



PERAN KEBIJAKAN HUTANG MEMEDIASI BUSINESS RISK DAN *FIRM SIZE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Tio Darmanto ✉, Anindya Ardiansari

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:
Diterima Juli 2017
Disetujui Agustus 2017
Dipublikasikan Desember 2017

Keywords:
Business risk; Firm size; Kebijakan hutang; Nilai perusahaan

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *business risk* dan *firm size* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai *variabel intervening*. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2011-2015. Penentuan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Metode analisis data menggunakan analisis regresi linear berganda dan analisis jalur. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *business risk* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, sedangkan *firm size* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. *Business risk* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan sedangkan *firm size* dan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan menggunakan analisis jalur, kebijakan hutang hanya mampu memediasi pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan.

Abstract

This study aims to determine the effect of business risk and firm size on firm value with debt policy as intervening variable. The population used in this study are property and real estate companies listed on Indonesia Stock Exchange (BEI) during 2011-2015. Sample determination was done by purposive sampling method. Methods of data analysis using multiple linear regression analysis and path analysis. The results showed that business risk negatively effect the debt policy, while firm size has a positive effect on debt policy. Business risk negatively affects firm values while firm size and debt policy have a positive effect on firm value. By using the path analysis, debt policy is only able to mediate the impact of firm size on corporate value.

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham, dimana semakin tinggi harga saham maka nilai perusahaan semakin tinggi (Sari & Wirajaya, 2017).

Brigham dan Houston, (2010) menyatakan nilai perusahaan dapat diukur dengan *price to book value* (PBV) yaitu rasio keuangan yang membandingkan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham. Berdasarkan perbandingan tersebut, harga saham perusahaan dapat diketahui berada di atas atau di bawah nilai bukunya. Semakin tinggi PBV maka semakin tinggi nilai perusahaan.

Haryanto (2014) menyatakan peningkatan nilai perusahaan dapat tercapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan. Sari dan Andhi (2015) menyatakan satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akan berdampak pada nilai perusahaan. Menurut Cahyaningdyah dan Ressany (2012), salah satu keputusan keuangan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan adalah kebijakan hutang. Anggraeni (2015) menyatakan perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang memiliki kesempatan lebih besar dalam berekspansi serta mengindikasikan adanya keyakinan atas prospek perusahaan dimasa yang akan datang.

Penelitian Cheng dan Zuwei (2011), John dan Amarjit (2012), Pratama dan Wiksuana (2016) mendapatkan hasil bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil berbeda didapatkan oleh Kodongo dkk. (2014), Agustina dan Anindya (2015), serta Rastogi dan Saxena (2015) yang membuktikan kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sejalan dengan aktivitasnya, perusahaan dihadapkan pada munculnya risiko bisnis (*business risk*). Brigham dan Houston (2006) menyatakan secara konsep perusahaan mewakili sejumlah risiko yang inheren di dalam operasinya, risiko ini merupakan risiko bisnis. Joni dan Lina (2010) menyatakan suatu perusahaan dinilai menghadapi *business risk* yang tinggi jika menghasilkan laba yang berfluktuasi antara satu periode dengan periode yang lain. Harjanti dan Tendelilin (2007) menyatakan perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi menunjukkan kondisi tidak stabil karena tidak mampu mempertahankan tingkat labanya sehingga akan menurunkan nilai perusahaan.

Penelitian Sari dan Yanti (2009) serta Yuliani dan Samadi (2013) membuktikan *business risk* berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Sedangkan Jia dan Chen (2008), Wiagustini dan Pertamawati (2015) serta Sari dan Wirajaya (2017) menunjukkan bahwa *business risk* berpengaruh negatif pada nilai perusahaan.

Setiap keputusan yang akan diambil oleh perusahaan harus mempertimbangkan *business risk* yang dihadapi termasuk keputusan dalam menentukan kebijakan hutang (Sari & Wirajaya, 2017). Alnajjar (2015) menyatakan ketika perusahaan menghadapi risiko bisnis yang semakin tinggi akan cenderung menghindari hutang untuk meminimalisir risiko berkaitan dengan kesulitan memenuhi kewajibannya dimasa depan.

Penelitian Joni dan Lina (2010), Wimelda dan Marlinah (2013), Wiagustini dan Pertamawati (2016) menemukan bahwa *business risk* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan Mulianti (2010), Alnajjar (2015) serta Sari dan Wirajaya (2017) menyimpulkan bahwa *business risk* berpengaruh negatif pada kebijakan hutang.

Faktor lain yang diprediksi dapat mempengaruhi nilai perusahaan adalah ukuran perusahaan (*firm size*). Menurut Suwardika dan Mustanda (2017) perusahaan yang berukuran besar telah mencapai tahap kedewasaan, yang mana pada tahap ini arus kas sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu juga mencerminkan kestabilan dalam menghasilkan laba. Hal tersebut akan direspon positif oleh investor dan membuat harga saham perusahaan meningkat sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian John dan Amarjit (2012), Rasyid dkk. (2015) serta Pratama dan Wiksuana (2016) menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Namun, Jia dan Chen (2008) Rai dan Merta (2016) memberi gambaran bahwa *firm size* mempunyai pengaruh negatif pada nilai perusahaan.

Ukuran perusahaan juga merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan kebijakan hutangnya. Menurut Putri (2012) perusahaan yang berukuran besar memiliki kegiatan operasional yang besar sehingga membutuhkan dana lebih besar. Selain itu, perusahaan besar memiliki penghasilan kena pajak yang tinggi sehingga perusahaan cenderung menggunakan hutang untuk memperoleh manfaat perlindungan pajak (Atmaja, 2008)

Penelitian Wiagustini dan Pertamawati (2015), Alkhatib dkk. (2017) menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap ke-

bijakan hutang. Sedangkan Khalid (2011) dan Damayanti (2013) menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Beragamnya hasil penelitian sebelumnya menunjukkan adanya *research gap*, oleh karena itu penelitian kembali terkait pengaruh *business risk*, *firm size* dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan perlu dilakukan untuk memperkuat hasil penelitian sebelumnya.

Penelitian ini menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening* karena hutang merupakan instrumen yang sangat sensitif. Manajer dalam menentukan kebijakan hutang harus mempertimbangkan kondisi perusahaan terkait risiko bisnis yang dihadapi serta seberapa besar perusahaan tersebut karena kebijakan hutang yang diambil akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI pada tahun 2011-2015. Selama satu dekade ini, investasi pada sektor *property* dan *real estate* berupa tanah maupun bangunan lebih banyak dipilih oleh masyarakat daripada berinvestasi ke instrumen keuangan (Sari & Wirajaya, 2017). Menurut laporan dari Badan Pusat Statistik (BPS) mengenai PDB Indonesia triwulanan 2011-2015, setelah *property* mengalami siklus *booming* di tahun 2011 sampai dengan awal tahun 2014, namun mulai pertengahan 2014 dan sepanjang 2015 sektor *property* mengalami siklus penurunan.

Hal tersebut perlu dicermati karena perkembangan sektor *property* dan *real estate* dapat memberikan dampak pada dua sisi yang berbeda dimana ketika sektor *property* mengalami peningkatan dapat menjadi *multiplier effect* bagi sektor lainnya, namun ketika sektor *property* mengalami *over-supply*, dikhawatirkan dapat menjadi *bubble property* atau gelembung *property* seperti krisis yang terjadi di Amerika Serikat pada tahun 2008 silam.

Bertitik tolak dari pemikiran diatas, kemudian adanya *research gap* dari beberapa hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh *business risk*, *firm size* dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan tujuan untuk mengetahui peran kebijakan hutang dalam memediasi pengaruh *business risk* dan *firm size* terhadap nilai perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015.

Pengembangan Hipotesis

Business risk merupakan salah satu indikator penting bagi perusahaan dalam menentu-

kan kebijakan hutang (Sari & Wirajaya, 2017). Alnajjar (2015) menyatakan bahwa perusahaan dengan *business risk* tinggi sebagai akibat dari kegiatan operasinya, akan menghindari penggunaan hutang yang terlalu tinggi dalam mendanai aktivitya. Hal ini karena perusahaan tidak akan meningkatkan risiko yang berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian hutang dimasa depan.

Hasil penelitian Alnajjar (2015) serta Sari dan Wirajaya (2017) menyimpulkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hal tersebut, dapat disusun Hipotesis sebagai berikut:

H1: *Business risk* berpengaruh negatif terdapat kebijakan hutang.

Firm size menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Menurut Putri (2012) perusahaan yang berukuran besar memiliki kegiatan operasional yang besar, sehingga membutuhkan dana yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang berukuran kecil.

Selain itu, perusahaan besar juga memiliki penghasilan kena pajak yang lebih tinggi dibanding perusahaan kecil. Menurut *trade off theory*, perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibanding perusahaan yang membayar pajak rendah (Atmaja, 2008). Dari sisi kreditur, perusahaan besar lebih dipercaya untuk menerima hutang dengan mempertimbangkan ketikan perusahaan mengalami kebangkrutan, perusahaan besar mempunyai kemampuan lebih untuk menutup kewajibanya.

Penelitian Wiagustini dan Pertamawati (2015), Alkhatib dkk. (2017) menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat disusun Hipotesis sebagai berikut:

H2: *Firm size* berpengaruh positif terdapat kebijakan hutang.

Joni dan Lina (2010) menyatakan suatu perusahaan dinilai menghadapi *business risk* yang tinggi jika menghasilkan laba yang berfluktuasi antara satu periode dengan periode yang lain. Harjanti dan Tendelilin (2007) menyatakan semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan, mengindikasikan perusahaan tidak dalam kondisi stabil karena tidak mampu mempertahankan tingkat laba sehingga berpotensi gagal memenuhi kewajibannya yang kemudian meningkatnya risiko kebangkrutan. Akibatnya investor enggan untuk menanamkan modalnya sehingga harga pasar saham turun yang kemudian menurunkan nilai perusahaan.

Hasil studi Jia dan Chen (2008), Wiagustini dan Pertamawati (2015), serta Sari dan Wirajaya (2017) menunjukkan bahwa *business risk* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat disusun Hipotesis sebagai berikut

H3: *Business risk* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Menurut Suwardika dan Mustanda (2017) perusahaan yang berukuran besar telah mencapai tahap kedewasaan, yang mana pada tahap ini arus kas sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu juga mencerminkan kestabilan serta kemampuan lebih dalam menghasilkan laba. Investor menangkap hal tersebut sebagai sinyal positif terkait kemampuan perusahaan memberikan tingkat pengembalian yang lebih besar sehingga akan meningkatkan harga saham yang kemudian meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian John dan Amarjit (2012), Rasyid dkk. (2015) Pratama dan Wiksuana (2016) menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat disusun Hipotesis sebagai berikut:

H4: *Firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasinya. Sari dan Wirajaya (2017) menyatakan semakin tinggi kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan, investor menganggap perusahaan tersebut mempunyai banyak kesempatan menggunakan modalnya untuk ekspansi guna mengembangkan usahanya. Sehingga akan meningkatkan keuntungan perusahaan sekaligus meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut *signaling theory* bahwa peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban dimasa yang akan datang, hal tersebut akan direspon positif oleh pasar sehingga menaikkan nilai perusahaan (Wiagustini & Pertamawati, 2015).

Penelitian Cheng dan Zuwei (2011), John dan Amarjit (2012) serta Pratama dan Wiksuana (2016) menemukan bahwa kebijakan hutang mempengaruhi nilai perusahaan secara positif. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat disusun Hipotesis sebagai berikut

H5: Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Seorang manajer mempertimbangkan *business risk* yang dihadapi perusahaan sebelum menentukan kebijakan hutangnya. Semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi, manajer cenderung mengurangi penggunaan hutang untuk menghindari ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya dimasa yang akan datang (Alnajjar, 2015).

Kebijakan hutang yang rendah mengindikasikan perusahaan lebih banyak menggunakan pendanaan internal, akibatnya kas bebas yang diharapkan oleh investor akan dibagikan sebagai dividen justru digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan. Hal tersebut akan dinilai sebagai keputusan yang merugikan para pemegang saham. Akibatnya investor tidak akan tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut sehingga harga pasar saham turun yang kemudian mengakibatkan penurunan nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Wiagustini dan Pertamawati (2015) berhasil membuktikan bahwa *business risk* berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Sehingga diprediksi kebijakan hutang mampu memediasi pengaruh *business risk* terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat disusun Hipotesis sebagai berikut

H6: *Business risk* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

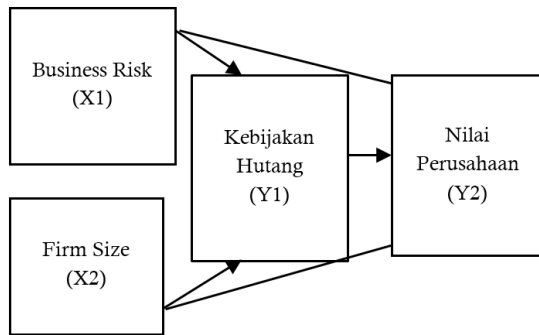
Perusahaan yang berukuran besar memiliki kegiatan operasional yang besar, sehingga membutuhkan dana yang lebih besar (Putri, 2012). Perusahaan besar lebih mudah memperoleh pinjaman karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar sehingga tingkat kepercayaan kreditur seperti bank atau lembaga keuangan juga besar (Suwardika & Mustanda, 2017). Sehingga perusahaan besar cenderung memiliki kebijakan hutang yang tinggi.

Perusahaan yang menaikan hutangnya dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospeknya di masa depan karena mempunyai banyak kesempatan menggunakan modalnya untuk ekspansi guna mengembangkan usahanya. Sehingga akan meningkatkan keuntungan perusahaan sekaligus meningkatkan nilai perusahaan. (Anggraini, 2015)

Rai dan Merta (2016) menyatakan nilai perusahaan bisa diciptakan dengan kebijakan hutang, dimana kebijakan hutang juga bergantung terhadap ukuran perusahaan. Oleh karena itu, terjadi relevansi antara ukuran perusahaan dengan kebijakan hutang dan nilai perusahaan.

Penelitian Hermuningsih (2012) membuktikan *firm size* memiliki pengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat disusun Hipotesis sebagai berikut:

Ha7: *Firm size* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.



Gambar 1. Model Penelitian

METODE

Jenis Penelitian

Ditinjau dari sasaran yang ingin dicapai, penelitian ini termasuk dalam jenis penelitian kuantitatif. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan yang diterbitkan di BEI.

Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan sektor *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015 sebanyak 47 perusahaan. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dan menghasilkan sampel sebanyak 29 perusahaan.

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan nilai perusahaan (PBV) sebagai variabel dependen (Y2). Sedangkan variabel independennya adalah *business risk* (BRISK) (X1), *firm size* (SIZE) (X2), dan kebijakan hutang (DER) (X3). Selain sebagai X3, Kebijakan hutang (DER) pada penelitian ini juga dijadikan sebagai variabel *intervening* (Y1).

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan

perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Erfiana & Anindya, 2016). Dimana semakin tinggi harga saham maka nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham juga meningkat (Sari & Wirajaya, 2017). Nilai perusahaan diproksikan dengan *price book value* (PBV). PBV merupakan hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham. *Price book value* (PBV) dapat dirumuskan sebagai berikut menurut Kusumajaya (2011)

$$PBV = \frac{\text{Harga Pasar per Lembar Saham}}{\text{Harga Buku per Lembar Saham}}$$

Business risk merupakan tingkat risiko dari operasi perusahaan apabila tidak menggunakan hutang. Suatu perusahaan dinilai menghadapi risiko bisnis jika menghasilkan laba yang berfluktuasi antara satu periode dengan periode yang lain (Joni & Lina, 2010). Pada penelitian ini, *business risk* dihitung dengan rumus natural log dari standar deviasi EBIT dimana hal serupa pernah dilakukan oleh peneliti sebelumnya seperti Chen dan Jiang (2001), Harjanti dan Tendelilin (2007) serta Furaida (2010)

$$BRISK = \text{Ln} (\sigma \text{ EBIT})$$

Firm size menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva (Ridloah, 2010). Menurut Wiagustini dan Pertamawati (2015), proksi yang dapat digunakan untuk menggambarkan ukuran suatu perusahaan adalah logaritma natural dari total aset.

$$SIZE = \text{Ln} (\text{Total Aset})$$

Kebijakan hutang merupakan kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Maftukhah, 2013). Rumus yang digunakan untuk pengukuran kebijakan hutang dalam penelitian ini adalah DER (*Debt Equity Ratio*) yaitu rasio yang membandingkan total hutang dengan modal sendiri (Naini & Wahidahwati, 2014).

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}}$$

Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan metode analisis deskriptif untuk memberikan gambaran suatu data variabel penelitian yang dapat dilihat dari nilai minimum, maksimum, *mean* dan standar deviasi. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik, kemudian analisis regresi linier berganda menggunakan SPSS 21, kemudian dikembangkan dengan *path analysis* dan uji sobel untuk mengetahui kepengaruh variabel intervening (Ghozali, 2011).

Analisis regresi dalam penelitian ini menggunakan dua sub struktur. Struktur 1 merupakan analisis regresi terhadap variabel mediasi dan sub struktur 2 merupakan analisis regresi terhadap variabel dependen. Model persamaan regresi 1 dan 2 pada penelitian ini secara berurutan adalah sebagai berikut:

$$\text{DER: } \alpha + \beta_1\text{BRISK}_{it} + \beta_2\text{SIZE}_{it} + \varepsilon_1$$

$$\text{PBV: } \alpha + \beta_1\text{BRISK}_{it} + \beta_2\text{SIZE}_{it} + \beta_3\text{DER}_{it} + \varepsilon_2$$

Keterangan:

- PBV : Nilai Perusahaan
 DER : Kebijakan Hutang
 BRISK : *Business Risk*
 SIZE : *Firm Size*
 ε : *error*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Tabel 1. Uji Statistik Deskriptif

	N	Min.	Max.	Mean	Std. Deviation
PBV	145	.15	3.55	1.4009	.79099
BRISK	145	20.74	28.16	24.8808	1.91471
SIZE	145	24.87	31.35	28.9916	1.29221
DER	145	.09	3.15	.9129	.60707
Valid N (listwise)	145				

Business risk (BRISK) merupakan logaritma natural dari standar deviasi *earning before interest and tax* (EBIT). Tabel 1 menunjukan mean BRISK sebesar 24.8808. Nilai maksimum BRISK sebesar 28.16 yaitu pada PT Megapolitan Developments Tbk tahun 2015 dan nilai minimum BRISK sebesar 20.74 yaitu PT Lippo Karawaci Tbk tahun 2015. Nilai standar deviasi BRISK sebesar 1.91471 yang berarti

kecenderungan data BRISK antara perusahaan satu dan perusahaan lainnya selama periode tersebut mempunyai tingkat penyimpangan sebesar 1.91471.

Firm size (SIZE) merupakan logaritma natural dari total asset perusahaan. Pada Tabel 1 menunjukkan nilai *mean* dari SIZE sebesar 28.9916. Nilai maksimum SIZE sebesar 31.35 yaitu pada PT Lippo Karawaci Tbk tahun 2011 dan nilai minimum SIZE sebesar 24.87 yaitu pada PT Lamicitra Nusantara Tbk tahun 2014. Nilai standar deviasi SIZE sebesar 1.29221 yang berarti kecenderungan data SIZE antara perusahaan satu dan perusahaan lainnya selama periode tersebut mempunyai tingkat penyimpangan sebesar 1.29221.

Kebijakan hutang yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) merupakan rasio total liabilitas dengan total ekuitas. Dapat dilihat pada Tabel 1 bahwa nilai *mean* DER sebesar 0.9129. Sedangkan nilai maksimum DER sebesar 3,15 yaitu pada PT Jaya Real Property Tbk tahun 2011 dan nilai minimum DER sebesar 0,09 yaitu pada PT Greenwood Sejahtera Tbk tahun 2015. Nilai standar deviasi DER sebesar 0.60707 yang berarti kecenderungan data DER antara perusahaan satu dan perusahaan lainnya selama periode tersebut mempunyai tingkat penyimpangan sebesar 0.60707.

Nilai perusahaan yang diukur dengan *price book value* (PBV) merupakan rasio harga per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Dapat dilihat pada Tabel 1 bahwa nilai mean dari PBV sebesar 1.4009 dan nilai standar deviasi PBV sebesar 0.79099 dimana nilai standar deviasi yang lebih kecil dari nilai rata-ratanya dan nilai maksimum. Kondisi ini menunjukan kecenderungan data PBV antara perusahaan satu dan perusahaan lainnya selama periode tersebut mempunyai tingkat penyimpangan sebesar 0.79099. Nilai PBV maksimum sebesar 3.55 yaitu pada PT Greenwood Sejahtera Tbk tahun 2015 dan nilai minimum PBV sebesar 0.15 yaitu pada PT Pikko Land Development Tbk tahun 2013.

Uji Asumsi Klasik

Model pada penelitian ini telah lolos uji asumsi klasik, dimana berdasarkan uji *Kolmogorov-smirnov* nilai *Asymp > sig a* 0.05, yang bermakna model terdistribusi normal. Pada uji multikolonieritas, nilai *tolerance* untuk semua variabel > 0.10 dan nilai VIF untuk semua variabel < 10 artinya model terbebas dari multikolonieritas. Uji heteroskedastisitas menggunakan uji *glejser* membuktikan tidak ada variabel independen yang

signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen *absut*. Pada uji autokorelasi, nilai durbin Watson berada pada diantara batas penerimaan tidak adanya autokorelasi. Sehingga dari keempat uji tersebut, model dalam penelitian ini lolos uji asumsi klasik atau model BLUE.

Analisis Regresi

Hasil perhitungan analisis regresi satu dengan variabel dependen DER disajikan dalam Tabel 2. Hasil perhitungan analisis regresi dua dengan variabel dependen PBV disajikan dalam Tabel 3.

Tabel 2. Hasil Uji Regresi Persamaan 1

		Coefficients ^a			T	Sig.
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.073	1.150		-1.802	.074
	BRISK	-.053	.026	-.168	-2.057	.042
	SIZE	.149	.038	.316	3.876	.000

a. Dependent Variable: DER

Tabel 3. Hasil Uji Regresi Persamaan 2

		Coefficients ^a			T	Sig.
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.390	1.251		-1.111	.269
	BRISK	-.151	.028	-.364	-5.331	.000
	SIZE	.212	.043	.346	4.883	.000
	DER	.436	.090	.335	4.836	.000

a. Dependent Variable: PBV

Kriteria pengambilan keputusan pada uji Hipotesis persamaan regresi 1 adalah dengan tingkat kepercayaan = 95% atau $\alpha = 0.05$ dan derajat kebebasan (df) = $n - k - 1$, atau $145 - 2 - 1 = 142$, diperoleh nilai t Tabel = 1.9768. H_0 diterima apabila $-t \text{ Tabel} \leq t \text{ hitung} \leq t \text{ Tabel}$ atau $\text{sig } \alpha \geq 5\%$ sebaliknya H_0 ditolak apabila ($t \text{ hitung} < -t \text{ Tabel}$ atau $t \text{ hitung} > t \text{ Tabel}$) dan $\text{sig } \alpha < 5\%$.

Berdasarkan Tabel 2 variabel BRISK menunjukkan nilai t hitung $-2.057 < t \text{ Tabel} -1.9768$ dengan $\text{sig } \alpha = 0.042 < 0.05$ hal ini berarti bahwa variabel BRISK secara statistik berpengaruh signifikan terhadap DER dengan arah negatif, sehingga Ha1 diterima. Variabel Size menunjukkan nilai t hitung $3.876 > t \text{ Tabel} 1.9768$ dengan $\text{sig } \alpha = 0.000 < 0.05$ maka variabel Size secara statistik berpengaruh positif signifikan terhadap DER sehingga Ha2 diterima.

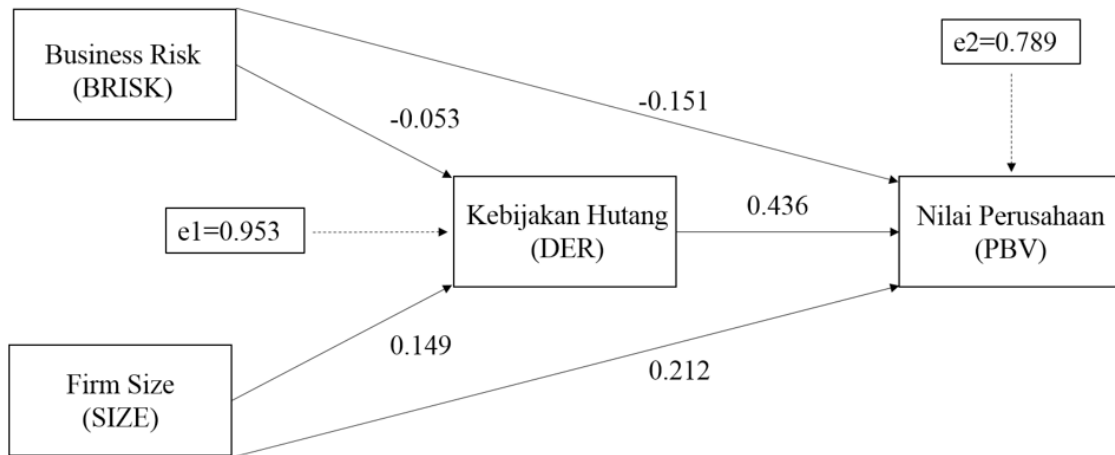
Kriteria pengambilan keputusan pada uji Hipotesis persamaan regresi 2 adalah dengan tingkat kepercayaan = 95% atau $\alpha = 0.05$ dan derajat kebebasan (df) = $n - k - 1$ atau $145 - 3 - 1 = 141$, maka diperoleh nilai t Tabel = 1.9769. H_0 diterima apabila $-t \text{ Tabel} \leq t \text{ hitung} \leq t \text{ Tabel}$ atau $\text{sig } \alpha \geq 5\%$ dan H_0 ditolak apabila ($t \text{ hitung} < -t$

Tabel atau $t \text{ hitung} > t \text{ Tabel}$) dan $\text{sig } \alpha < 5\%$.

Berdasarkan Tabel 3 variabel BRISK menunjukkan nilai t hitung $-5.331 < t \text{ Tabel} -1.9769$ dengan $\text{sig } \alpha = 0,000 < 0.05$ hal ini berarti bahwa variabel BRISK secara statistik berpengaruh signifikan terhadap PBV dengan arah negatif, sehingga Ha3 diterima. Variabel SIZE menunjukkan nilai t hitung $4.883 > t \text{ Tabel} 1.9769$ dengan $\text{sig } \alpha = 0.000 < 0.05$ maka variabel Size secara statistik berpengaruh positif signifikan terhadap PBV sehingga Ha4 diterima. Variabel DER menunjukkan nilai t hitung $4.836 > t \text{ Tabel} 1.9771$ dengan $\text{sig } \alpha = 0.000 < 0.05$ maka variabel DER secara statistik berpengaruh positif signifikan terhadap PBV sehingga Ha5 diterima.

Analisis Jalur (Path Analysis)

Untuk menguji Ha6 dan Ha7 terkait kemampuan DER untuk memediasi pengaruh BRISK dan SIZE terhadap PBV maka dilakukan *path analysis*. Berdasarkan Tabel 2 dan Tabel 3 dapat diketahui koefisien pengaruh antar variabel. Adapun Gambar 2 menunjukkan model analisis jalur pada penelitian ini.



Gambar 2. Model Analisis Jalur

Berdasarkan Gambar 2 menunjukkan pengaruh langsung BRISK terhadap PBV sebesar -0.151. Pengaruh tidak langsung BRISK terhadap PBV melalui DER adalah $-0.053 \times 0.436 = -0.023$. Sehingga dapat dihitung total pengaruh tidak langsung BRISK terhadap PBV melalui DER sebesar $-0.151 + (-0.023) = -0.174$. Sehingga diketahui total pengaruh koefisien jalur tidak langsung BRISK terhadap PBV melalui DER lebih kecil dari koefisien pengaruh langsung BRISK terhadap PBV.

Berdasarkan Gambar 2 pengaruh langsung SIZE terhadap PBV sebesar 0.212. Pengaruh tidak langsung SIZE terhadap PBV melalui DER adalah $0.149 \times 0.436 = 0.0649$. Sehingga dapat dihitung total pengaruh tidak langsung SIZE terhadap PBV melalui DER yaitu sebesar $0.212 + 0.064 = 0.276$. Sehingga diketahui total pengaruh koefisien jalur tidak langsung SIZE terhadap PBV melalui DER lebih besar dari koefisien pengaruh langsung SIZE terhadap PBV.

Uji Sobel

Uji sobel dilakukan untuk menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel independen X (*business risk* dan *firm size*) terhadap variabel dependen Y2 (nilai perusahaan) melalui variabel intervening Y1 (kebijakan hutang). Pengaruh tidak langsung variabel X terhadap variabel Y2 melalui variabel Y2 dihitung dengan cara mengalikan jalur beta X ke Y1 dengan jalur beta Y1 ke Y2 atau ab . Jadi koefisien ab adalah koefisien pengaruh X terhadap Y2 setelah mengontrol Y1. *Standard error* koefisien a dan b ditulis dengan Sa dan Sb dan besarnya *standard error* pengaruh tidak langsung adalah sab . Perhitungan uji sobel menggunakan rumus sebagai berikut (Ghozali, 2011)

$$Sab = \sqrt{b^2Sa^2 + a^2Sb^2 + Sa^2Sb^2}$$

$$t \text{ hitung} = \frac{ab}{sab}$$

Berdasarkan perhitungan dengan rumus tersebut, diketahui nilai Sab pengaruh tidak langsung BRISK terhadap PBV melalui DER adalah 0.012519. Perhitungan Sab tersebut kemudian digunakan untuk menentukan t hitung dan diperoleh t hitung sebesar 1.8458. Cara yang sama digunakan untuk menentukan nilai Sab pengaruh tidak langsung SIZE terhadap PBV melalui DER yaitu 0.021588, sehingga dapat diketahui nilai t hitungnya sebesar 3.0092.

Dasar pengambilan keputusannya adalah dengan membandingkan nilai t hitung dengan nilai t Tabel, jika nilai t hitung > nilai t Tabel maka dapat disimpulkan terjadi pengaruh mediasi. Sebaliknya, jika nilai t hitung < nilai t Tabel maka dapat disimpulkan ketidak mampuan variabel intervening dalam memediasi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Berdasarkan tingkat signifikan sebesar 0.050 dan *degree of freedom* =141 maka t Tabel = 1.9769. Dari perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa t hitung *business risk* yaitu (1.8458) lebih kecil dari tTabel (1.9769), sehingga kebijakan hutang tidak dapat memediasi pengaruh *business risk* terhadap nilai perusahaan atau H_0 6 ditolak. Sedangkan t hitung pada *firm size* (3.0092) lebih besar dari tTabel 1.9769, sehingga kebijakan hutang dapat memediasi pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan secara signifikan atau H_0 7 diterima.

Pengaruh *business risk* terhadap kebijakan hutang

Berdasarkan hasil analisis pada penelitian ini dapat diketahui bahwa *business risk* (BRISK) berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan tingkat kepercayaan sebesar 95% atau (α) = 0.05, diperoleh nilai t hitung (-2.057) < t Tabel (-1.9768) dengan sig α = 0.042 < 0.05. Hal ini berarti bahwa *business risk* secara statistik berpengaruh signifikan terhadap DER dengan arah negatif. Hasil ini sesuai dengan Ha1, dimana *business risk* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.

Hasil penelitian ini sependapat dengan penelitian yang dilakukan oleh Muliarti (2010) serta Sari dan Wirajaya (2017) yang menyimpulkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif pada kebijakan hutang. Namun bertentangan dengan hasil penelitian Joni dan Lina (2010), Wimelda dan Marlinah (2013), Wiagustini dan Pertamawati (2016) yang menemukan bahwa *business risk* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian ini mendukung *trade of theory*. Semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi perusahaan maka rasio hutang optimumnya semakin rendah. Hal ini berarti perusahaan dengan risiko yang cenderung tinggi akan memiliki kebijakan hutang yang rendah.

Risiko bisnis merupakan salah satu indikator penting bagi perusahaan dalam menentukan sistem pendanaan perusahaan terutama dalam keputusan penggunaan hutang. Perusahaan yang menghadapi risiko bisnis tinggi sebagai akibat dari kegiatan operasinya, akan menghindari untuk menggunakan hutang yang tinggi dalam mendanai perusahaannya. Manajer perlu memperhatikan risiko bisnis dalam pengambilan keputusan pendanaan dengan hutang karena semakin besar risiko bisnis dengan penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutangnya, disamping itu perusahaan dengan tingkat risiko yang tinggi membuat kreditur juga memiliki keengganan untuk memberikan pinjaman.

Pengaruh *Firm Size* Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil analisis pada penelitian ini dapat diketahui bahwa *firm size* secara signifikan mempengaruhi kebijakan hutang dengan arah positif. Dengan tingkat kepercayaan sebesar 95% atau (α) = 0.05, variabel *firm size* diperoleh nilai t hitung 3.876 > t Tabel 1.9768 dengan sig α = 0.000 < 0.05 menunjukkan bahwa variabel *Size* secara statistik berpengaruh positif

signifikan terhadap DER dengan arah positif. Hasil ini sesuai dengan Ha2, dimana *firm size* berpengaruh positif pada kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.

Hasil penelitian ini sependapat dengan penelitian yang dilakukan oleh Wiagustini dan Pertamawati (2015), Alkhatib dkk. (2017) yang menyimpulkan bahwa *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun bertentangan dengan hasil penelitian Khalid (2011) dan Damayanti (2013) yang menunjukkan hasil bahwa *firm size* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian ini mendukung *trade off theory* dimana perusahaan besar menanggung pajak yang tinggi, perusahaan yang membayar pajak tinggi akan lebih banyak menggunakan utang dibanding perusahaan yang membayar pajak rendah, karena penggunaan utang dapat memberikan manfaat *tax shield*. Selain itu dari sisi kreditur, perusahaan besar lebih dipercaya untuk menerima hutang dengan mempertimbangkan ketikan perusahaan mengalami kebangkrutan, perusahaan besar mempunyai kemampuan lebih untuk menutup kewajibannya. Sehingga semakin besar ukuran perusahaan akan meningkatkan kebijakan hutang perusahaan.

Pengaruh *Business Risk* Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil analisis pada penelitian ini dapat diketahui bahwa *business risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan tingkat kepercayaan sebesar 95% atau (α) = 0.05 variabel *business risk* (BRISK) diperoleh nilai t hitung (-5.331) < t Tabel (-1.9769) dengan sig α = 0.000 < 0.05 hal ini berarti bahwa *business risk* secara statistik berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan arah negatif. Hasil ini sesuai dengan Ha3, bahwa *business risk* berpengaruh negatif pada nilai perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sari dan Wirajaya (2017) serta Wiagustini dan Pertamawati (2015) menunjukkan bahwa risiko bisnis mempunyai pengaruh negatif pada nilai perusahaan. Namun bertentangan dengan hasil penelitian Sari dan Yanti (2009) serta Yuliani dan Samadi (2013) yang menunjukkan bahwa *business risk* mempunyai pengaruh positif pada nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung *signaling theory* dimana tingginya risiko bisnis perusahaan merupakan sinyal negatif terkait kondisi perusahaan.

Risiko bisnis yang tinggi mengindikasikan tingginya variabilitas pendapatan. Semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan, mengindikasikan perusahaan tidak dalam kondisi stabil karena tidak mampu mempertahankan tingkat laba sehingga berpotensi gagal memenuhi kewajibannya yang kemudian meningkatnya risiko kebangkrutan. Investor menilai ketika terjadi kebangkrutan, sebagian besar aset perusahaan akan dijual untuk melunasi hutang yang jumlahnya besar dibandingkan untuk mengembalikan nilai saham yang ditanamkannya. Hal tersebut akan dinilai negative oleh investor, sehingga harga pasar saham turun yang kemudian menurunkan nilai perusahaan.

Pengaruh Firm Size Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan analisis hasil dalam penelitian ini dapat diketahui bahwa *firm size* secara signifikan mempengaruhi nilai perusahaan dengan arah positif. Dengan tingkat kepercayaan sebesar 95% atau (α) = 0.05 diperoleh nilai *t* hitung 4.883 > *t* Tabel 1.9769 dengan sig α = 0.000 < 0.05 menunjukkan bahwa variabel *firm size* secara statistik berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan Ha4, bahwa *firm size* berpengaruh positif pada nilai perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.

Hasil penelitian ini sependapat dengan penelitian yang dilakukan oleh Rasyid dkk. (2015) serta Pratama dan Wiksuana (2016) yang menyimpulkan bahwa *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun bertentangan dengan hasil penelitian Jia dan Chen (2008), Rai dan Merta (2016) yang memberi gambaran bahwa *firm size* mempunyai pengaruh negatif pada nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung *signaling theory*, dimana ukuran perusahaan yang besar menunjukkan kondisi lebih stabil terutama di dalam return pengembalian saham untuk investor lebih tinggi. Hal ini akan direspon positif oleh investor dan membuat harga saham perusahaan meningkat sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Semakin besar ukuran perusahaan menunjukkan perusahaan telah mencapai tahap kedewasaan, dimana pada tahap ini arus kas sudah positif, cenderung mempunyai kondisi yang semakin baik, dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama. Semakin besar ukuran perusahaan, investor menganggap perusahaan tersebut akan memberikan kemakmuran yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan berukuran kecil sehingga harga saham naik dan meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan analisis hasil dalam penelitian ini dapat diketahui bahwa kebijakan hutang secara signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan tingkat kepercayaan sebesar 95% atau (α) = 0.05 diperoleh nilai *t* hitung 4,836 > *t* Tabel 1.9771 dengan sig α = 0.000 < 0.05 menunjukkan bahwa kebijakan hutang secara statistik berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan hipotesis alternatif kelima (Ha5), bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif pada kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* di BEI tahun 2011-2015.

Hasil penelitian ini sependapat dengan penelitian yang dilakukan oleh penelitian Cheng dan Zuwei (2011), John dan Amarjit (2012) serta Pratama dan Wiksuana (2016) yang menyimpulkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun bertentangan dengan hasil penelitian Hartono dkk. (2013), Kodongo dkk. (2014) serta Rastogi dan Saxena (2015) yang memperoleh hasil bahwa kebijakan hutang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung *signaling theory* dimana semakin besar kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan, dianggap sebagai sinyal positif oleh para investor dan kreditor terkait keyakinan perusahaan atas prospek usahanya dimasa depan sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban dimasa yang akan datang dan hal tersebut akan menjadi sinyal yang akan direspon positif oleh pasar. Semakin banyaknya hutang, perusahaan mempunyai banyak kesempatan menggunakan modalnya untuk ekspansi atau pengembangan dengan harapan semakin berkembangnya perusahaan maka keuntungan bagi investor juga akan semakin naik sehingga investor tertarik untuk membeli saham perusahaan, hal tersebut sekaligus meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh business risk terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa Hipotesis alternatif keenam (Ha6) yang menyatakan *business risk* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang ditolak. Hal ini mengindikasikan bahwa *business risk* yang dihadapi oleh perusahaan akan menurunkan nilai perusahaan secara langsung tanpa melalui kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa total pengaruh koefisien jalur tidak langsung BRISK terhadap PBV melalui DER lebih kecil dari pada koefisien pengaruh langsung BRISK terhadap PBV yaitu $-0.174 < -0.151$. Setelah diuji menggunakan *sobel test*, dapat dilihat bahwa *t* hitung sebesar 1.84579 sedangkan *t* Tabel dengan signifikansi 5% sebesar 1.9769. Dari perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa *t* hitung (1.84579) lebih kecil dari *t* Tabel (1.9769), sehingga kebijakan hutang tidak mampu memediasi pengaruh *business risk* terhadap nilai perusahaan.

Ketidakmampuan kebijakan hutang dalam memediasi pengaruh *business risk* terhadap nilai perusahaan disebabkan karena investor melihat secara langsung bahwa *business risk* yang tinggi merupakan sinyal negatif terkait kondisi perusahaan yang kurang baik dimasa depan, sehingga secara langsung menurunkan nilai perusahaan tanpa melihat besar kecilnya kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan. *Business risk* meningkat ketika perusahaan menggunakan hutang yang terlalu tinggi. Sedangkan pada penelitian ini membuktikan bahwa semakin perusahaan meningkatkan kebijakan hutangnya, nilai perusahaan tersebut semakin tinggi. Sehingga tidak terjadi relevansi antara *business risk*, kebijakan hutang dan nilai perusahaan.

Pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa Hipotesis alternatif ketujuh (H_{a7}) yang menyatakan *firm size* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening, diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa dengan semakin besar *firm size* pada perusahaan akan meningkatkan kebijakan hutang perusahaan yang kemudian berimbas pada naiknya nilai perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa total pengaruh koefisien jalur tidak langsung SIZE terhadap PBV melalui DER lebih besar dari pada koefisien pengaruh langsung SIZE terhadap PBV $0.467 > 0.346$. Setelah diuji menggunakan *Sobel test*, dapat dilihat bahwa *t* hitung sebesar 3.377 sedangkan *t* Tabel dengan signifikansi 5% sebesar 1.9769. Berdasarkan hal tersebut dapat disimpulkan bahwa *t* hitung (3.377) lebih besar dari *t* Tabel (1.9769), sehingga kebijakan hutang dapat memediasi pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan secara signifikan. Hasil penelitian sejalan dengan Hermuningsih (2012) yang menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Ukuran perusahaan yang besar memiliki pendanaan yang sangat besar, salah satunya adalah dengan hutang. Kebutuhan hutang perusahaan dengan ukuran yang besar akan lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Semakin besar ukuran perusahaan akan mempermudah mendapatkan pinjaman karena aset yang dijadikan sebagai jaminan lebih besar, sehingga lebih dipercaya oleh kreditur dengan anggapan ketika terjadi kebangkrutan, perusahaan berukuran besar akan mampu menutupi kewajibannya. Sehingga semakin besar ukuran sebuah perusahaan mengindikasikan kebijakan hutang yang semakin besar pula.

Meningkatnya pendanaan melalui hutang akan memberikan manfaat karena bunga hutang dapat mengurangi pajak, sehingga pajak yang dibayarkan perusahaan menjadi lebih kecil (*tax deductible*). Selain itu, investor menganggap ketika perusahaan meningkatkan kebijakan hutangnya maka perusahaan tersebut dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa yang akan datang karena memiliki banyak kesempatan menggunakan modalnya untuk ekspansi untuk pengembangan usahanya. Berdasarkan penjelasan tersebut, semakin besar ukuran perusahaan maka kebutuhan hutang semakin besar dan semakin besar hutang perusahaan maka kinerja perusahaan akan semakin baik yang kemudian meningkatkan nilai perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan dari hasil penelitian ini adalah *business risk* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, sedangkan *firm size* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. *Business risk* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan sedangkan *firm size* dan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan menggunakan uji jalur, kebijakan hutang hanya mampu memediasi pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.

Saran bagi perusahaan agar lebih berhati-hati dalam pengambilan keputusan yang dapat mempengaruhi perubahan risiko bisnis, ukuran perusahaan, dan kebijakan hutang, maupun variabel-variabel lain yang juga akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015, sehingga hasil kesimpulan tidak dapat digeneralisasikan untuk

perusahaan-perusahaan pada sektor lainnya. Peneliti menyarankan adanya penelitian serupa dengan variabel yang berbeda misalnya dengan menambahkan variabel keuangan maupun non keuangan seperti *free cash flow*, peluang investasi, struktur kepemilikan saham dan sebagainya dan dalam situasi yang berbeda, yaitu periode pengamatan yang lebih terbaru dan objek penelitian lain, dan mungkin dapat dilakukan penelitian untuk industri lain atau sektor secara keseluruhan.

Jika investor ingin melakukan investasi dapat mempertimbangkan variabel risiko bisnis, ukuran perusahaan serta kebijakan hutang yang ada pada perusahaan, karena berdasarkan dari hasil penelitian ini, ketiga variabel tersebut terbukti berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agustina, C & Ardiansari, A. 2015. Pengaruh Faktor Ekonomi Makro dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*. 4 (1).
- Alkhatib, K., Al-Sraheen, D & Marji, Q. 2017. Determinants of Capital Structure Decisions: An Empirical Study from Developing Country. *International Business Management*. 11 (1).
- Alnajjar, M. I. M. 2015. Business Risk Impact on Capital Structure: A Case of Jordan Industrial Sector. *Global Journal of Management and Business Research*. 15 (1).
- Anggraeni, H. S. 2015. Analisis Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan. *Simposium Akuntansi Nasional 18*.
- Atmaja, L. S. 2008. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: CV. ANDI OFFSET.
- Brigham & Houston. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Buku 2, Edisi Kesepuluh*. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- _____. (2010). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Buku 1 Edisi kesebelas*. Jakarta: Salemba Empat.
- Cahyaningdyah, D & Ressany, Y. D. 2011. Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 3 (1).
- Cheng, M. C & Tzeng, Z. C. 2011. The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect. *World Journal of Management*. 3 (2).
- Damayanti. 2013. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Peluang Bertumbuh dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal. *Jurnal Perspektif Bisnis*. 1 (1).
- Erfiana, D & Ardiansari, A. 2016. Pengaruh Masalah Keagenan, Kebijakan Dividen, dan Variabel Moderasi Growth Opportunity terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*. 5 (3).
- Harjanti, T. T & Tandelili, E. 2007. Pengaruh Firm Size, Tangible Asset, Growth Opportunity, Profitability dan Business Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur: Studi Kasus di BEJ. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. 1 (1).
- Hartono, U., Subroto, B., Djumahir & Irianto, G. 2013. Firm Characteristics, Corporate Governance and Firm Value. *International Journal of Business and Behavioral Sciences*. 3 (8).
- Haryanto, S. 2014. Identifikasi Ekspektasi Investor Melalui Kebijakan Struktur Modal, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan GCPI. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 5 (2).
- Hermuningsih, S. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Size terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal siasat bisnis*. 18 (2).
- Joni & Lina. 2010. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi STIE Trisakti*. 12 (2).
- Khalid, S. 2011. Financial Reforms and Dynamics of Capital Structure Choice: a Case of Publically Listed Firms of Pakistan. *Journal of Management Research*. 3 (1).
- Kodongo, O., Mokoaleli-Mokoteli, T & Maina, L. N. 2015. Capital structure, profitability and firm value: panel evidence of listed firms in Kenya. *African Finance Journal*. 17 (1): 1-20.
- Maftukhah, I. 2013. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kinerja Keuangan sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 4 (4).
- Mulianti, F. M. 2010. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan. *Tesis*. Semarang: Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Obradovich, J & Gill, A. 2012. The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*. 1-14.
- Pratama, I. G. B. A & Wiksuana, I. G. B. 2016. Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas sebagai Variabel Mediasi. *E-Jurnal Manajemen Unud*. 5 (2).
- Putri, G. A. P. 2012. Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional Free Cast Flow Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening. *Skripsi*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Rai, N. K. P & Sudiartha, I. G. M. 2016. Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Unud*. 5 (3).
- Rastogi, S & Saxena, P. 2016. Leverage and Firm's Value: An Empirical Review of Concept with Reference to High Leveraged Indian Companies. *International Journal of Research in IT and Management*. 6 (10): 99-104.

- Ridloah, S. 2010. Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empirik pada Perusahaan Multifinansial. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 1 (2).
- Sari, E. L & Wijayanto, A. 2015. Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan Risiko sebagai Variabel Mediasi. *Management Analysis Journal*. 4 (4).
- Sari, L. A & Hutagaol, Y. R. 2009. Debt to equity ratio, degree of operating leverage stock beta and stock returns of food and beverages companies on the Indonesian stock exchange. *Journal of Applied Finance and Accounting*. 2 (1): 1-12.
- Sari, N. P. S. P & Wirajaya, I. G. A. 2017. Pengaruh Free Cash Flow, Risiko Bisnis pada Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Property dan Real Estate di BEI Periode 2011-2015. *E-Jurnal Akuntansi*. 18: 2260-2289.
- Jia, W & Chen, B. 2008. Financial risk, business risk and firm value for logistics industry. *Wireless Communications, Networking and Mobile Computing, 2008. WiCOM'08. 4th International Conference*. 1-4.
- Wiagustini, N. L. P & Pertamawati, N. P. 2015. Pengaruh risiko bisnis dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan pada perusahaan farmasi di bursa efek Indonesia. *Matrik: Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis dan Kewirausahaan*. 9 (2).
- Wimelda, L & Marlinah, A. 2013. Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Non Keuangan. *Jurnal Media Bisnis STIE Trisakti*. 3 (1).
- Yuliani, I & Samadi, W. B. 2013. Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan Risiko Bisnis sebagai Variabel Mediasi. *Jurnal Keuangan dan Perbankan Universitas Sriwijaya*. 17 (3).