

## THE EFFECT OF SHORT-TERM DEBT AND INSTITUTIONAL OWNERSHIP STRUCTURE ON THE PERFORMANCE OF COMPANIES LISTED ON SHARIA STOCK INDEX OF 2016-2018 PERIOD<sup>1</sup>

### PENGARUH UTANG JANGKA PENDEK DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN YANG TERCATAT PADA INDEKS SAHAM SYARIAH PERIODE 2016-2018

Olga Mardianita Afifa, Sylva Alif Rusmita  
Departemen Ekonomi Syariah - Fakultas Ekonomi dan Bisnis - Universitas Airlangga  
oljjang27@gmail.com\*, sylvalifr@feb.unair.ac.id

#### ABSTRAK

Teori trade-off oleh Kraus dan Litzenberg (1972) menunjukkan bahwa utang memiliki efek pada kinerja perusahaan. Seperti halnya teori keagenan yang dinyatakan oleh Jensen dan Meckling (1976), menunjukkan pengaruh antara struktur kepemilikan dan kinerja manajer, maka biaya agensi dapat diminimalisir dan kinerja perusahaan dapat dimaksimalkan. Oleh karena itu, penelitian ini mengidentifikasi efek hutang jangka pendek dan kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan secara parsial dan simultan, memilih 51 perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi Indeks Saham Syariah Indonesia selama 2016-2018. Tiga variabel: utang jangka pendek terhadap total aset, kepemilikan institusional, dan Tobin's Q telah diuji menggunakan analisis regresi panel data. Secara parsial, hasil menunjukkan efek positif dan signifikan antara utang jangka pendek dan kinerja perusahaan. Namun, kepemilikan institusional tidak menunjukkan pengaruh pada kinerja perusahaan. Bersamaan dengan itu, hutang jangka pendek dan kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.

**Kata kunci:** struktur modal, struktur kepemilikan, kinerja perusahaan

#### ABSTRACT

The trade-off theory by Kraus and Litzenberg (1972) indicates that debt has its effect on firm performance. As well as agency theory stated by Jensen and Meckling (1976), showing an effect between ownership structure and manager's works, hence agency cost could be minimized and firm performance could be maximized. Therefore, this paper identifies the effect of short-term debt and institutional ownership towards firm performance partially and simultaneously, choosing 51 companies of trade, services, and investment sector of Indonesia Sharia Stock Index during 2016-2018. Three variables: short-term debt to total assets, institutional ownership, and Tobin's Q have been tested using data panel regression analysis. Partially, the results show a positive and significant effect between short-term debt and firm performance. However, institutional ownership does not show any effect on firm performance. Simultaneously, short-term debt and institutional ownership have a significant effect on firm performance.

**Keywords:** capital structure, ownership structure, firm performance

#### Informasi artikel

Diterima: 09-01-2020  
Direview: 02-02-2020  
Diterbitkan: 13-04-2020

\*Korespondensi  
(Correspondence):  
Olga Mardianita Afifa

Open access under Creative  
Commons Attribution-Non  
Commercial-Share A like 4.0  
International Licence  
(CC-BY-NC-SA)



<sup>1</sup> Artikel ini merupakan bagian dari skripsi dari Olga Mardianita Afifa, NIM: 041511433156, yang berjudul, "Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan Sektor Perdagangan, Jasa, dan Investasi Tercatat ISSI (2016-2018)."

## I. PENDAHULUAN

Per bulan Desember 2018, perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi yang tercatat pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebanyak 116 perusahaan. Kondisi perdagangan saham pada sektor perdagangan, jasa, dan investasi juga dinilai baik. Berdasarkan data dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK), frekuensi dan volume perdagangan sektor ini menunjukkan peningkatan setiap tahunnya. Kedua hal tersebut menunjukkan bahwa investor aktif melakukan transaksi saham sehingga keadaan pasar dapat dikatakan menguat (Ang, 1997). Selain itu, sektor tersebut juga memiliki investor yang aktif sehingga menarik untuk diteliti.

Berdasarkan pernyataan tersebut, penting bagi perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan guna menarik investor. Peningkatan kinerja akan diikuti oleh tercapainya tujuan perusahaan (Apriada dan Suardikha, 2016). Kinerja perusahaan dapat dicapai dengan menentukan kebijakan keuangan yang baik, terutama yang berkaitan dengan struktur modal (Haryono dkk., 2017). Selain itu, Connelly (2010) juga beropini bahwa struktur kepemilikan memiliki andil dalam meningkatkan kinerja perusahaan lewat penentuan aksi perusahaan. Struktur kepemilikan perusahaan dapat mempengaruhi penentuan keputusan keuangan, keputusan investasi, dan kebijakan deviden (Haruman, 2008).

Struktur modal berkaitan erat dengan sumber dana yang dapat menguntungkan perusahaan dalam memenuhi kebutuhannya (Kumar dkk., 2014). Sumber dana tersebut dapat berasal dari dalam (modal sendiri) ataupun luar perusahaan (modal asing). Perusahaan dalam menentukan struktur modal perlu mempertimbangkan *risiko* dan *return* (Margaretha, 2011) sehingga perlu diperhatikan oleh manajer perusahaan. Utang yang semakin besar akan meningkatkan nilai risiko. Apabila perusahaan tidak dapat meminimalisir risiko yang bersumber dari utang, harga saham akan menurun sehingga nilai perusahaan menurun pula (Musthafa, 2017:8).

Struktur modal telah dibahas oleh Midgliani dan Miller di tahun 1958. Teori ini kemudian menuai berbagai macam opini sehingga studi mengenai struktur modal pun bermunculan. Seiring berjalannya waktu, para cendekia memunculkan teori-teori baru yang membahas struktur modal seperti teori *trade-off* oleh Kraus dan Litzenberger di tahun 1972, *agency cost theory* yang diperkenalkan oleh Jensen dan Meckling pada 1976, teori *pecking order* yang dikemukakan oleh Myres dan Majluf (1984) yang sebelumnya berkonsep dari pemikiran Stiglitz pada 1973, dan teori *signalling* oleh Ross di tahun 1977 (Kumar dkk, 2014).

Teori Midgliani dan Miller 1 (MM) menyatakan bahwa struktur modal berkaitan dengan kinerja perusahaan. Tetapi, teori ini disertai dengan asumsi-

asumsi yang tidak berdasarkan pada realita yang terjadi. Asumsi-asumsi itu antara lain struktur modal berada pada *perfect market*, dengan kondisi pasar yang tidak terdapat biaya palang, tidak ada biaya kebangkrutan, dan tidak ada pajak, sehingga manajer tidak perlu khawatir mengenai proporsi ekuitas dan utang yang termasuk sebagai struktur modal perusahaan (Dawar, 2014). Berbeda dengan teori *trade-off* yang menyertakan pajak dalam mengaitkan struktur modal dengan kinerja perusahaan. Teori ini menganggap nilai utang yang semakin tinggi akan menguntungkan perusahaan akibat adanya pengurangan beban pajak perusahaan (Harjito, 2011).

Selain itu, Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan ekuitas, melainkan presentase kepemilikan manajer dan institusional. Hal tersebut dikarenakan struktur kepemilikan yang tepat akan membantu perusahaan dalam menentukan kebijakan keuangannya (Haruman, 2008). Struktur kepemilikan mampu mengawasi manajer agar menjalankan tugasnya dengan tepat. Sifat oportunistik manajer berpeluang menimbulkan konflik antara manajer dengan pemegang saham, atau biasa disebut dengan *agency problem*, sehingga perlu dilakukan pengawasan (Ekadjadja dkk., 2018). *Agency theory* menyebutkan adanya pengawasan dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Meskipun kinerja perusahaan memiliki peranan penting dalam meningkatkan nilai perusahaan, masih sering ditemukan inkonsistensi pada studi empiris yang menguji pengaruh struktur modal dan struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. Studi oleh Olokoyo (2013), Marchyta dan Astuti (2015), serta Salim dan Yadav (2012) menyebutkan kinerja perusahaan, terutama nilai pasar, dapat dipengaruhi secara signifikan dan positif oleh utang jangka pendek. Tetapi, Alhamdani dan Singapurwoko (2018) memberi pernyataan bahwa utang jangka pendek tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Sementara studi empiris mengenai struktur kepemilikan institusional pernah dilakukan oleh Amyulianthy (2012), Fachdiansyah (2018), serta Kao dkk. (2019), menghasilkan pernyataan struktur kepemilikan institusional berhubungan secara signifikan dan positif terhadap Tobin's Q. Lain halnya dengan penelitian Ardianingsih dan Ardiyani (2010), Adnantara (2013), serta Prasetyanto dan Chariri (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan di Indonesia.

## **II. LANDASAN TEORI**

### **Struktur Modal**

Coleman (2003) mendefinisikan struktur modal sebagai bentuk kombinasi dari ekuitas dan utang yang dipandang mampu untuk memenuhi kebutuhan operasi perusahaan. Di sisi lain, Musthafa (2017:85) menyatakan bahwa "struktur

modal merupakan perimbangan antara jumlah utang jangka pendek bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa" atau dapat diartikan sebagai perimbangan antara modal asing dengan modal sendiri. Berdasarkan pengertian tersebut, struktur modal menentukan sumber dana yang berasal dari dalam atau pun luar perusahaan dan akan digunakan dalam memenuhi kebutuhannya agar kinerja yang baik dapat tercapai.

#### **Trade-Off**

*Trade-off* yang dicetuskan pertama kali oleh Kraus dan Litzenberger di tahun 1972 (Dawar, 2014), membahas mengenai hubungan struktur modal dengan kinerja perusahaan. Penggunaan utang pada teori ini dianggap membawa manfaat bagi perusahaan sebab adanya peran bunga utang sebagai pengurang pajak (*tax deductible*) sehingga pembiayaan oleh utang dapat mengurangi beban perusahaan atas pajak (Harjito, 2011).

Pengurangan pajak yang telah dijelaskan tersebut berasal dari ditariknya bunga utang dari pendapatan sehingga laba sebelum pajak akan mengecil dan berimbas pada beban pajak yang kecil pula (Fachrudin, 2011). Weston dan Brigham (2009:175) pun mengatakan, semakin tinggi tingkat pajak perusahaan, keuntungan akan tingkat utang meningkat pula. Tetapi, penggunaan utang yang berlebih akan berdampak pada *financial distress* (penurunan kondisi

keuangan) yang dapat berujung pada kebangkrutan pada perusahaan.

#### **Agency Theory**

*Agency theory* dilatarbelakangi oleh hubungan antara pemilik perusahaan sebagai prinsipal, atau dalam hal ini adalah pemegang saham, dan manajer sebagai agen. Manajer sebagai agen mewakili pemilik perusahaan dan mempunyai wewenang untuk mengambil keputusan demi meraih tujuan perusahaan. Tetapi, dalam praktiknya, manajer tidak selalu memperhatikan kebutuhan pemegang saham demi mencapai kebutuhannya sendiri. Menurut Jensen dan Meckling (1976), keadaan seperti ini akan menyebabkan konflik yang diberi nama *agency conflict* pada perusahaan. Masalah keagenan tersebut dapat berujung pada *agency cost* atau biaya keagenan. Puspito (2017) menyebutkan kepentingan tersebut dapat menimbulkan biaya tambahan sehingga dapat menurunkan laba dan deviden yang diterima.

#### **Struktur Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan menurut Sugiarto (2009:36) adalah sebuah kondisi ketika individu atau lembaga memiliki kontrol terhadap perusahaan untuk menetapkan kebijakan serta aksi perusahaan. Berdasar definisi tersebut, dapat diartikan bahwa kepemilikan institusional adalah pemegang saham perusahaan yang berasal dari suatu institusi atau lembaga seperti bank, perusahaan asuransi, dana pensiun, perusahaan investasi, dan institusi lainnya (Ardianingsih dan Ardiyani, 2010).

Kepemilikan institusional, berdasarkan pernyataan Fahdiansyah dkk. (2018), dapat membatasi masalah keagenan pada perusahaan melalui pengawasan. Pihak institusi dikatakan memiliki ilmu yang mencukupi sehingga dapat memaksimalkan pengawasan terhadap manajer. Pengawasan yang maksimal tersebut akan membantu perusahaan untuk mencapai tujuannya dan berujung pada meningkatnya kinerja perusahaan.

### **Kinerja Perusahaan**

Faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan antara lain profitabilitas, rating utang perusahaan, dan deviden (Ardianingsih dan Ardiyani, 2010). Selain itu, Dawar (2014) menambahkan efisiensi dan nilai pasar sebagai faktor. Pada penelitian ini nilai pasar digunakan sebagai indikator penilaian kinerja perusahaan. Hal ini dikarenakan kinerja perusahaan lebih tergambarkan melalui harga sahamnya (Irayanti dan Tumbel, 2014).

Salah satu rasio yang dapat menggambarkan kinerja perusahaan adalah Tobin's Q. Dikatakan oleh Ayem dan Nugroho (2016) bahwa rasio ini lebih rasional dalam mengukur nilai perusahaan. Tobin's Q yang dikenalkan oleh James Tobin ini, selain nilai pasar saham perusahaan, juga melibatkan nilai pasar utang (*market value of debt*) dan nilai penggantian aset (*assets replacement*) (Mustika, 2019). Dengan begitu, secara tidak langsung rasio ini tidak hanya memperhatikan investor

saham, tetapi juga kreditur (Sukamulja, 2004).

### **Hipotesis**

Berdasarkan landasan teori yang telah dijelaskan sebelumnya, hipotesis pada penelitian ini antara lain:

H1 = utang jangka pendek berpengaruh terhadap kinerja perusahaan;

H2 = struktur kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kinerja perusahaan;

H3 = utang jangka pendek dan struktur kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

### **III. METODE PENELITIAN**

Data penelitian ini dipilih dengan metode *purposive sampling* atau pemilihan data yang menggunakan kriteria (Sugiyono, 2014:68). Kriteria tersebut antara lain 1) perusahaan yang terdaftar pada ISSI periode 2016-2018, 2) perusahaan yang tergolong pada sektor perdagangan, jasa, dan investasi, 3) saham perusahaan dimiliki oleh institusional, dan 4) melaporkan keuangannya selama tiga tahun periode penelitian. Setelah dilakukan *screening*, tercatat 52 perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Data penelitian diperoleh dari website resmi BEI, yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Model empiris penelitian ini adalah:

$$\text{TOBIN'S } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{STD}_{i,t} + \beta_2 \text{INS}_{i,t} + e_{i,t} \dots (1)$$

Berdasarkan persamaan (1), variabel dependen pada penelitian adalah Tobin's Q untuk melihat nilai pasar perusahaan. Sementara variabel independen penelitian antara lain struktur modal yang menggunakan proksi utang

jangka pendek terhadap total aset dan struktur kepemilikan diwakili oleh kepemilikan institusional.

Pengukuran kinerja perusahaan pada penelitian ini menggunakan rasio Tobin's Q yang lebih berfokus pada nilai pasar atau *market value*. Rasio ini dapat mengindikasikan peluang investasi dan pertumbuhan yang baik (Lang dkk., 1989), dengan catatan nilai perusahaan pada rasio ini lebih besar dari satu ( $q > 1$ ). Tobin's Q dapat ditulis secara matematis sebagai berikut:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Total Nilai Pasar} + \text{Total Utang}}{\text{Total Aset}} \dots (2)$$

(Sudiyatno dan Puspitasari, 2010)

Keterangan:

Total utang = utang jangka pendek + utang jangka panjang

Total nilai pasar = harga saham beredar  $\times$  jumlah saham beredar.

Utang jangka pendek diukur dengan menggunakan rasio short-term debt to total assets. Handoo dan Sharma (2014) menjelaskan bahwa rasio ini menggambarkan bagaimana utang jangka pendek membiayai aset perusahaan. Penulisan matematika untuk rasio ini tercantum pada persamaan (3).

$$\text{STD} = \frac{\text{Short Term Debt}}{\text{Total Asset}} \dots (3)$$

(Dawar, 2014)

Struktur kepemilikan yang diuji pada penelitian ini adalah kepemilikan institusional. Kepemilikan ini memasukkan lembaga keuangan, seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dana pension, dan sebagainya (Ardianingsih dan Ardiyani, 2010). Selain itu, Shinta dan Ahmar (2011) menjelaskan

bahwa pencatatan nama perusahaan lain pada laporan tahunan suatu perusahaan dapat dikatakan kepemilikan institusional. Oleh karena itu, rumus matematis kepemilikan institusional adalah:

$$\text{INS} = \frac{\text{Jumlah Saham oleh Institusi/Perusahaan}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\% \dots (4)$$

(Ardianingsih dan Ardiyani, 2010; Shinta dan Ahmar, 2011)

Terdapat tiga model estimasi pada data panel, yaitu model *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Penentuan model ini tidak diambil secara acak, namun menggunakan uji chow untuk mengetahui model terbaik antara *common effect* dan *fixed effect*, sedangkan uji hausman untuk memilih model antara *fixed effect* dan *random effect*. Uji asumsi klasik dilakukan pula pada penelitian ini untuk mendeteksi apakah model estimasi yang digunakan telah memenuhi syarat BLUE (*best linear unbiased estimators*) sehingga tidak terjadi bias (Sriyana, 2014:37). Uji asumsi klasik tersebut antara lain uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

#### IV. HASIL ANALISIS

##### Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif penelitian untuk masing-masing variabel tertulis pada tabel di bawah ini:

Tabel 1.  
Analisis Deskriptif

	TOBIN'S Q	STD	INS
Mean	1.715322	0.313102	55.03891
Median	1.151865	0.294229	58.20000

Maximum	12.07145	1.163849	98.22000
Minimum	0.453951	0.000257	2.680000
Sd. Deviasi	1.726789	0.198231	24.07036

Sumber: EViews 9, Data Diolah Peneliti

Pertama, tabel di atas menampilkan rata-rata Tobin's Q sebesar 1.715322 dengan median 1.151865 dan standar deviasi 1.726789. Kedua, utang jangka pendek memiliki rata-rata sebesar 0.313102 dan median serta standar deviasi masing-masing sebesar 0.24229 dan 0.198231. Terakhir, kepemilikan institusional memiliki rata-rata 55.03891 dengan median dan standar deviasi sebesar 58.20000 dan 24.07036.

### Uji Hipotesis

Setelah melalui uji Chow dan uji Hausman, model yang tepat untuk menguji hipotesis-hipotesis yang telah ditentukan adalah model *fixed effect* atau FEM. Hasil regresi tersebut dapat dilihat pada Tabel 5 di bawah ini.

Tabel 2.  
Hasil Analisis Regresi Data Panel

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STD	4.727478	0.818520	5.775642	0.0000
INS	0.004676	0.011385	0.410676	0.6822
C	-0.028805	0.645692	-0.044610	0.9645
Adjusted R-Squared	0.717500			
F-Statistics	8.379876			
Prob. (F-Statistics)	0.000000			

Sumber: EViews 9, Data Diolah Peneliti

Dari tabel di atas, didapat model regresi sebagai berikut:

$$Q_{i,t} = -0.028805 + 4.727478 \text{ STD} + 0.004676 \text{ INS} + e... (5)$$

Berdasarkan hasil analisis, *short-term debt* memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap kinerja perusahaan. Nilai *p-value* yang lebih kecil dari derajat kebebasan ( $0.0000 < 0.05$ ) serta nilai koefisien yang positif (4.727478) membenarkan pernyataan sebelumnya, menjelaskan pula bahwa setiap kenaikan utang jangka pendek akan meningkatkan kinerja perusahaan. Hasil uji ini sesuai dengan teori *trade-off* yang mengatakan adanya pengaruh utang yang disebut memiliki sifat *tax deductible* terhadap kinerja perusahaan. Bunga yang diperoleh dari utang dapat menghemat beban pajak perusahaan. Tetapi, perlu diperhatikan bahwa pada tingkat utang tertentu dapat menyebabkan *financial distress* pada perusahaan sehingga perusahaan perlu menyeimbangkan tingkat utang dengan pemanfaatan terhadap pajak. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang diadakan oleh Salim dan Yadav (2012) serta Olokoyo (2013).

Berkebalikan dengan utang jangka pendek, kepemilikan institusional memiliki *p-value* yang lebih tinggi dari derajat kebebasan ( $0.6822 > 0.05$ ), namun nilai koefisien yang dimiliki positif (0.004676). Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q, mematahkan teori keagenan yang dicetus oleh Jensen dan Meckling. Teori keagenan menyatakan bahwa kepemilikan atau pengawasan oleh institusi mampu meningkatkan kinerja perusahaan. Tetapi, kondisi tersebut dapat terpatahkan lantaran pihak institusi

menjual kembali sahamnya jika kerja manajer stagnan (Ardianingsih dan Ardiyani, 2010). Hasil uji ini kemudian sesuai dengan penelitian oleh Ardianingsih dan Ardiyani (2010), Prasetyanto dan Chariri (2013), serta Ahmad dkk. (2017).

Secara bersama-sama, variabel utang jangka pendek dan struktur kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang diprosikan dengan Tobin's Q; dilihat dari nilai *p-value F-statistics* yang jauh lebih kecil dari 0.05 ( $0.0000 < 0.05$ ). Variabel-variabel dependen yang telah disebutkan sebelumnya dapat dijelaskan sebanyak 71.75% oleh variabel independen dan 28.25% sisanya dijelaskan oleh faktor luar selain variabel X; berdasarkan pada hasil uji koefisien determinasi (*R-squared*).

## V. SIMPULAN

Berdasarkan hasil uji yang telah dilakukan, diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Uji parsial menunjukkan bahwa struktur modal yang dihitung menggunakan short-term debt to total assets memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap kinerja perusahaan yang diwakilkan dengan Tobin's Q. Pengaruh yang signifikan dan positif menunjukkan bahwa setiap kenaikan utang jangka pendek akan meningkatkan pula kinerja perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi yang tercatat pada ISSI periode 2016-2018.
2. Struktur kepemilikan institusional, berdasarkan pada *t-test*, menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan terhadap Tobin's Q. Insignifikansi dengan arah yang positif, menandakan setiap penurunan kepemilikan institusional akan menurunkan tingkat kinerja perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi yang tercatat pada ISSI periode 2016-2018.
3. Hasil uji simultan pada penelitian ini menunjukkan pengaruh yang signifikan antara utang jangka pendek dan struktur kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi yang tercatat pada ISSI periode 2016-2018.

## Keterbatasan

Penelitian yang telah dilakukan masih ditemukan beberapa kekurangan, seperti sampel yang kurang meluas lantaran hanya menggunakan perusahaan-perusahaan yang tergolong sektor perdagangan, jasa, dan investasi, pun periode yang digunakan hanya sebatas tahun 2016 hingga 2018. Penelitian selanjutnya dapat melebarkan sampel dan periode, begitu juga dengan variabel struktur modal dan struktur kepemilikan yang hanya berpacu pada satu macam proksi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ardianingsih, A., & Ardiyani, K. (2010). Analisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. *Jurnal Pena*, 19(1), 97-109.



- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure, and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190-1206. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1108/MF-10-2013-0275>.
- Fachrudin, K. A. (2011). Analisis pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan, dan agency cost terhadap kinerja perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13(1), 37-46. <https://doi.org/10.9744/jak.13.1.37-46>
- Handoo, A., & Sharma, K. (2014). A Study on determinants of capital structure in India. *IIMB Management Review*, 26(3), 170-182. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2014.07.009>
- Harjito, D. A. (2011). Teori pecking order dan trade-off dalam analisis struktur modal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 15(2), 187-196. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol15.is2.art3>
- Kao, M. F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(1), 189-216. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2018-0144>.
- Sriyana, Jaka. (2014). *Metode regresi data panel (dilengkapi analisis kinerja bank syariah di Indonesia)*. Yogyakarta: Ekosiana.
- Sudiyatno, B., & Puspitasari, E. (2010). Tobin's Q dan Altman Z-Score sebagai indikator pengukuran kinerja perusahaan. *Kajian Akuntansi*, 2(1), 9-21.
- Sugiarto. (2009). *Struktur modal, struktur kepemilikan perusahaan, permasalahan keagenan & informasi asimetri*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Sugiyono. (2014). *Statistika untuk penelitian*. Bandung: Alfabeta.