

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Landasan Teori

1. Teori Kebijakan Hutang

a. Struktur Modal

Dalam suatu perusahaan terdapat tujuan utama yaitu untuk memaksimalkan keuntungan bagi pemegang saham dengan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan tentunya akan diikuti dengan keputusan struktur modal yang tepat oleh manajer keuangan.

Sedangkan menurut Brigham dan Houston (2001) dalam Kariputri (2012) “struktur modal yang ditargetkan merupakan bauran dari utang, saham preferen, dan saham biasa yang direncanakan perusahaan untuk menambah modal.” Weston dan Copeland (dalam Karinaputri 2012) menyatakan bahwa “struktur modal adalah kombinasi pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham untuk kegiatan pendanaan perusahaan”.

Hal yang sama disampaikan oleh Yusgiantoro (dalam Karinaputri, 2012) berpendapat bahwa yang dimaksud struktur modal adalah komposisi ekuitas dan pinjaman dalam pembiayaan proyek. Komposisi ekuitas dan pinjaman akan menghasilkan biaya modal rata-rata yang berbeda apabila komposisinya berbeda.

b. *Trade of Theory*

Dalam Myers (1984) balancing theory atau *trade off theory* (teori keseimbangan) yaitu menyeimbangkan manfaat perlindungan pajak dan pengorbanan (bunga) yang timbul sebagai akibat penggunaan utang oleh perusahaan. Dalam Brealey et.al (2007), teori *trade off* menyatakan bahwa manajer keuangan seharusnya meningkatkan utang sampai pada satu titik di mana nilai perlindungan pajak bunga tambahan hanya terimbangi oleh tambahan biaya masalah keuangan yang mungkin timbul.

c. *Signalling Theory*

Brigham dan Houston (2004) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan utang. Dengan kata lain, perilaku manajer dalam hal menentukan struktur modal, dapat dianggap sebagai sinyal oleh pihak luar (Mamduh, 2004).

d. *Pecking Order Theory*

Menurut Myers (1984) dalam Hanafi (2004), *pecking order theory* menyatakan bahwa “Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan

yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah.” Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dana.

Pada *Pecking Order Theory* mengatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal dari pada eksternal perusahaan. Penggunaan dana internal lebih didahulukan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal. Penggunaan sumber pendanaan eksternal oleh perusahaan dilakukan apabila sumber internal tidak mencukupi (Pithaloka, 2009).

Jadi, dalam teori ini ada kaitannya dengan profitabilitas, dimana semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, semakin rendah hutang yang digunakan. Ini menunjukkan perusahaan mengoptimalkan dana internal dari profitabilitas perusahaan untuk mengurangi resiko hutang seperti kebangkrutan.

Selain itu, teori ini juga berkaitan dengan likuiditas perusahaan, dimana dengan perusahaan semakin likuid, hal tersebut menandakan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang jangka pendeknya, sehingga akan cenderung menurunkan total hutangnya. Hal tersebut sejalan dengan teori *pecking order*, yang mana dengan ditetapkannya urutan keputusan pendanaan, yaitu para manajer pertama kali akan

memilih menggunakan laba ditahan, hutang dan terakhir penerbitan saham (Mamduh, 2004).

e. *Agency Theory*

Teori agensi adalah suatu teori yang menjelaskan adanya konflik antara manajemen dan pemegang saham. Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah pada saat pihak-pihak yang bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda. Para pemegang saham berharap manajemen bertindak atas kepentingan mereka sehingga perusahaan dapat meningkat nilai sekaligus memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Sedangkan para manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraan bagi para manajer sendiri. Dengan demikian muncullah konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Penyebab konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pendanaan (Nuswandari, 2013).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Sheisarvian, dkk (2015) hubungan keagenan muncul ketika seseorang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain demi melakukan suatu pekerjaan sesuai dengan kepentingan prinsipal dimana mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan pendanaan. Dalam teori agensi ini prinsipal diartikan sebagai pemegang saham dan agen sebagai manajemen yang mengelola perusahaan.

Prinsip utama teori ini adalah adanya kontrak kerjasama antara agen dengan prinsipal, dimana agen diberikan wewenang penuh untuk mengelola asset ekonomis prinsipal guna mencapai kemakmuran (Astuti, 2014).

Salah satu hipotesis dalam teori tersebut mengemukakan bahwa manajemen dalam mengelola perusahaan cenderung akan mementingkan kepentingan pribadinya karena adanya *asymetri information* dengan prinsipal. Salah satu upaya yang dapat dilakukan untuk mengurangi tindakan oportunistik manajer adalah melalui diversifikasi struktur kepemilikan (Astuti, 2014).

Dapat disimpulkan, bahwa teori agensi merupakan konflik yang terjadi antara pemegang saham dengan para manajemen suatu perusahaan yang ditimbulkan karena adanya perbedaan kepentingan antara mereka.

2. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Dimana kebijakan hutang merupakan salah satu bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Selain itu kebijakan hutang perusahaan

juga berfungsi sebagai mekanisme monitoring terhadap tindakan manajer yang dilakukan dalam pengelolaan perusahaan (Pithaloka, 2009).

Menurut Syadeli (2013) kebijakan hutang merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan.

Kebijakan hutang merupakan salah satu alternatif pendanaan perusahaan selain menjual saham di pasar modal. Ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap kemudahan perusahaan dalam memperoleh hutang. Perusahaan besar memiliki aktiva yang besar yang dapat dijaminkan dalam sumber pendanaan. Sehingga ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap akses perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan. Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Mogdiliani dan Miller dalam Brigham, 1999). Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil dari pada biaya yang ditimbulkannya (Elva, 2012).

Di samping itu, keputusan pendanaan melalui hutang mempunyai batasan sampai seberapa besar dana yang akan dipinjam perusahaan. Biasanya ada standar rasio tertentu untuk menentukan rasio hutang tertentu yang tidak boleh dilampaui. Jika rasio hutang melewati standar ini, maka biaya akan meningkat dengan cepat, dan hal tersebut akan mempengaruhi

struktur modal perusahaan. Perusahaan yang menggunakan semakin banyak hutang maka akan meningkatkan beban bunga dan pokok pinjaman yang harus dibayar. Hal ini memperbesar kemungkinan perusahaan menghadapi default, yaitu tidak dapat memenuhi kewajiban pembayaran hutang pada waktunya akibat kewajiban yang semakin besar (Pithaloka, 2009).

Jadi, dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang adalah keputusan pendanaan yang atau keputusan pengambilan hutang dimana sebelum mengambil keputusan hutang ada hal-hal yang harus diperhatikan, agar keputusan hutang yang diambil perusahaan tepat dan menghindari dari kebangkrutan perusahaan.

3. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola (Boediono, 2005). Para pemegang saham yang mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan disebut sebagai kepemilikan manajerial (*managerial ownership*). Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan. Kepemilikan manajerial juga dapat diartikan sebagai persentase saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur perusahaan pada akhir tahun untuk masing-masing periode pengamatan.

Kepemilikan manajerial ada kaitannya dengan kebijakan hutang, dimana kepemilikan manajerial berperan mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering

disebut *bonding mechanism* (Diana dan Irianto, 2008 dalam Yuniarti 2013). *Bonding mechanism* adalah usaha menyamakan kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajemen melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan. Kepemilikan manajerial yang meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen lebih terikat dengan kekayaan perusahaan, oleh sebab itu manajemen akan berusaha dalam mengurangi risiko kehilangan kekayaannya (Diana dan Irianto, 2008 dalam Yuniarti 2013).

Cara yang ditempuh adalah mengurangi *financial risk* perusahaan melalui penurunan tingkat hutang. Selain itu meningkatnya kepemilikan manajerial dapat mensejajarkan kepentingan para manajer dengan kepentingan *outside shareholders* dan mengurangi penggunaan hutang secara optimal sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan (Diana dan Irianto 2008 dalam Yuniarti 2013). Meningkatnya kepemilikan oleh manajerial akan mengurangi tingkat hutang yang diambil oleh perusahaan.

Maka dapat disimpulkan bahwa, kepemilikan manajerial adalah pemegang saham yang memiliki peranan manajemen di perusahaan tersebut. Selain itu, kepemilikan manajerial berperan mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan.

5. Kepemilikan Institusional

Menurut Nisa (2017) Kepemilikan Institusional merupakan kondisi dimana institusi memiliki saham suatu perusahaan. Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan

seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun dan *asset management*. Menurut Widiastuti (2013), kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh lembaga dari eksternal.

Kepemilikan institusi memiliki peran penting untuk mengurangi konflik keagenan karena mereka memiliki dorongan untuk memonitor aktivitas yang dilakukan manajer untuk melindungi investasinya (Rahmawati, 2012 dalam Astuti 2014). Oleh karena itu, dengan semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional, *voting power* dan pengaruh mereka terhadap kebijakan-kebijakan manajer menjadi semakin kuat.

Jadi, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi atau lembaga atau perusahaan. Selain itu, kepemilikan institusional juga berperan penting dalam mengurangi konflik keagenan.

6. Profitabilitas

Syadeli (2013) berpendapat profitabilitas juga menentukan dalam mengambil keputusan tentang kebijakan hutang yang akan diambil dalam perusahaan. Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi umumnya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit karena dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi perusahaan dapat melakukan permodalan dengan laba ditahan saja. Profitabilitas merupakan suatu indikator kinerja yang dilakukan

manajemen dalam mengelola kekayaan perusahaan yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan.

Sedangkan menurut Sartono (2001) berpendapat bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri.

Menurut Weston dan Brigham (1990), perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal. Dengan kata lain, perusahaan dengan laba ditahan yang besar, akan menggunakan laba ditahan terlebih dahulu sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang. Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Hanafi, 2004).

Jadi, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dengan keahliannya mengelola semua sumber daya yang dimiliki.

7. Likuiditas

Menurut (Andina, 2013) likuiditas merupakan tingkat kemampuan suatu aktiva financial berubah menjadi kas atau sebaliknya pada setiap saat yang diperlukan dengan kerugian yang paling minimum. Perusahaan

dikatakan likuid jika dapat memenuhi kewajibannya pada saat jatuh tempo.

Rasio likuiditas, mengukur kemampuan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka pendek tepat pada waktunya. Likuiditas diartikan sebagai kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang harus segera dibayar (Hanafi, 2004).

Rasio tersebut menunjukkan sampai sejauh mana tagihan – tagihan jangka pendek dari para kreditor dapat dipenuhi dengan aktiva yang diharapkan akan dikonversi menjadi uang tunai dalam waktu dekat (Weston dan Brigham, 1998). Perusahaan yang tidak likuid akan memberikan dampak buruk bagi keuangan perusahaan karena hutang yang tidak bisa dibayar semakin lama akan semakin menumpuk baik pinjaman pokok ataupun bunganya. Hal ini juga dapat memberikan penilaian yang buruk dari kreditor. Jadi semakin likuid suatu perusahaan, berarti mempunyai kemampuan membayar hutang jangka pendek, sehingga cenderung akan menurunkan total hutangnya.

Jadi likuiditas merupakan tingkat kemampuan suatu aktiva financial berubah menjadi kas atau sebaliknya pada setiap saat yang diperlukan dengan kerugian yang paling minimum. Perusahaan dikatakan likuid jika dapat memenuhi kewajibannya pada saat jatuh tempo.

B. Kajian Pustaka

Penelitian tentang kebijakan hutang telah banyak dilakukan. Penelitian yang mendukung adalah (Zulfia, 2013) melakukan penelitian mengenai

“Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Pertumbuhan Perusahaan, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2010). Hasil analisis data atau hasil regresi penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Astuti (2014) memiliki hasil penelitian yang berbeda. Judul penelitiannya adalah “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan di Indonesia”. Hasil penelitiannya adalah Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sedangkan profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Syadeli (2013) dengan melakukan penelitian dengan judul penelitiannya “Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Bursa Efek Indonesia”. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa Struktur Kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Nuraina (2012) dengan judul penelitian “Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang”. Hasil

penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan”.

Makaryanawati dan Mamdy (2009) meneliti “Pengaruh antara *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan”. Hasil penelitiannya adalah variabel *free cash flow*, kepemilikan institusional dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel kebijakan hutang. Variabel struktur aktiva berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan variabel kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian lain oleh Narita (2012) yang meneliti “Analisis Kebijakan Hutang” menunjukkan hasil penelitiannya bahwa ukuran perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan hutang. Likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan Institusional tidak mempengaruhi kebijakan hutang, profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang, dan *free cash flow* tidak mempengaruhi kebijakan hutang

Penelitian oleh Larasati (2011) dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang”. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap

kebijakan hutang, dan kebijakan deviden memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Murtiningtyas (2012), melakukan penelitian dengan judul “Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang”. Hasil penelitiannya menunjukkan kebijakan deviden, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan profitabilitas dan resiko bisnis berpengaruh negatif dengan kebijakan hutang.

Sheisarvian, dkk (2015) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen Dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2010-2012). Hasil penelitiannya menunjukkan hasil yang berbeda dengan Murtiningtyas, dimana variabel kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Yuniarti (2013) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Dividen, Profitabilitas Dan Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang”. Hasil penelitian ini menunjukkan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang sementara kepemilikan manajerial, dividen, dan struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Susanti (2013) penelitiannya dengan judul “Pengaruh Likuiditas, Kebijakan Dividen, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang

Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2013). Hasil penelitiannya menunjukkan variabel likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan variabel kebijakan dividen, struktur aset, ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Karinaputri (2012), melakukan penelitian dengan judul “Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2010). Hasil penelitiannya adalah terdapat tiga variabel independen yaitu kepemilikan institusional, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan yang berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Satu variabel lainnya yaitu kebijakan dividen menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pithaloka (2009), dengan judul penelitian “Pengaruh Faktor-Faktor Intern Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang: dengan Pendekatan *Pecking Order Theory*”. Hasil penelitiannya adalah variabel Kepemilikan Manajerial dan Pertumbuhan Penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap variabel kebijakan hutang.

Wahidahwati (2002) meneliti tentang “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan dengan menggunakan Perspektif *Theory Agency*”. Hasil penelitiannya

menunjukkan bahwa variabel Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Intusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang.

Desmintari dan Yetty (2016) melakukan penelitian dengan judul “*Effect of Profitability, Liquidity and Assets Structure on The Company Debt Policy*”. Memperoleh bahwa hasil penelitiannya profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang sedangkan Sstruktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Paydar dan Bardai (2012) melakukan penelitian dengan judul “*Leverage Behavior of Malaysian Manufacturing Companies A Case Observation of The Industrial Sector’s Companies in Bursa Malaysia*”. Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang. Sedangkan *tangibility* positif signifikan. Selain itu ukuran perusahaan, risiko, dan pertumbuhan perusahaan tidak signifikan terhadap hutang.

Sementara menurut Sabir dan Malik (2012) melakukan penelitian dengan judul *Determinants of Capital Structure A Study of Oil and Gas Sector of Pakistan* memperoleh hasil bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Dari penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu. Peneliti menemukan hasil penelitian yang berbeda sehingga terjadi inkonsistensi hasil penelitian. Selain itu, peneliti terdahulu juga hanya berfokus dengan menggunakan *Agency Theory*, sedangkan mengenai likuiditas dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang menggunakan *Pecking Order Theory*,

dimana teori ini menyatakan “Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah”. Selain itu penelitian ini merupakan penelitian yang menggunakan indeks yang berbeda dengan indeks-indeks yang digunakan penelitian sebelumnya, dimana indeks yang digunakan yaitu Indeks Saham Syariah Indonesia.

C. Kerangka Teori dan Perumusan Hipotesis

1. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola (Boediono, 2005). Perusahaan merupakan titik temu dari hubungan agensi antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajemen perusahaan (agen) dimana masing-masing pihak berusaha untuk memaksimalkan kegunaannya (Sheisarvian dkk, 2015).

Berdasarkan teori agensi menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Sheisarvian, dkk (2015) salah satu cara untuk memperkecil kemungkinan adanya konflik dalam perusahaan akibat agen dan *principal* adalah dengan cara memperbesar kepemilikan manajerial. Dengan memperbesar kepemilikan manajerial akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Semakin besar kepemilikan manajerial maka penggunaan hutang akan semakin menurun.

Sebagaimana yang dilakukan oleh Sheisarvian, dkk (2015) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial,

Kebijakan Dividen dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2010-2012). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Sedangkan penelitian yang dilakukan Wahidahwati (2012) memperoleh hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Oleh karena itu, hipotesis dari penelitian ini:

H_1 = Kepemilikan Manajerial (INSDR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang

2. Kepemilikan Institusional

Widiastuti (2013) kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh lembaga dari eksternal. Menurut Karunaputri (2012) berdasarkan teori agensi yang menjelaskan dimana suatu hubungan antara *principal* (pemegang saham) dan *agen* (manajer) dapat dilihat kekuatan pada kepemilikan institusionalnya. Ketika suatu perusahaan dikuasai oleh institusional investor dalam jumlah yang besar maka akan menimbulkan adanya kekuasaan yang besar pada institusional investor tersebut. Kekuasaan yang besar pada kepemilikan institusional ini akan mengakibatkan munculnya kontrol yang ketat terhadap manajer, oleh sebab itu tindakan pencarian pendanaan perusahaan oleh pihak eksternal yaitu berupa hutang akan semakin ditekan dan dikendalikan.

Menurut penelitian Karina (2012) dengan judul “Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2010). Hasil penelitiannya adalah variabel kepemilikan institusional berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang.

Selain itu, penelitian oleh Makaryanawati dan Mamdy (2009) meneliti “Pengaruh antara Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan”. Hasil penelitiannya kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel kebijakan hutang.

Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2012) yaitu kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H_2 = Kepemilikan Institusional (INST) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang.

3. Profitabilitas

Syadeli (2013) berpendapat profitabilitas juga menentukan dalam mengambil keputusan tentang kebijakan hutang yang akan diambil dalam perusahaan. Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Perusahaan dengan tingkat

profitabilitas yang tinggi umumnya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit karena dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi perusahaan dapat melakukan permodalan dengan laba ditahan saja.

Menurut Myers (1984) dalam Hanafi (2004), *pecking order theory* menyatakan bahwa “Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dana.

Sebagaimana penelitian tentang faktor-faktor untuk mengetahui pengaruhnya terhadap kebijakan hutang telah banyak dilakukan. Penelitian yang mendukung adalah (Zulfia, 2013) melakukan penelitian mengenai “Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Pertumbuhan Perusahaan, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2010). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian lain Paydar dan Bardai (2012) dengan judul “*Leverage Behavior of Malaysian Manufacturing Companies A Case Observation of The Industrial Sector’s Companies in Bursa Malaysia*”. Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang.

Sedangkan penelitian oleh Makaryanawati dan Mamdy (2009) meneliti “Pengaruh antara *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan”. Hasil penelitiannya adalah profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel kebijakan hutang. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis bahwa :

$H_3 =$ Profitabilitas (ROA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang

4. Likuiditas

Rasio likuiditas, mengukur kemampuan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka pendek tepat pada waktunya (Agus, 2009). Likuiditas diartikan sebagai kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang harus segera dibayar (Hanafi, 2004). Semakin likuid suatu perusahaan, berarti mempunyai kemampuan membayar hutang jangka pendek, sehingga cenderung akan menurunkan total hutangnya.

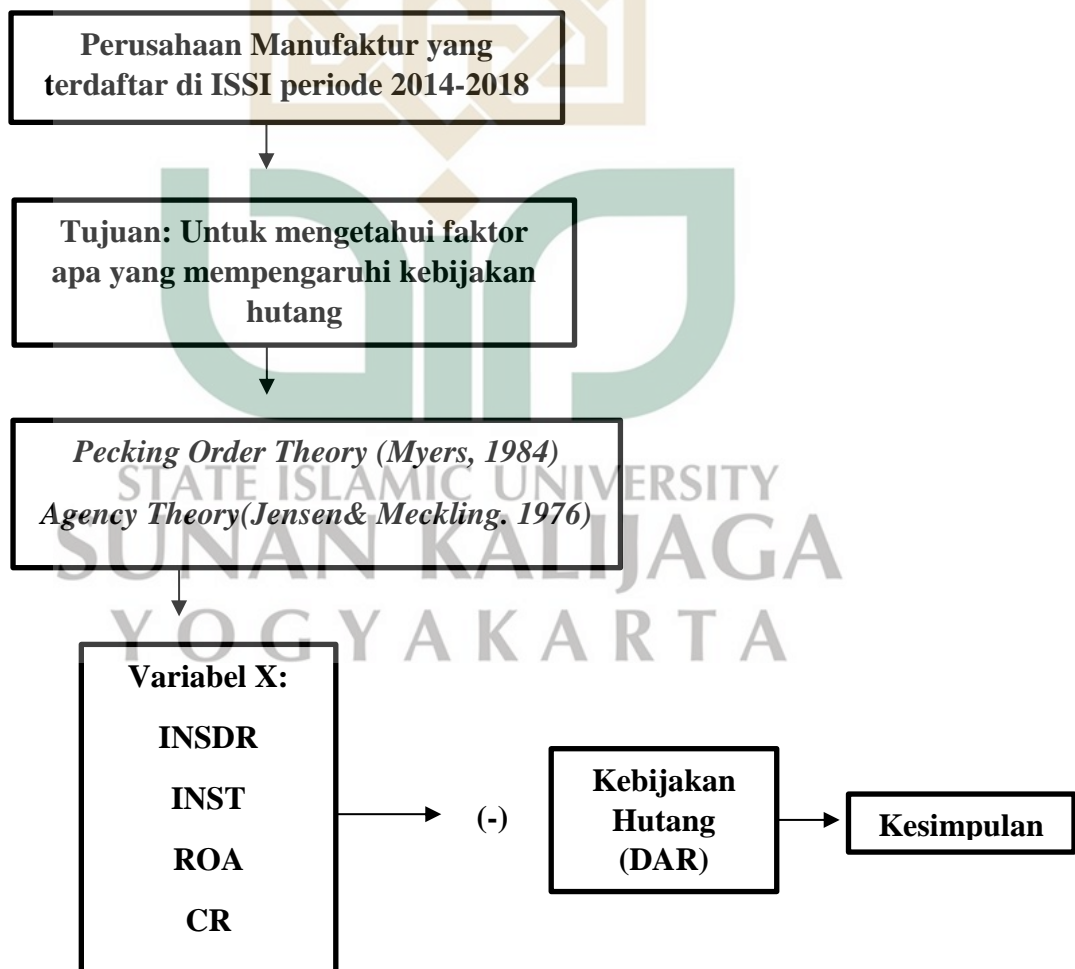
Sesuai dengan teori *Pecking Order* yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Hanafi, 2004).

Sesuai dengan hasil penelitian oleh Narita (2012) yang meneliti “Analisis Kebijakan Hutang” menunjukkan hasil penelitiannya bahwa likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian lain oleh Paydar dan Bardai (2012) melakukan penelitian dengan judul “*Leverage Behavior of Malaysian Manufacturing Companies A Case Observation of The Industrial Sector’s Companies in Bursa Malaysia*”. Hasil penelitian menunjukkan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H_4 = Likuiditas (CR) berpengaruh negatif dan Signifikan terhadap kebijakan hutang.

D. Kerangka Pemikiran



BAB III

METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian dan Sumber Data

1. Jenis Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang menekankan analisisnya pada data-data angka (*numerical*) dimana diolah dengan metode statistika. Data kuantitatif adalah jenis data yang diukur secara langsung, dimana berupa informasi serta penjelasan dalam bentuk bilangan atau berbentuk angka (Sugiyono, 2010).

2. Sumber Data

Sumber data penelitian ini menggunakan data sekunder. Menurut Sekaran (2001) data sekunder merupakan data yang mengacu pada informasi yang dikumpulkan dari sumber yang telah ada. Sumber data sekunder merupakan catatan atau dokumentasi perusahaan, publikasi pemerintah, analisis industri oleh media, situs Web, internet dan seterusnya.

Pada penelitian ini, data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan tahunan (*annual report*) perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang diperoleh dari website resmi dari masing-masing perusahaan.

B. Populasi dan Sampel

Populasi dapat diartikan sebagai wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang memiliki kualitas atau karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulan (Sugiyono,1999). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI tahun 2014-2018.

Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut (Sugiyono, 1999). Pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Purpossive Sampling* artinya sampel dipilih agar dapat mewakili populasinya. Sampel dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI tahun 2014-2018 dengan kriteria:

1. Perusahaan merupakan kelompok industri manufaktur di ISSI yang tercatat sampai dengan tahun 2018.
2. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan auditan dengan tahun buku yang berakhir pada 31 Desember antara periode tahun 2014 sampai dengan 2018.
3. Menerbitkan laporan keuangan dalam Rupiah.
4. Memiliki data yang dibutuhkan.

C. Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Menurut Indriantoro & Supomo (2014) data sekunder adalah sumber data penelitian yang diperoleh secara tidak langsung atau melalui media perantara. Data yang akan

digunakan dalam penelitian ini adalah data panel yang merupakan data *cross section* tahun perusahaan yang terdaftar di ISSI tahun 2014-2018.

Metode pengumpulan data yang berupa variabel Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Profitabilitas, Likuiditas, dan Kebijakan Hutang diperoleh dengan cara mengutip secara langsung dari Laporan Keuangan Perusahaan Manufaktur yang tercatat di ISSI tahun 2014-2018. Data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan yang *listing* di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2014-2018. Data tersebut diperoleh dari website resmi Indeks Saham Syariah dan website perusahaan.

D. Definisi Operasional Variabel

1. Variabel Penelitian

a) Variabel Dependen

Variabel Dependen (Variabel Y) adalah variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel yang lain. Variabel yang dijelaskan/dipengaruhi oleh variabel independen. Variabel dalam penelitian ini adalah Kebijakan Hutang (DAR).

b) Variabel Independen

Variabel Independen (Variabel X) adalah variabel yang diduga sebagai sebab di variabel independen dalam penelitian ini yaitu Kepemilikan Manajerial (INSDR), Kepemilikan Institutional (INST), Profitabilitas (ROA), dan Likuiditas (CR).

Pada penelitian ini, nilai perusahaan diukur dengan *price to book value* (PBV). Penggunaan PBV sebagai proksi nilai perusahaan telah digunakan oleh Martikarini (2011), Sidharta dan Santosa (1998) dan Sunarsih (2012). PBV dihitung berdasarkan perbandingan antara harga per lembar saham dengan nilai buku ekuitas per lembar saham (Murhadi, 2009). Peneliti memilih rasio penilaian ini dikarenakan PBV dianggap lebih melihat pada keadaan/kondisi sebenarnya dari sebuah perusahaan karena melihat dari sisi modal. Investor akan lebih menghargai apa yang terlihat di dalam laporan keuangan. Selain itu, PBV tidak membicarakan tentang resiko investasi maupun lama waktu pembayaran *return*.

Dalam penelitian ini, harga per lembar saham diambil dari harga saham penutupan, sebagai informasi terbaru harga saham pada masing-masing tahun pengamatan. Sedangkan nilai buku ekuitas per lembar saham diambil dari perhitungan *book value* perusahaan, yaitu perbandingan antara total ekuitas dan jumlah saham beredar yang terdapat pada laporan keuangan. Sehingga PBV diformulasikan sebagai berikut.

$$PBV = \frac{\text{harga saham penutupan}}{\text{nilai buku perusahaan}}$$

2. Definisi Operasional

a). Kebijakan Hutang (DAR)

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga

dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Selain itu kebijakan hutang perusahaan juga berfungsi sebagai mekanisme monitoring terhadap tindakan manajer yang dilakukan dalam pengelolaan perusahaan (Pithaloka, 2009). Dalam penelitian ini, ukuran *debt ratio* merupakan proxy dari kebijakan hutang. Dengan rumus :

$$Debt\ Ratio(DAR) = \frac{Hutang}{Total\ Ekuitas}$$

b). Kepemilikan Manajerial (INSDR)

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola (Boediono, 2005). Hal ini dapat dihitung dengan menggunakan persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi). Dapat dihitung dengan rumus:

$$INSDR_{it} = \frac{D \& C\ SHRS_{it}}{Total\ SHRS_{it}}$$

Keterangan :

$INSDR_{it}$ = Kepemilikan Manajerial i pada tahun t.

$D \& C\ SHRS_{it}$ = Kepemilikan saham oleh manajer, direksi, komisaris, dan dewan

$Total\ SHRS_{it}$ = Jumlah total saham biasa perusahaan yang beredar

c). Kepemilikan Institusional (INST)

Kepemilikan Institutional yaitu proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional dalam suatu perusahaan (Masdupi, 2005).

Hal ini dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$$

d). Profitabilitas (ROA)

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan meningkatkan laba perusahaan. Dalam penelitian ini *Return On Assets* merupakan proxy penelitian. Dengan rumus:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba sebelum pajak}}{\text{Rata-rata Total Assets}}$$

e). Likuiditas (CR)

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek perusahaan. Dalam penelitian ini *Current Ratio* merupakan proxy penelitian. Dengan rumus :

$$\text{CR} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}}$$

E. Teknik Analisis Data

1. Uji Asumsi Klasik

- a.) Uji Normalitas, menurut Ghozali (2005) uji normalitas data dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah sampel yang diambil telah

memenuhi kriteria sebaran atau distribusi normal. Dalam uji normalitas, apabila probabilitasnya diatas 0.05 maka data tersebut terdistribusi normal.

2. Estimasi Regresi Data Panel

Regresi data panel adalah regresi yang menggunakan panel atau data pool yang merupakan kombinasi dari data time series dan data cross section (Suliyanto, 2011). Tahapan regresi panel harus melalui tahapan penentuan estimasi model yang tepat. Estimasi model data panel dapat dilakukan melalui tiga pendekatan yaitu *common effect model*, *fixed effect model*, dan *random effect model*.

- a. *Common Effect*. *Common effect* adalah teknik estimasi panel data yang paling sederhana. Model ini dilakukan dengan mengkombinasikan data *time series* dan *cross section* tanpa melihat perbedaan antar waktu dan individu dengan metode OLS (*Ordinary Least Square*) untuk mengestimasi model data panel.
- b. *Fixed Effect*. Pendekatan dalam model atau teknik ini mengasumsikan bahwa *intersep* dari setiap individu adalah berbeda sedangkan *slope* antar individu adalah tetap (sama). Teknik ini menggunakan variabel *dummy* untuk menangkap adanya perbedaan *intersep* antar individu. Model estimasi ini sering disebut dengan teknik *Least Squares Dummy Variables* (LSDV).
- c. *Random Effect*. Pendekatan ini mengasumsikan bahwa setiap perusahaan yang memiliki perbedaan *intersep*, dimana *intersep* tersebut merupakan

variabel *random* atau *stokastik*. Teknik ini memperhitungkan bahwa gangguan mungkin saja masih mempunyai korelasi sepanjang *cross section* dan *time series*. Metode yang tepat digunakan untuk mengestimasi model *random effect* adalah *Generalized Least Square (GLS)*.

3. Pemilihan Teknik Estimasi Regresi Data Panel

Pemilihan teknik regresi data panel harus menentukan model yang paling tepat untuk melakukan penelitian. Untuk dapat memilih model mana yang akan digunakan dalam penelitian, menentukan model yang terbaik dapat dilakukan dengan tiga pengujian :

a. Uji *Chow* (Uji Signifikansi *Fixed Effect*)

Uji *Chow* digunakan untuk mengetahui model yang terbaik antara *fixed effect* dibanding dengan *common effect* dengan melihat *Residual Sum of Squares (RSS)*. Hipotesis dalam uji *Chow* adalah:

H_0 : *Common Effect Model* atau *pooled PLS*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Jika nilai probabilitas *cross-section* F lebih besar daripada α (tingkat signifikansi), maka H_0 ditolak. Nilai F dapat dicari menggunakan aplikasi

EViews 9.

b. Uji *Lagrange Multiplier*

Uji *Lagrange Multiplier* (LM) digunakan untuk menentukan manakah model yang tepat antara CEM dan REM. Dalam uji ini, metode yang digunakan adalah metode *Breusch-Pagan*. Adapun hipotesisnya yang digunakan sebagai berikut:

$H_0 = \text{CEM}$

$H_1 = \text{REM}$

Jika nilai *both* pada *Breusch-Pagan* lebih besar daripada nilai tingkat signifikansinya, maka H_0 diterima. Uji *Hausman* (Uji Signifikansi *Fixed Effect* atau *Random Effect*)

c. Uji *Hausman*

Uji *Hausman* dilakukan untuk membandingkan atau memilih model mana yang terbaik antara *fixed effect* dan *random effect*. Uji *Hausman* didasarkan pada ide bahwa kedua metode OLS dan GLS konsisten, tetapi OLS tidak efisien dalam H_0 . Statistic uji *Hausman* mengikuti distribusi statistik *chi square* dengan *degree of freedom* sebanyak k dimana k adalah jumlah variabel independen. Jika nilai statistik *Hausman* lebih besar daripada nilai kritisnya, maka model yang baik digunakan model *fixed effect*, sedangkan jika nilai statistik *Hausman* lebih kecil daripada nilai kritisnya, maka model yang tepat digunakan adalah model *random effect*.

F. Pengujian Hipotesis

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *Goodness of Fit*. Secara statistik, setidaknya uji hipotesis ini dapat diukur dari nilai koefisien determinasi, nilai uji F dan uji t. perhitungan statistik disebut signifikan secara statistik apabila hasil ujinya berada pada daerah H_0 ditolak. Sebaliknya, perhitungan tidak signifikan apabila hasil ujinya berada dalam daerah H_0 diterima (Ghozali, 2011).

1. Uji Simultan (Uji F)

Zuhriah (2011) menjelaskan bahwa pada dasarnya uji statistik F menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen atau terikat. Taraf signifikansi yang diizinkan dalam Uji F untuk penelitian sosial adalah $\alpha = 0,05$ atau tingkat kepercayaan 95%. Jika nilai signifikansi $< 0,05$, maka H_a diterima, artinya variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen.

Uji F ini dilakukan guna mengetahui pengaruh antara variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini secara bersama-sama. Uji F ini dilakukan dengan membandingkan hasil uji dengan nilai signifikansi α sebesar 0,05 (Ghozali, 2011). Pengambilan keputusan:

Jika $F_{hitung} \leq F_{tabel}$, maka H_0 diterima

Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka H_0 ditolak

Pengambilan keputusan berdasar signifikansi:

Jika signifikansi $> \alpha$ maka H_0 diterima

Jika signifikansi $\leq \alpha$ maka H_0 ditolak

2. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel-variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2011).

Misalkan R^2 menunjukkan angka 0,65 maka dapat ditarik kesimpulan bahwa pada penelitian ini, variabel independen mempengaruhi variabel dependen sebesar 65%. Sedangkan sisanya sebesar 35% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak ada dalam penelitian.

3. Uji Parsial (Uji T)

Uji Statistik t, bertujuan untuk melakukan pengujian secara parsial. Langkah yang perlu ditempuh yaitu:

- a) Menyusun hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_1)

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$ (diduga variabel independen secara parsial tidak mempengaruhi variabel dependen).

$H_1 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 \neq 0$ (diduga variabel independen secara parsial mempengaruhi variabel dependen).

b) Menetapkan kriteria pengujian

Tolak H_0 jika angka signifikansi lebih kecil dari $\alpha = 5\%$

Terima H_0 jika angka signifikansi lebih besar dari $\alpha = 5\%$

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Deskripsi Obyek Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur. Sedangkan populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia. Data yang digunakan berasal dari *annual report* yang diakses melalui website masing-masing perusahaan. Metode penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, dengan menggunakan kriteria-kriteria yang telah ditentukan. Berdasarkan metode tersebut, perusahaan manufaktur yang terpilih untuk menjadi sampel penelitian sebanyak 25 perusahaan dengan 125 pengamatan yang diperoleh dari perkalian antara jumlah perusahaan manufaktur dengan periode tahun pengamatan.

Tabel 4.1

Penyeleksian Sampel Penelitian

| No | Keterangan | Jumlah Perusahaan |
|----|---|-------------------|
| 1 | Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di ISSI | 89 |
| 2 | Perusahaan yang tidak konsisten menyajikan laporan keuangan selama periode 2014-2018 | (31) |
| 3 | Perusahaan yang tidak menyajikan data kebijakan hutang dalam periode penelitian | (0) |
| 4 | Perusahaan yang tidak menyajikan data kepemilikan manajerial dalam periode penelitian | (33) |

| | | |
|---|---|-----|
| 5 | Perusahaan yang tidak menyajikan data tentang profitabilitas dalam periode penelitian | (0) |
| 6 | Perusahaan yang tidak menyajikan data tentang likuiditas dalam periode penelitian | (0) |
| | Total sampel penelitian | 25 |
| | Total pengamatan (25 x 5) | 125 |

B. Hasil Uji Instrumen Penelitian

1. Hasil Statistik Deskriptif

Analisis dalam statistik deskriptif merupakan analisis yang digunakan demi menjelaskan variabel-variabel dalam penelitian yang terdiri dari variabel independen (bebas) dan variabel dependent (terikat). Analisis deskriptif memperlihatkan ukuran *numeric* seperti yang pertama nilai minimum, kedua nilai maksimum, ketiga *mean* dan yang terakhir standar deviasi di setiap variabel. Analisis ini dilakukan dengan aplikasi *EViews* 10. Berdasarkan hasil statistik deskriptif untuk variabel independen terdapat kebijakan hutang (DAR), variabel dependen seperti kepemilikan manajerial (INSDR), kepemilikan intitusional (INST), profitabilitas (ROA) dan likuiditas (CR) yang dapat dilihat pada tabel berikut:

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

Tabel 4.2 Hasil Statistik Deskriptif

| | DAR | INSDR | INST | ROA | CR |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Mean | 0.414322 | 0.083691 | 0.670956 | 0.160301 | 2.273841 |
| Median | 0.420000 | 0.011278 | 0.684200 | 0.053000 | 1.742100 |
| Max | 0.840000 | 0.732031 | 0.960900 | 4.210000 | 9.620000 |
| Min | 0.001900 | 0.000000 | 0.016280 | 0.000200 | 0.606000 |
| Std.Dev. | 2.381928 | 0.140423 | 0.182198 | 0.476364 | 1.535099 |

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Berdasarkan tabel di atas, DAR menghasilkan nilai rata-rata 0.414322 dimana nilai tengahnya 0.420000 serta standar deviasi DAR 2.381928, hal tersebut memperlihatkan bahwa terdapat perbedaan nilai pada DAR yang diteliti dengan rata-ratanya senilai 2.381928 dari 25 perusahaan manufaktur yang menjadi obyek penelitian. Nilai DAR terendah adalah 0.001900 dari PT Sumi Indo Kabel Tbk tahun 2016. Nilai tertinggi sebesar 0.840000 berasal dari Mulia Indutrindo Tbk tahun 2014.

INSDR menghasilkan nilai rata-rata yaitu 0.083691 dimana nilai tengahnya 0.011278 serta standar deviasi INSDR 0.140423, hal tersebut memperlihatkan bahwa terdapat perbedaan nilai pada yang diteliti dengan rata-ratanya senilai 0.140423 dari 25 perusahaan manufaktur yang menjadi obyek penelitian. Nilai yang paling rendah yaitu 0.000000 dari PT Kimia Farma Tbk tahun 2014. Nilai paling tinggi yaitu 0.732031 berasal dari PT Barito Pacific Tbk tahun 2018.

INST menghasilkan nilai rata-rata yaitu 0.670956 dimana nilai tengahnya sebesar 0.684200 serta standar deviasi INST 0.182198, hal tersebut memperlihatkan bahwa terdapat perbedaan nilai pada yang diteliti dengan rata-ratanya senilai 0.182198. Nilai yang paling rendah yaitu 0.016280 dari PT Barito Pacific Tbk tahun 2018. Nilai yang paling tinggi yaitu 0.960900 dari PT Sekar Laut Tbk tahun 2014.

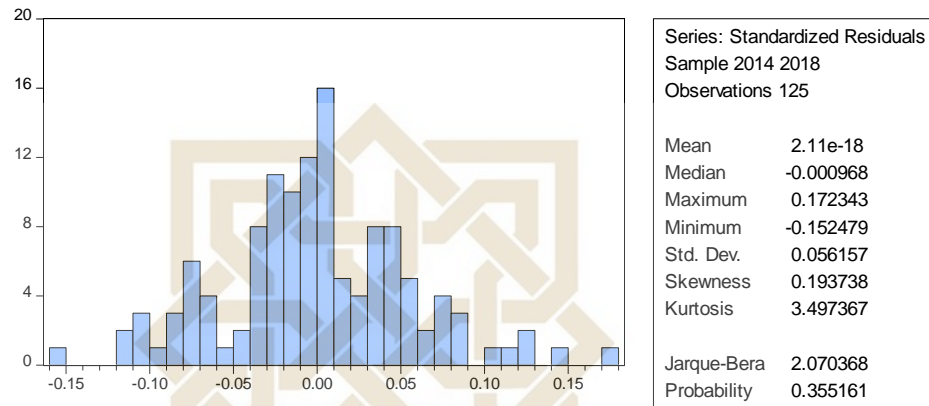
ROA menghasilkan nilai rata-rata yaitu 0.160301 dengan nilai tengahnya sebesar 0.053000 serta standar deviasi ROA 0.476364, hal tersebut memperlihatkan bahwa terdapat perbedaan nilai pada yang diteliti dengan rata-ratanya senilai 0.476364. Nilai yang paling rendah yaitu 0.000200 dari PT Sumi Indo Kabel Tbk tahun 2017. Nilai yang paling tinggi yaitu 4.210000 dari PT Sunson Textile Manufacturer Tbk tahun 2017.

CR menghasilkan nilai rata-rata yaitu 2.273841 dengan nilai tengahnya sebesar 1.742100 serta standar deviasi ROA 1.535099, hal tersebut memperlihatkan bahwa terdapat perbedaan nilai pada yang diteliti dengan rata-ratanya senilai 1.535099. Nilai yang paling rendah yaitu 0.606000 dari PT Unilever Tbk tahun 2016. Nilai yang paling tinggi yaitu 9.620000 dari PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk tahun 2017.

2. Hasil Uji Asumsi Klasik

a) Uji Normalitas

Gambar 4.1



Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Uji normalitas digunakan untuk melihat apakah data residual terdistribusi normal atau tidak. Data terdistribusi normal apabila, nilai probabilitasnya diatas 0.05. Pada data diatas, dapat dilihat bahwa nilai prpbabilitasnya diatas0.05, hal tersebut menunjukkan bahwa data pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI periode 2014-2018 terdistribusi normal.

3. Hasil Uji Data Panel

Sebeleum uji hipotesis dilakukan, dalam teknik analisis data panel yang harus dilakukan terlebih dahulu yaitu uji model. Uji model tersebut berupa uji *chow* dan uji *hausman*.

a) **Uji Chow**

Uji *chow* dilakukan untuk menentukan model *common effect* (*pooled least square*) atau *fixed effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Dengan ketentuan bahwa *cross-section* $F > 0,05$ maka menerima H_0 dan menolak H_1 , hal ini berarti model *common effect* (*pool least square*) lebih tepat. Namun jika *cross-section* $F < 0,05$, oleh sebab itu, H_0 ditolak dan menerima H_1 sehingga model yang tepat adalah *fixed effect*. Berikut adalah hasil Uji *Chow* :

Tabel 4.3 Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

| Effects Test | Statistic | d.f. | Prob. |
|--------------------------|------------|---------|--------|
| Cross-section F | 15.450368 | (24,96) | 0.0000 |
| Cross-section Chi-square | 197.696451 | 24 | 0.0000 |

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2019

Berdasarkan *output* yang terdapat di tabel 4.3 di atas, menunjukkan nilai *cross section* F yaitu senilai 0.0000, yang mana nilai tersebut lebih kecil jika dibandingkan dengan signifikansinya α sebesar 0,05. Oleh sebab itu H_0 ditolak dan menerima H_1 . Hal tersebut menunjukkan bahwa *fixed effect* merupakan model yang tepat digunakan dibandingkan model *common effect*.

b) Uji Hausman

Uji *Hausman* adalah uji yang dilakukan untuk menentukan model mana yang lebih tepat antara model *fixed effect* atau model *random effect*. Dimana ketentuannya yaitu probabilitas $> 0,05$ maka menerima H_0 dan menolak H_1 dimana diartikan model *random effect* adalah model yang akan digunakan. Namun apabila probabilitas $< 0,05$ maka H_0 nya ditolak serta H_1 nya diterima, berarti model *fixed effect* yang akan digunakan. Berikut hasil uji hausman dapat dilihat pada tabel:

Tabel 4.4 Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

| Test Summary | Chi-Sq. Statistic | Chi-Sq. d.f. | Prob. |
|----------------------|-------------------|--------------|--------|
| Cross-section random | 68.949324 | 4 | 0.0000 |

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2019

Dari hasil *output* di atas, menunjukkan bahwa nilai pada *cross section* F yaitu 0.0000 yang mana nilai tersebut lebih kecil jika dibandingkan dengan signifikansinya α sebesar 0,05. Oleh sebab itu H_0 ditolak dan menerima H_1 . Hal tersebut menunjukkan bahwa *fixed effect* merupakan model yang tepat dipilih dibandingkan model *random effect*.

4. Koefisien Determinasi (R^2)

Uji koefisien determinasi (R^2) adalah uji dimana untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Nilai koefisien determinasi (R^2) mempunyai nilai interval 0 sampai dengan 1 ($0 < R^2 < 1$). Hal ini menjelaskan bahwa semakin dengan besarnya nilai koefisien determinasi (R^2) atau (mendekati 1), maka hal tersebut menunjukkan hasil yang baik untuk model regresi data panel yang akan digunakan. Hasil dari uji koefisien determinasi (R^2) dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.5 Koefisien Determinasi

| | | | |
|--------------------|----------|-----------------------|-----------|
| R-squared | 0.915245 | Mean dependent var | 0.414322 |
| Adjusted R-squared | 0.890524 | S.D. dependent var | 0.192894 |
| S.E. of regression | 0.063823 | Akaike info criterion | -2.465368 |
| Sum squared resid | 0.391045 | Schwarz criterion | -1.809200 |
| Log likelihood | 183.0855 | Hannan-Quinn criter. | -2.198802 |
| F-statistic | 37.02402 | Durbin-Watson stat | 0.970772 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Berdasarkan *output* pada tabel 4.5 diatas menunjukkan nilai *Adjusted R Square* pada model regresi sebesar 0.89 yang menunjukkan kemampuan variabel independen (X) dapat menjelaskan variabel dependen (Y) sebesar 89% sedangkan sisanya 12% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak masuk dalam penelitian ini.

5. Pengujian Hipotesis

a) Uji F (*Simultan*)

Uji F adalah uji untuk menguji apakah semua variabel X secara simultan atau bersama-sama berpengaruh terhadap variabel Y. Kriteria pengambilan keputusan yang digunakan adalah jika nilai probabilitas statistikn F lebih kecil dari 0.05, maka H_0 ditolak, hal tersebut menunjukkan bahwa variabel X memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel Y secara simultan. Berikut adalah hasil dari uji hausman:

Tabel 4.6 Hasil Uji F (Simultan)

| | | | |
|--------------------|----------|-----------------------|-----------|
| R-squared | 0.915245 | Mean dependent var | 0.414322 |
| Adjusted R-squared | 0.890524 | S.D. dependent var | 0.192894 |
| S.E. of regression | 0.063823 | Akaike info criterion | -2.465368 |
| Sum squared resid | 0.391045 | Schwarz criterion | -1.809200 |
| Log likelihood | 183.0855 | Hannan-Quinn criter. | -2.198802 |
| F-statistic | 37.02402 | Durbin-Watson stat | 0.970772 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2019

Dari hasil *output* pada tabel 4.6 memperlihatkan bahwa nilai F statistiknya yaitu 37.02402 dan probabilitasnya sebesar $0.000000 < 0,05$ dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa H_1 diterima, maka variabel X Kepemilikan Manajerial (INSDR), Kepemilikan Institusional (INST), Profitabilitas (ROA), dan Likuiditas (CR) secara simultan berpengaruh terhadap variabel Y yaitu Kebijakan Hutang (DAR).

Hasil diatas juga menjelaskan bahwa *adjusted R-squared* pada penelitian ini sebesar 0.890524 atau 89.0524 %. Artinya variabel dependen (X) mampu menjelaskan variabel independen (Y) sebesar 89.0524 % sedangkan 10.9476% nya dijelaskan variabel lain.

b) Uji T (Parsial)

Uji t digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh satu variabel independen (X) secara individu terhadap variabel dependen (Y). Apabila nilai probabilitasnya lebih besar dari 0.05, maka H_0 ditolak. Sedangkan apabila nilai probabilitasnya lebih kecil dari 0.05, maka H_1 diterima, maka dapat dijelaskan bahwa setiap variabel X berpengaruh signifikan terhadap variabel Y. Berikut adalah hasil dari uji t:

Tabel 4.7 Hasil Uji T (Parsial)

Periods included: 5
 Cross-sections included: 25
 Total panel (balanced) observations: 125

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 0.434936 | 0.140598 | 3.093479 | 0.0026 |
| INSDR | -0.059291 | 0.181337 | -0.326965 | 0.7444 |
| INST | 0.061353 | 0.186355 | 0.329225 | 0.7427 |
| ROA | -0.004413 | 0.023148 | -0.190625 | 0.8492 |
| CR | -0.024676 | 0.005898 | -4.184007 | 0.0001 |

| Effects Specification | | | | |
|---------------------------------------|----------|-----------------------|--|-----------|
| Cross-section fixed (dummy variables) | | | | |
| R-squared | 0.915245 | Mean dependent var | | 0.414322 |
| Adjusted R-squared | 0.890524 | S.D. dependent var | | 0.192894 |
| S.E. of regression | 0.063823 | Akaike info criterion | | -2.465368 |
| Sum squared resid | 0.391045 | Schwarz criterion | | -1.809200 |
| Log likelihood | 183.0855 | Hannan-Quinn criter. | | -2.198802 |
| F-statistic | 37.02402 | Durbin-Watson stat | | 0.970772 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | | |

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Berdasarkan tabel diatas, hasil pengolahan data untuk uji statistik dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

- 1) Variabel Kepemilikan Manajerial (INSDR) menunjukkan nilai koefisien sebesar -0.059291 dan nilai probabilitas sebesar 0.7444. Nilai tersebut menunjukkan angka yang lebih besar dari 0.05 ($0.7444 > 0.05$). Hasil ini mengindikasikan bahwa Kepemilikan Manajerial (INSDR) tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang (DAR).
- 2) Variabel Kepemilikan Institusional (INST) menunjukkan nilai koefisien sebesar 0.061353 dan nilai probabilitas sebesar 0.7427. Nilai tersebut

menunjukkan angka yang lebih besar dari 0.05 ($0.7427 > 0.05$). Hasil ini mengindikasikan bahwa Kepemilikan Institusional (INST) tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang (DAR).

- 3) Variabel profitabilitas (ROA) mempunyai nilai koefisien sebesar -0.004413 dengan nilai probabilitas sebesar 0.8492. Nilai probabilitas tersebut menunjukkan angka yang lebih besar dari nilai 0.05 ($0.8942 > 0.05$). Hasil ini mengindikasikan bahwa Profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang (DAR).
- 4) Variabel Likuiditas (CR) memiliki nilai koefisien sebesar -0.024676 dengan nilai probabilitas sebesar 0.0001. Nilai probabilitas tersebut menunjukkan angka yang lebih kecil dari 0.05 ($0.0001 > 0.05$). Hasil ini mengindikasikan bahwa Likuiditas (CR) berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Hutang (CR).

C. Pembahasan

1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di ISSI periode 2014-2018

Variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai signifikansi sebesar 0.7444 dimana lebih besar dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia periode 2014-2018, sehingga hipotesis pertama yang diajukan ditolak

Hasil penelitian ini sesuai dengan dengan penelitian yang dilakukan oleh Larasati dan Murtiningtyas, dimana hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh kebijakan hutang perusahaan. Namun, hasil ini juga bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati, dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut memperlihatkan bahwa saham yang dimiliki pihak manajer perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI periode 2014-2018 jumlahnya masih sedikit sehingga tidak menjadikan manajer perusahaan sebagai faktor yang dapat memengaruhi penentuan dalam mengambil keputusan pendanaan dari hutang.

Hasil penelitian yang tidak signifikan ini disebabkan karena berdasarkan hasil data deskriptif memperlihatkan rata-rata saham yang dimiliki oleh manajer perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI periode 2014-2018 masih sangat kecil. Dimana hasil rata-rata kepemilikan manajerial tersebut hanya 8.3691% dimana dibawah 50%. Sedangkan, berdasarkan teori agensi menurut Jensen Meckling (1976) dalam Sheisarvian, dkk (2015) salah satu cara untuk memperkecil kemungkinan adanya konflik dalam perusahaan akibat agen dan *principal* adalah dengan cara memperbesar kepemilikan manajerial. Dengan memperbesar kepemilikan manajerial akan berpengaruh

terhadap kebijakan hutang. Semakin besar kepemilikan manajerial maka penggunaan hutang akan semakin menurun.

Selain itu, menurut puspitasari (2015) menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang terdaftar di ISSI melakukan kepatuhan terhadap keteapan DSN, yang menjadi *stoc screening* bagi saham-saham syariah yang masuk ISSI rasio hutang perusahaan syariah di Indonesia adalah jumlah total yang menggunakan bunga tidak melebihi 0.82 terhadap total ekuitas. Rasio tersebut setara dengan 45% jumlah total utang yang diperbolehkan.

Dari gambaran diatas, dapat dilihat bahwa kepemilikan manajerial perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI periode 2014-2018 belum menjadi faktor penentu dalam pengambilan kebijakan hutang.

2. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di ISSI periode 2014-2018

Variabel kepemilikan institusional memiliki nilai signifikansi sebesar 0.7427 dimana lebih besar dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia periode 2014-2018, sehingga hipotesis kedua yang diajukan ditolak.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Makaryanawati dan Mamdy. Selain itu, hasil penelitian ini juga tidak sesuai

dengan penelitian yang dilakukan Crutchley oleh (1999), Dalam penelitian Crutchley menjelaskan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian Crutchley menggunakan sampel pada perusahaan yang terdaftar di *New York and Americans Stock Exchange* periode 1987. Dalam penelitian Crutchley menjelaskan bahwa faktanya mereka menemukan kepemilikan institusional, dimana institusinya dengan segera membeli perusahaan yang lebih kecil setelah variabel lain seperti dividen dan utang dijaga konstan.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Crutchley, dalam penelitian ini, perusahaan yang dengan perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI periode 2014-2018 tidak menemukan fakta membeli perusahaan yang lebih kecil setelah variabel lain seperti dividen dan utang dijaga konstan. Sehingga hasil dari penelitian ini memiliki hasil kepemilikan institusional tidak berpengaruh pada kebijakan hutang.

Dalam teori agensi juga dijelaskan bahwa ketika suatu perusahaan dikuasai oleh institusional investor dalam jumlah yang besar maka akan menimbulkan adanya kekuasaan yang besar pada institusional investor tersebut. Kekuasaan yang besar pada kepemilikan institusional ini akan mengakibatkan munculnya kontrol yang ketat terhadap manajer, oleh sebab itu tindakan pencarian pendanaan perusahaan oleh pihak eksternal yaitu berupa hutang akan semakin ditekan dan dikendalikan.

Tetapi, dalam kasus perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI periode 2014-2018, menunjukkan bahwa yang menjadi pengambilan keputusan kebijakan hutang adalah manajemen perusahaan. Oleh sebab itu, dalam penelitian ini kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Puspitasari (2015), dimana hasil penelitiannya menjelaskan bahwa kepemilikan institusional berfokus pada penanaman modal dalam perusahaan dan tidak terlibat langsung pada proses pengambilan keputusan yang dilakukan manajemen. Hal tersebut terjadi karena kepemilikan institusional bukan untuk menentukan kebijakan hutang melainkan untuk kegiatan pengawasan manajemen dalam mengelola perusahaan karena sebagian besar saham perusahaan dimiliki oleh kepemilikan institusional.

Dari gambaran diatas, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI periode 2014-2018 lebih berfokus pada pendanaan internal perusahaan dibandingkan pendanaan eksternal. Sehingga kepemilikan institusional belum menjadi variabel yang dapat memengaruhi keputusan dalam pendanaan eksternal atau kebijakan hutang.

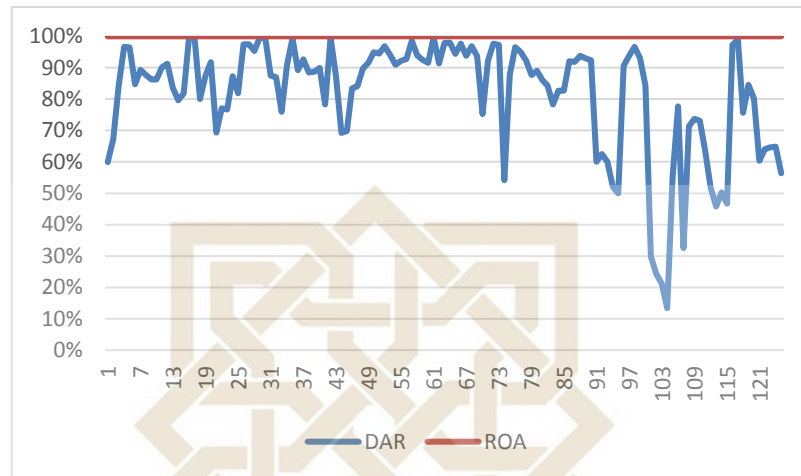
3. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di ISSI periode 2014-2018

Variabel profitabilitas memiliki nilai signifikansi sebesar 0.8942 dimana lebih besar dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia periode 2014-2018, sehingga hipotesis ketiga yang diajukan ditolak.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Paydar dan Bardai (2012). Dimana dalam penelitian mereka profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut menunjukkan, bahwa pada penelitian ini perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI periode 2014-2018 memaksimalkan pendanaan perusahaan mereka dari profitabilitas perusahaan.

Dalam teori *pecking order* dijelaskan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah.

Gambar 4.2



Namun dalam hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh dengan kebijakan hutang, hal ini dikarenakan terdapat hubungan yang tidak searah ataupun berlawanan dengan kebijakan hutang. Sesuai dengan gambar grafik diatas yang menggambarkan hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan hutang.

Berdasarkan penjelasan diatas, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI periode 2014-2018 lebih memaksimalkan dana internal atau laba ditahan daripada hutang. Sehingga dalam penelitian ini profitabilitas belum menjadi variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang karena tidak ada hubungan yang searah antara profitabilitas dengan kebijakan hutang.

4. Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di ISSI periode 2014-2018

Variabel likuiditas memiliki nilai signifikansi sebesar 0.0001 dimana lebih kecil dari 0,05 dengan t-statistiknya negatif. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia periode 2014-2018, sehingga hipotesis keempat yang diajukan diterima.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Paydar dan Bardai dimana likuiditas merupakan faktor yang dapat memengaruhi pengambilan keputusan pendanaan hutang perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI periode 2014-2018.

Hasil penelitian ini juga mendukung teori Pada *Pecking Order Theory*, dimana dengan perusahaan semakin likuid. Hal tersebut menandakan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang jangka pendeknya, sehingga akan cenderung menurunkan total hutangnya. Hal tersebut sejalan dengan teori *pecking order*, yang mana dengan ditetapkannya urutan keputusan pendanaan, yaitu para manajer pertama kali akan memilih menggunakan laba ditahan, hutang dan terakhir penerbitan saham (Mamduh, 2004).

Dalam kasus ini, menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur pada periode 2014-2018 yang terdaftar di ISSI memiliki likuiditas yang semakin

likuid, dengan memaksimalkan dana internal perusahaan, perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI periode 2014-2018 mampu membayar hutang jangka pendeknya dengan lancar, sehingga variabel likuiditas dapat menjadi variabel yang dipertimbangkan dalam mengambil keputusan pendanaan hutang. Oleh sebab itu, dalam penelitian ini hipotesis keempat diterima, dimana likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.