997	-13.18924143	13.77124219	
214	SSIA	48	8,092,447	15.90644172	-11.72304754	10.87964019	
215	TOTL	49	2,962,994	14.9017108	-10.98256086	9.548622347	
216	WIKA	59	62,110,846	17.94443119	-13.22504578	13.84611225	
217	LAPD	29	160,191	11.98412213	-8.832298011	6.175624881	
218	RAJA	26	2,505,764	14.73410424	-10.85903482	9.335034588	
219	CMNP	32	15,453,515	16.55334704	-12.19981677	11.78257183	
220	JSMR	41	99,679,570	18.4174713	-13.57367635	14.58573971	
221	META	42	5,077,400	15.44030988	-11.37950838	10.25133627	
222	EXCL	30	62,725,000	17.95427065	-13.23229747	13.86130089	
223	ISAT	52	62,813,000	17.95567262	-13.23333072	13.8634657	

224	TLKM	28	221,208,000	19.21461399	-14.16117051	15.87565981	
225	ASSA	16	4,849,224	15.39432925	-11.34562066	10.19037104	
226	BBRM	21	3,881,197	15.17165417	-11.18150912	9.89770088	
227	BIRD	47	7,424,304	15.8202695	-11.65953862	10.76207986	
228	BLTA	38	93,616	11.44695659	-8.436407005	5.634411051	
229	CASS	24	1,612,441	14.29325974	-10.53413243	8.784782779	
230	CMPP	30	2,613,070	14.77603633	-10.88993878	9.388243738	
231	GIAA	69	4,455,676	15.30968935	-11.28324105	10.07862328	
232	HITS	27	2,830,826	14.8560791	-10.9489303	9.490232707	
233	IATA	51	848,511	13.65123833	-10.06096265	8.013321239	
234	INDX	28	61,122	11.02062715	-8.122202206	5.222531576	
235	KARW	41	290,489	12.57932099	-9.270959569	6.804290611	
236	LEAD	24	2,096,060	14.55556995	-10.72745505	9.110178512	
237	LRNA	17	302,637	12.62028935	-9.301153248	6.848683237	
238	MBSS	25	3,029,238	14.92382166	-10.99885656	9.576979477	
239	MIRA	40	351,483	12.76991662	-9.411428553	7.012043136	
240	NELY	42	416,287	12.93913021	-9.536138961	7.19910689	
241	PTIS	34	1,101,539	13.91221885	-10.25330529	8.322642834	
242	SDMU	26	217,821	12.2914289	-9.058783102	6.496406653	
243	SMDR	55	7,182,687	15.7871841	-11.63515469	10.71711282	
244	SOCI	9	9,557,225	16.07280797	-11.84565947	11.10841171	
245	TAXI	38	479,265	13.08000896	-9.639966603	7.356725278	
246	TMAS	32	3,266,151	14.99912279	-11.05435349	9.673868426	
247	TPMA	14	1,550,282	14.25394741	-10.50515924	8.736525718	
248	WEHA	18	269,603	12.50470579	-9.215968164	6.723809672	
249	WINS	24	3,440,407	15.05110034	-11.09266095	9.741031717	
250	BALI	13	4,147,689	15.23806187	-11.2304516	9.98453677	
251	BUKK	41	4,739,165	15.37137152	-11.32870081	10.15999968	
252	IBST	13	8,893,031	16.00077849	-11.79257375	11.00907123	
253	GOLD	24	329,963	12.70673581	-9.364864289	6.942828798	
254	INDY	19	50,217,512	17.73187437	-13.06839141	13.52003285	
255	SUPR	13	11,164,825	16.22827877	-11.96024145	11.32435237	
256	TBIG	15	30,871,710	17.24535079	-12.70982353	12.78829132	
257	TOWR	10	27,665,695	17.13570376	-12.62901367	12.62619076	