



**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**

SKRIPSI

**Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
pada Universitas Negeri Semarang**

Oleh

**Tio Darmanto
NIM 7311413216**

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG
2017**

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi ini disetujui oleh pembimbing untuk diajukan ke sidang ujian pada:

Hari : Jum'at

Tanggal : 8 September 2017

Mengetahui,

Ketua Jurusan Manajemen



Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M.

NIP 197610072006042002

Pembimbing

A blue ink signature of Anindya Ardiansari.

Anindya Ardiansari, S.E., M.M.

NIP 198407232008122004

PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan di depan Sidang Panitia Ujian Skripsi
Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada :

Hari : Jum'at

Tanggal : 22 September 2017

Penguji I



Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M.
NIP 197610072006042002

Penguji II



Andri Wijayanto, S.E., M.M.
NIP 198306172008121003

Penguji III



Anindya Ardiansari, S.E., M.M.
NIP 198407232008122004



Dr. Wahyono, M.M.
NIP. 195601031983121001

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Tio Darmanto

NIM : 7311413216

Tempat Tanggal Lahir: Cilacap, 06 Juli 1994

Alamat : RT 01 RW 08 Desa Jambusari, Kec. Jeruklegi

Menyatakan bahwa yang tertulis di dalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau seluruhnya. Pendapat atau temuan orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip atau dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila kemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil jiplakan dari hasil tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Semarang, 30 Agustus 2017



Tio Darmanto

NIM 7311413216

UNN
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO

Tetaplah berdiri meski hanya dengan
satu kaki dan berhentilah ketika tidak
ada pijakan yang lebih tinggi lagi

(Darmanto)

PERSEMBAHAN

Skripsi ini saya persembahkan kepada:

1. Orang tua tercinta, Ibu Sarti dan Alm.
Bapak Sandiarjo serta keluarga yang
telah memberikan segala bentuk do'a
dan dukungan kepada saya.

2. Almamaterku

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

PRAKATA

Puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT atas limpahan rahmat, berkah, dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “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”.

Skripsi ini dimaksudkan untuk memenuhi persyaratan kelulusan sarjana Program Studi Manajemen, S1 Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang, di samping itu juga untuk mencoba mengaplikasikan apa yang dipelajari di bangku kuliah melalui penyusunan karya ilmiah ini. Banyak pihak yang ikut berperan untuk membantu baik secara langsung maupun tidak langsung dalam penyelesaian skripsi ini sehingga penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Fakhtur Rahman, M. Hum, Rektor Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk memperoleh pendidikan di Universitas Negeri Semarang.
2. Dr. Wahyono, M.M, Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan izin kepada penulis untuk melakukan penelitian.
3. Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M., Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang sekaligus Dosen Penguji Skripsi I yang telah membantu memberikan izin penelitian serta memberikan arahan dan penyempurnaan dalam penyusunan skripsi.

4. Andhi Wijayanto, S.E., M.M., Dosen penguji skripsi II yang telah dengan sabar memberikan bimbingan dan arahan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
5. Anindya Ardiansari, S.E., M.M., Dosen Pembimbing yang telah dengan sabar memberikan bimbingan dan arahan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
6. Seluruh dosen dan staf pengajar pada program S1 Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan bekal ilmu yang bermanfaat.
7. Sahabat saya Angga, Nilil, Isti, Nur, Ani serta seluruh dedengkot wisma jalu dan wisma rani yang telah membantu dalam memberikan motivasi untuk dapat menyelesaikan skripsi ini.

Semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi semua pihak yang berkepentingan.

Semarang, 26 September 2017

Penyusun

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

SARI

Darmanto, Tio. 2017. 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. Skripsi. Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing: Anindya Ardiansari, S.E., M.M.

Kata Kunci: *Business Risk*, *Firm Size*, Nilai Perusahaan, Kebijakan Hutang

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham, dimana semakin tinggi harga saham maka nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham juga meningkat. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *business risk* dan *firm size* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel mediasi.

Populasi dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Jumlah populasi pada penelitian ini adalah 49 laporan keuangan perusahaan dan setelah menggunakan teknik *purposive sampling* jumlah sampel menjadi 29 laporan keuangan perusahaan. Pengolahan data menggunakan SPSS 21. Teknik analisis yang dipakai dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda yang diperluas dengan analisis jalur untuk menentukan pengaruh langsung maupun tidak langsung *business risk* dan *firm size* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel mediasi

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *business risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan, sedangkan *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang maupun nilai perusahaan. Pada penelitian ini kebijakan hutang terbukti hanya mampu memediasi pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan di sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI pada tahun 2011-2015. Namun tidak terbukti mampu memediasi pengaruh *business risk* terhadap nilai perusahaan

Dengan demikian, semakin tinggi *business risk* yang dihadapi oleh perusahaan akan menurunkan kebijakan hutang yang kemudian menurunkan nilai perusahaan, sedangkan semakin besar ukuran perusahaan akan meningkatkan kebijakan hutang yang selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Saran yang dapat diberikan kepada manajemen perusahaan, sebaiknya perusahaan memperhatikan *business risk* serta ukuran perusahaan untuk menentukan kebijakan hutangnya karena dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan bagi investor, sebaiknya memperhatikan *business risk*, ukuran perusahaan serta kebijakan hutang perusahaan ketika akan menanamkan modalnya agar mendapatkan keuntungan yang optimal.

ABSTRACT

Darmanto, Tio. 2017. The Role of Debt Policy in Mediating the Influence of Business Risk and Firm Size on Value of Property and Real Estate Companies Listed on IDX 2011-2015. Thesis. Department of Management. Faculty of Economics. Universitas Negeri Semarang. Supervisor: Anindya Ardiansari, S. E. M.M.

Keywords: Business Risk, Debt Police, Firm Value, Firm Size

The value of the firm is the perception of investors to the success rate of companies that are often associated with stock prices, which the higher price, the value of the company and the prosperity of the shareholders also increased. This study aims at determining the effect of business risk and firm size towards to the firm value with debt policy.

Annual report of property and real estate company that listed on Indonesian Stock Exchange during 2011 to 2015 are used as the population of the research. After using the purposive sampling technique, 29 annual report of companies are discovered as sample from 145 annual report of companies of all population. The data is processed by SPSS 21. Multiple linear regression and path analysis technique are used to analyze the influence of business risk and firm size of firm value with an intervening variable.

The results showed that business risk had a significant negative effect on debt policy and firm value, while firm size had a significant positive effect on debt policy and firm value. In this study the debt policy proved able to mediate the influence of firm size on the firm value in the property and real estate sector listed on the Stock Exchange during 2011 to 2015. But it was not proven able to mediate the influence of business risk on firm value

Therefore the higher of business risks faced by the company will decrease the debt policy and will make lower the firm value, while the larger of firm size will increase the debt policy which will further increase the value of the company. Suggestions that investors should pay attention to business risk, firm size and debt policy when the investor will invest their assets in order to get the optimal profit. For the company management, the company should pay attention to business risk and company size to determine its debt policy because it able to make an affect the value of the company.

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMBUNG	i
PERSETUJUAN PEMBIMBING.....	ii
PENGESAHAN KELULUSAN	iii
PERNYATAAN.....	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
PRAKATA	vi
SARI.....	viii
ABSTRACT	ix
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Perumusan Masalah	16
1.3. Tujuan	17
1.4. Manfaat	18
BAB II KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN	19
2.1. Kajian Teori Utama (<i>Grand Theory</i>).....	19
2.1.1. <i>Signaling Theory</i>	19
2.1.2. <i>Modigliani and Miller Theory (MM)</i>	20
2.1.3. <i>Trade off Theory</i>	23
2.2. Kajian Variabel Penelitian	26
2.2.1. Nilai Perusahaan	26
2.2.2. Kebijakan Hutang	28
2.2.3. <i>Business risk</i>	32
2.2.4. <i>Firm Size</i>	35
2.3. Kajian Penelitian Terdahulu	37
2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis	42

2.4.1. Pengaruh <i>Business Risk</i> Terhadap Kebijakan Hutang.....	42
2.4.2. Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap Kebijakan Hutang.....	43
2.4.3. Pengaruh <i>Business risk</i> terhadap Nilai Perusahaan	45
2.4.4. Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap Nilai Perusahaan.....	46
2.4.5. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan.....	46
2.4.6. Pengaruh <i>Business risk</i> terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang.....	47
2.4.7. Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang.....	49
2.5. Hipotesis Penelitian	51
BAB III METODE PENELITIAN.....	52
3.1. Jenis Penelitian	52
3.2. Populasi dan Sampel.....	52
3.2.1. Populasi	52
3.2.2. Sampel	52
3.3. Jenis dan Sumber Data.....	54
3.4. Metode Pengumpulan Data.....	54
3.5. Variabel dan Definisi Operasional Variabel.....	55
3.5.1. Variabel Dependen	55
3.5.2. Variabel Independen.....	55
3.5.3. Variabel Mediasi.....	57
3.6. Metode Analisis Data	58
3.6.1. Analisis Statistik Deskriptif.....	59
3.6.2. Uji Asumsi Klasik	59
3.6.3. Uji <i>Goodness of Fit</i>	62
3.6.4. Uji Hipotesis	63
3.6.5. Analisis Jalur (<i>Path Analysis</i>).....	65
3.6.6. Uji Sobel (<i>Sobel Test</i>).....	67
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	69
4.1. Hasil Penelitian.....	69
4.1.1. Gambaran Objek Penelitian.....	69

4.1.2. Analisis Statistik Deskriptif.....	69
4.1.3. Pengujian Model Regresi Pertama	71
4.1.4. Pengujian Model Regresi Kedua	82
4.1.5. Analisis Jalur (<i>Path Analysis</i>).....	92
4.1.6. Uji Sobel (<i>Sobel Test</i>).....	96
4.2. Pembahasan	98
4.2.1. Pengaruh <i>Business risk</i> terhadap Kebijakan Hutang	98
4.2.2. Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap Kebijakan Hutang.....	100
4.2.3. Pengaruh <i>Business risk</i> terhadap Nilai Perusahaan	102
4.2.4. Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap Nilai Perusahaan.....	103
4.2.5. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan.....	104
4.2.6. Pengaruh <i>Business Risk</i> terhadap Nilai Perusahaan melalui kebijakan hutang	106
4.2.7. Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang.....	108
BAB V PENUTUP.....	112
5.1. Simpulan.....	112
5.2. Saran	113
DAFTAR PUSTAKA	115

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. <i>Research Gap</i> Penelitian.....	8
Tabel 1.2. Peringkat Prospek Investasi <i>Real Estate</i> Asia Pasific.....	12
Tabel 1.3. Data Empiris Variabel Penelitian.....	14
Tabel 2.1. Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu.....	37
Tabel 3.1. Hasil Penentuan Sampel.....	53
Tabel 3.2. Definisi Operasional Variabel.....	58
Tabel 3.3. Keputusan Ada Tidaknya Autokorelasi.....	62
Tabel 4.1. Statistik Deskriptif.....	70
Tabel 4.2. <i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i> Persamaan Regresi 1.....	73
Tabel 4.3. Uji Multikolinearitas Persamaan Regresi 1.....	74
Tabel 4.4. Uji Heteroskedastisitas Persamaan Regresi 1.....	76
Tabel 4.5. Uji Autokorelasi Persamaan Regresi 1.....	77
Tabel 4.6. Koefisien Determinasi Persamaan Regresi 1.....	78
Tabel 4.7. Uji Simultan Persamaan Regresi 1.....	79
Tabel 4.8. Analisis Regresi Linear Berganda Persamaan Regresi 1.....	80
Tabel 4.9. Uji t Statistik Persamaan Regresi 1.....	81
Tabel 4.10. <i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i> Persamaan Regresi 2.....	83
Tabel 4.11. Uji Multikolinearitas Persamaan Regresi 2.....	84
Tabel 4.12. Uji Heteroskedastisitas Persamaan Regresi 2.....	86
Tabel 4.13. Uji Autokorelasi Persamaan Regresi 2.....	87
Tabel 4.14. Koefisien Determinasi Persamaan Regresi 2.....	88
Tabel 4.15. Uji Simultan Persamaan Regresi 2.....	89
Tabel 4.16. Analisis Regresi Linear Berganda Persamaan Regresi 2.....	90
Tabel 4.17. Uji t Statistik Persamaan Regresi 2.....	92
Tabel 4.18. Ringkasan Koefisien Analisis Jalur.....	96

DAFTAR GAMBAR

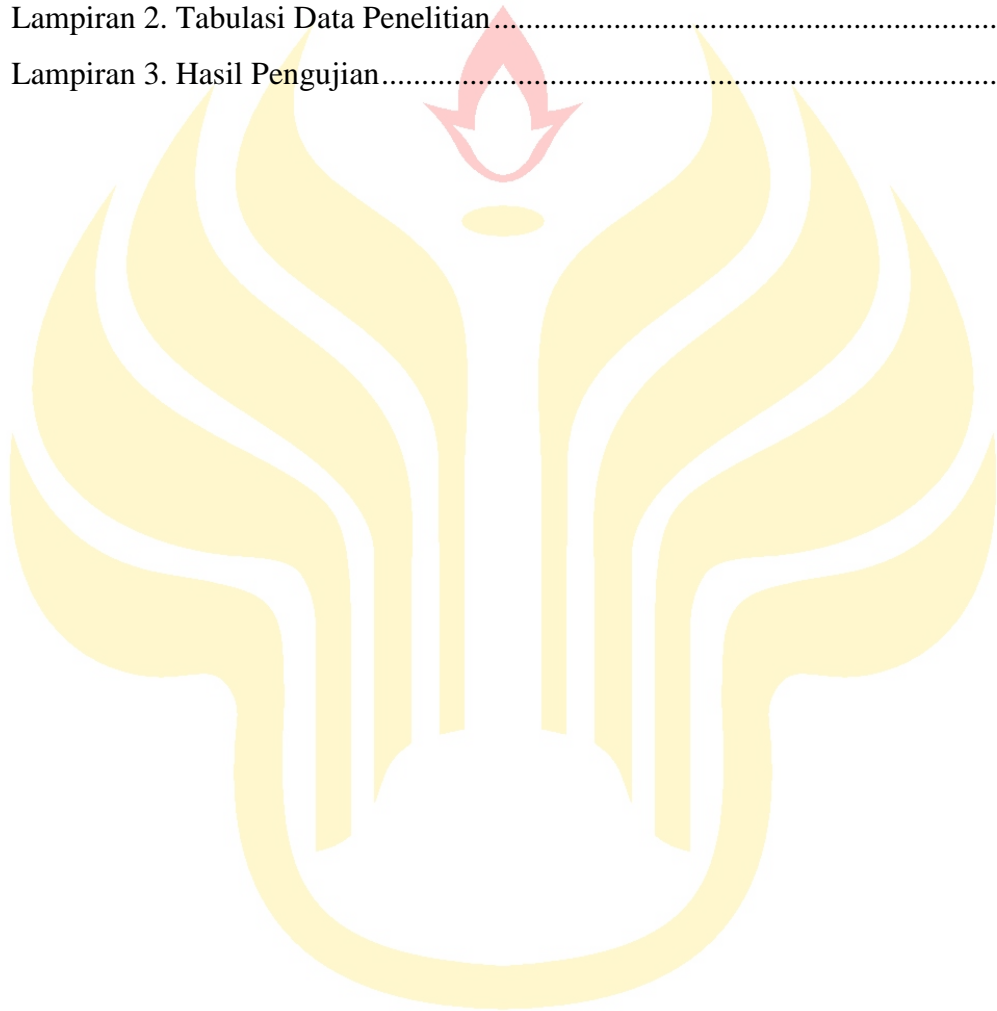
Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis	50
Gambar 3.1 Model Analisis Jalur	66
Gambar 4.1. Grafik Normal P-Plot Persamaan Regresi 1.....	72
Gambar 4.2. Grafik Scatter P-Plot Persamaan Regresi 1	75
Gambar 4.3. Grafik Normal P-Plot Persamaan Regresi 2.....	82
Gambar 4.4. Grafik Scatter P-Plot Persamaan Regresi 2.....	85
Gambar 4.5. Model Analisis Jalur Variabel X1	94
Gambar 4.6. Model Analisis Jalur Variabel X2	95
Gambar 4.7. Sobel Test Ha 6 dengan quantpsy.org	107
Gambar 4.8. Sobel Test Ha 7 dengan quantpsy.org	109



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Perusahaan Sampel.....	122
Lampiran 2. Tabulasi Data Penelitian.....	123
Lampiran 3. Hasil Pengujian.....	127



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Umumnya suatu perusahaan akan berusaha untuk mencapai tujuannya, baik tujuan jangka pendek misalnya memaksimalkan laba perusahaan dengan sumber daya yang dimiliki maupun tujuan jangka panjang misalnya mampu meningkatkan nilai perusahaan dan menyejahterakan pemegang saham (Suwardika dan Mustanda, 2017). Cahyaningdyah dan Ressany (2012) menyatakan bahwa perusahaan mempunyai tujuan untuk memakmurkan pemiliknya dalam hal ini para pemegang saham dengan cara meningkatkan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan dijadikan sebagai gambaran kesejahteraan pemegang saham sekaligus menunjukkan seberapa baik kinerja perusahaan tersebut (Sari dan Wirajaya, 2017). Menurut Warapsari dan Suaryana (2016) nilai perusahaan merupakan konsep penting bagi investor karena menjadi indikator bagaimana pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Nilai perusahaan yang tinggi akan menarik investor untuk berinvestasi karena perusahaan tersebut dianggap mampu memberikan kemakmuran lebih atas investasi yang mereka lakukan. Teori sinyal mengemukakan bahwa nilai perusahaan ditunjukkan melalui sinyal berupa informasi yang akan diterima oleh investor, dimana informasi tersebut dapat diterima melalui harga saham perusahaan, keputusan pendanaan, dan kegiatan investasi perusahaan (Brigham dan Huston, 2006:39).

Nilai perusahaan sering dikaitkan dengan harga saham, dimana semakin tinggi harga saham maka nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham akan meningkat (Sari dan Wirajaya, 2017). Harga saham suatu perusahaan dapat menggambarkan nilai suatu perusahaan, karena menurut Suwardika dan Mustanda (2017) harga saham memiliki hubungan positif dengan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan dapat dilihat dari *price to book value* (PBV) (Erfiana dan Anindya, 2016). Brigham dan Houston (2010:152) menyatakan bahwa PBV merupakan 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. PBV yang tinggi mengindikasikan nilai pasar saham lebih tinggi dari pada nilai bukunya, hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dinilai tinggi oleh investor atau dengan kata lain, PBV yang tinggi menunjukkan nilai perusahaan yang semakin tinggi.

Sari dan Andhi (2015) menyatakan peningkatan nilai perusahaan dapat tercapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akan berdampak pada nilai perusahaan. Cahyaningdyah dan Ressany (2012) menyebutkan salah satu keputusan keuangan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan adalah keputusan terkait kebijakan hutang perusahaan. Menurut Mulianti (2010) kebijakan hutang merupakan penentu seberapa besar hutang yang akan digunakan perusahaan dalam mendanai aktivitya.

Teori *trade off* memprediksi hubungan positif antara kebijakan hutang dengan nilai perusahaan dengan asumsi keuntungan pajak masih lebih besar dari biaya tekanan finansial dan biaya keagenan (Kusumajaya, 2011). Brigham dan Houston (2006:36) menjelaskan secara ringkas tentang teori *trade off* dimana bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan telah mengakibatkan hutang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen. Akibatnya, pemerintah membayar sebagian dari biaya modal yang bersumber dari hutang, dengan kata lain, hutang memberikan manfaat perlindungan pajak. Hasilnya, penggunaan hutang mengakibatkan peningkatan porsi laba operasi perusahaan yang diterima investor sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut teori sinyal, perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaannya karena hal tersebut berkaitan dengan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang (Brigham dan Houston, 2006:39). Sari dan Wirajaya (2017) menyatakan semakin tinggi kebijakan hutang, perusahaan tersebut dianggap memiliki banyak kesempatan menggunakan modalnya untuk berekspansi sehingga memberikan keuntungan lebih bagi perusahaan maupun investor yang kemudian meningkatkan nilai perusahaan. Jusriani (2013) menyatakan bahwa meningkatkan pendanaan dengan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen (*agency problem*) sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan

Penelitian mengenai pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Cheng dan Zuwei (2011), John dan Amarjit (2012), serta

Pratama dan Wiksuana (2016) yang mendapatkan hasil bahwa kebijakan hutang mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil berbeda didapatkan oleh Muliandi (2010), Agustina dan Anindya (2015), serta Rastogi dan Saxena (2015) yang memperoleh hasil bahwa kebijakan hutang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sejalan dengan aktivitasnya, perusahaan dihadapkan pada munculnya risiko bisnis (*business risk*). Brigham dan Houston (2006:7) menyatakan secara konsep perusahaan mewakili sejumlah risiko yang inheren di dalam operasinya, risiko ini merupakan risiko bisnis. Menurut Wild dan Roberth dalam Sembiring (2012), *business risk* merupakan salah satu elemen dari risiko sistematis yang dihadapi oleh perusahaan. Chen dan Jiang (2001) serta Lim (2012) menyatakan *business risk* merupakan refleksi dari volalitas pendapatan perusahaan, dimana 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 volalitas pendapatan perusahaan, artinya perusahaan menghadapi *business risk* yang tinggi. Hal tersebut mengindikasikan perusahaan tidak dalam kondisi stabil karena tidak mampu mempertahankan tingkat laba sehingga berpotensi gagal memenuhi kewajibannya yang kemudian meningkatnya risiko kebangkrutan. Menurut Sari dan Wirajaya (2017), seorang investor menangkap tingginya risiko kebangkrutan akibat *business risk* yang dihadapi oleh perusahaan sebagai sinyal negatif terkait prospek perusahaan yang kurang baik di masa yang akan datang. Sehingga mereka tidak tertarik untuk menanamkan modalnya dan mengakibatkan harga

pasar saham turun yang kemudian menurunkan nilai perusahaan

Penelitian mengenai pengaruh *business risk* terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Sari dan Yanti (2009) serta Yuliani dkk., (2013) yang menunjukkan bahwa *business risk* mempunyai pengaruh positif pada nilai perusahaan. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jia dan Chen (2008), Wiagustini dan Pertamawati (2015) serta Sari dan Wirajaya (2017) menunjukkan bahwa *business risk* mempunyai pengaruh negatif pada nilai perusahaan.

Setiap keputusan yang akan diambil oleh perusahaan harus mempertimbangkan *business risk* yang dihadapi karena hal tersebut akan mempengaruhi kondisi perusahaan. Menurut Sari dan Wirajaya (2017) *business risk* yang dihadapi perusahaan menentukan keputusan pendanaan yang akan diambil, termasuk keputusan dalam menentukan kebijakan hutang. *Trade off theory* menyatakan bahwa ketika penggunaan hutang semakin besar maka risiko kebangkrutan juga meningkat. Hal ini disebabkan karena semakin besar beban bunga tetap yang harus dibayarkan akan meningkatkan risiko kebangkrutan kemudian menurunkan pendapatan perusahaan (Harjanti dan Tendelilin, 2007).

Berdasarkan hal tersebut, perusahaan dengan *business risk* yang tinggi harus lebih berhati-hati dalam menentukan kebijakan hutangnya. Mulianti (2010) serta Alnajjar (2015) menyatakan ketika perusahaan menghadapi *business risk* yang tinggi, perusahaan tersebut cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan dengan *business risk* yang lebih rendah. Hal ini karena perusahaan tidak akan meningkatkan risiko yang berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian hutang di masa depan.

Penelitian mengenai pengaruh *business risk* terhadap kebijakan hutang pernah dilakukan oleh Joni dan Lina (2010), Wimelda dan Marlinah (2013), serta Wiagustini dan Pertamawati (2016) yang menemukan bahwa *business risk* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mulianti (2010), Alnajjar (2015) serta Sari dan Wirajaya (2017) yang menyimpulkan bahwa *business risk* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Faktor lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan adalah ukuran perusahaan (*firm size*) Rai dan Merta (2016) menyatakan bahwa besar kecilnya total aktiva maupun modal yang digunakan perusahaan merupakan cerminan dari ukuran perusahaan. Menurut Suwardika dan Mustanda (2017) perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut 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 bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibandingkan perusahaan dengan total aset yang kecil.

Perusahaan yang memiliki ukuran semakin besar dinilai sebagai sinyal positif terkait prospek yang baik di masa depan, sehingga menarik perhatian investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut dengan harapan pengembalian atas investasinya akan semakin tinggi. Peningkatan penawaran saham di pasar modal akan sejalan dengan peningkatan pada nilai perusahaan (Alnajjar, 2015).

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

Ukuran perusahaan juga dijadikan pertimbangan perusahaan dalam menentukan kebijakan hutangnya. 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 besar dibanding perusahaan kecil. Oleh karena itu, perusahaan besar sebaiknya beroperasi pada tingkat hutang yang tinggi untuk penghematan pajak. Hal ini sesuai dengan *trade off theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibanding perusahaan yang membayar pajak rendah, karena penggunaan hutang dapat memberikan manfaat perlindungan pajak

Mulianti (2010) menyatakan perusahaan besar mudah mendapatkan pinjaman karena lebih dipercaya oleh kreditur dari pada perusahaan berukuran kecil. Menurut Suwardika dan Mustanda (2017) aset besar yang dapat digunakan oleh perusahaan sebagai jaminan dalam memperoleh hutang membuat kreditur baik yang pribadi maupun institusional lebih mempermudah dalam meminjamkan dananya kepada perusahaan. Kreditur menganggap jika perusahaan mengalami

kebangkrutan, perusahaan dengan aset yang lebih besar mempunyai kemampuan yang lebih besar pula dalam menutupi tanggung jawabnya, sehingga semakin besar ukuran perusahaan diprediksi memiliki tingkat hutang yang semakin tinggi (Pratama dan Wiksuana, 2016).

Penelitian mengenai pengaruh *firm size* terhadap kebijakan hutang pernah dilakukan oleh Wiagustini dan Pertamawati (2015) serta Alkhatib *et al.*, (2017) yang menunjukkan hasil bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Berbeda dengan penelitian Khalid (2011) dan Damayanti (2013) yang menunjukkan hasil bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Tabel 1.1.
Research Gap Penelitian Terdahulu

Variabel	Isu	Peneliti	Hasil
<i>Business risk</i> terhadap Kebijakan Hutang	Pada saat risiko bisnis perusahaan semakin tinggi, kebijakan hutang semakin rendah. Jadi risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang	Wiagustini dan Pertamawati (2015)	Berpengaruh positif signifikan
		Alnajjar (2015)	Berpengaruh negatif signifikan
<i>Firm size</i> terhadap Kebijakan Hutang	Semakin besar ukuran sebuah perusahaan akan semakin tinggi kebijakan hutangnya atau dengan kata lain, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang	Alkhatib <i>et al.</i> , (2017)	Berpengaruh positif signifikan
		Damayanti (2013)	Berpengaruh negatif signifikan
<i>Business risk</i> terhadap Nilai Perusahaan	Pada saat risiko bisnis tinggi maka nilai perusahaan akan menurun. Jadi risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan	Yuliani dkk., (2013)	Berpengaruh positif signifikan
		Lim (2012)	Berpengaruh negatif signifikan

Variabel	Isu	Peneliti	Hasil
Firm Size terhadap Nilai Perusahaan	Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula nilai perusahaannya, atau dengan kata lain, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	Rasyid <i>et al.</i> , (2015)	Berpengaruh positif signifikan
		Rai dan Merta (2016)	Berpengaruh negatif signifikan
Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan	Pada saat kebijakan hutang tinggi maka nilai perusahaan akan meningkat. Jadi kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	Pratama dan Wiksuana (2016)	Berpengaruh positif signifikan
		Rastogi dan Saxena (2015)	Berpengaruh negatif signifikan

Sumber: Berbagai Jurnal Diolah (2017)

Tabel 1.1 menunjukkan *research gap* dalam penelitian sejenis. 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 mengacu pada penelitian yang pernah dilakukan oleh Wiagustini dan Pertamawati (2015) yang meneliti hubungan keterkaitan antara variabel risiko bisnis dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel mediasi pada perusahaan sub sektor farmasi di BEI pada tahun 2006-2013.

Penelitian Wiagustini dan Pertamawati (2015) membuktikan bahwa: Pertama, risiko bisnis dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan pada struktur modal yang diwakili oleh kebijakan hutang. Kedua, risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Di lain pihak, struktur modal yang diwakili oleh kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan pada nilai

perusahaan. Ketiga, struktur modal yang diwakili oleh kebijakan hutang hanya mampu memediasi pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan.

Metode analisis pada penelitian ini sama dengan metode analisis yang digunakan oleh Wiagustini dan Pertamawati (2015) yaitu analisis jalur atau *path analysis* dengan tujuan mengetahui adanya hubungan secara langsung maupun tidak langsung antara *business risk* dan *firm size* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Namun pada penelitian ini analisis tidak hanya berhenti pada *path analysis* saja, karena dilakukan pula uji sobel (*sobel test*) untuk mengetahui tingkat signifikansi kemampuan memediasi yang dilakukan oleh kebijakan hutang pada pengaruh *business risk* dan *firm size* terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel mediasi karena sejalan dengan berkembangnya ekonomi dan tuntutan perkembangan usaha mengakibatkan pendanaan dari sumber internal saja tidak cukup bagi perusahaan untuk memenuhi kebutuhannya. Pihak manajemen dalam perusahaan dituntut untuk mendapatkan dana tambahan yang berasal dari eksternal perusahaan seperti dari pihak ketiga yaitu kreditur dalam bentuk hutang. Manajer dalam menentukan kebijakan hutang yang akan diambil harus melihat kondisi dan karakteristik perusahaan yaitu seberapa besar tingkat *business risk* yang dihadapi serta seberapa besar aset yang dimiliki perusahaan. *Business risk* dan *firm size* menjadi aspek penting untuk dijadikan pertimbangan dalam menentukan kebijakan hutang yang diambil perusahaan karena setiap keputusan perusahaan dalam menggunakan hutang akan mempengaruhi nilai perusahaan. Berdasarkan pemikiran tersebut, kebijakan hutang diprediksi mampu menjadi variabel *intervening* dan memperkuat

pengaruh *business risk* dan *firm size* terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan hutang sebagai variabel mediasi pada penelitian sejenis pernah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya dan mendapatkan hasil yang beragam. Penelitian yang dilakukan oleh Wiagustini dan Pertamawati (2015) mendapatkan hasil bahwa kebijakan hutang mampu memediasi pengaruh *business risk* terhadap nilai perusahaan namun tidak mampu memediasi pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan penelitian Hermuningsih (2012) mendapatkan hasil bahwa *firm size* memiliki pengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel mediasi. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Sari dan Wirajaya (2017) menyimpulkan bahwa kebijakan hutang tidak mampu mengintervening pengaruh *business risk* terhadap nilai perusahaan.

Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI pada tahun 2011-2015. Pertumbuhan perusahaan *property* dan *real estate* sangat berperan penting dalam pertumbuhan ekonomi Indonesia karena sektor *property* dan *real estate* merupakan sektor pertama yang memberi sinyal jatuh atau bangungnya perekonomian. 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 dan Wirajaya, 2017). Harga tanah yang cenderung naik dari tahun ke tahun akibat terbatasnya jumlah tanah sedangkan permintaan semakin tinggi akibat bertambahnya jumlah penduduk menjadi gambaran cerah prospek perusahaan properti di masa depan.

Berdasarkan data dari tim statistik sektor *riil* Direktorat Statistik Ekonomi dan Moneter Bank Indonesia, industri *property* di Indonesia sejak tahun 2011 hingga 2013 terus menunjukkan tren positif. Bahkan hasil riset dari *Urban Land Institue, New York*, Amerika Serikat yang ditunjukkan oleh Tabel 1.2 menyatakan bahwa Jakarta (Indonesia) menempati urutan pertama sebagai lokasi investasi *property* paling menarik di Asia Pasifik tahun 2013 mengalahkan kota-kota besar seperti Shanghai, Singapura, Sydney, Kuala Lumpur, Bangkok, Beijing, dan Tokyo.

Tabel 1.2.
Peringkat Prospek Investasi *Real Estate* Asia Pacific

KOTA	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Bangalore	12	17	20	19	9	10
Mumbai	13	11	22	20	15	3
Manila	8	8	4	12	18	20
Ho chi Minh City	5	13	19	18	10	11
Shenzhen	18	19	10	16	-	-
Shanghai	9	6	2	2	2	2
Jakarta	6	2	3	1	11	14
Bangkok	19	16	11	6	14	17
Sydney	2	4	5	4	3	6
Guangzhou	20	20	6	15	6	8
Beijing	14	10	8	7	5	7
Tokyo	1	1	1	13	16	12
New Delhi	16	14	21	21	12	5
Auckland	10	15	17	17	20	18
Osaka	4	3	9	22	21	19
Melbourne	3	5	13	10	7	9
Seoul	7	7	15	14	19	16
Hong Kong	15	21	18	11	13	4
Kuala Lumpur	21	12	14	5	17	15
China-secondary cities	22	22	12	38	-	-
Singapore	11	9	7	3	1	1
Taipe	17	18	16	9	8	13

Sumber: *Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific surveys* (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, mulai pertengahan 2014 dan sepanjang 2015 sektor *property* mengalami siklus penurunan. Sektor *property* dan *real estate* di Indonesia kembali diuji, mulai dari kenaikan harga bahan bakar minyak hingga kenaikan *rate* Bank Indonesia. Kinerja lapangan usaha *property* dan *real estate* triwulan II tahun 2015 tumbuh sebesar 5,03 persen, yang diakibatkan oleh tingkat hunian perkantoran tumbuh melambat dan sikap investor yang *wait and see* terhadap situasi politik dan kebijakan ekonomi pemerintah Indonesia.

Menurut Sari dan Wirajaya (2017), berfluktuasinya kondisi sektor *property* dan *real estate* harus dicermati lebih lanjut karena dapat memberikan dampak pada dua sisi yang berbeda dimana di satu sisi sektor *property* dapat menjadi *multiplier effect* dengan mendorong sektor-sektor lainnya ketika sektor *property* mengalami peningkatan. Namun, di sisi lain ketika sektor *property* mengalami *over supply* dan *property* yang merajalela, dikhawatirkan dapat menjadi *bubble property* atau gelembung *property* seperti krisis yang terjadi di Amerika Serikat pada tahun 2008 silam

Data empiris terkait variabel nilai perusahaan (PBV), kebijakan hutang (DER), *business risk* (BRISK) serta *firm size* (SIZE) pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011 sampai dengan 2015 menunjukkan adanya *phenomena gap*, hal tersebut dapat dilihat pada Tabel 1.3 berikut ini.

Tabel 1.3.
Rata-rata Nilai Perusahaan (PBV), Kebijakan Hutang (DER), *Business risk* (BRISK) serta *Firm Size* (SIZE) pada Perusahaan *Property* dan *Real Estate* Tahun 2011-2015

Variabel	Tahun				
	2011	2012	2013	2014	2015
BRISK	25.11	24.82	24.97	24.71	24.69
Perubahan (%)	-	-0.29	0.15	-0.26	-0.02
SIZE	28.60	28.64	29.05	29.11	29.31
Perubahan (%)	-	0.04	0.41	0.06	0.20
DER	0.94	0.88	0.92	0.94	0.88
Perubahan (%)	-	-0.06	0.04	0.02	-0.06
PBV	1.43	1.46	1.37	1.41	1.28
Perubahan (%)	-	0.03	-0.09	0.04	-0.13

Sumber: Data Sekunder Diolah (2017)

Berdasarkan Tabel 1.3 dapat dilihat adanya *phenomena gap* pada perusahaan *property* dan *real estate* pada tahun 2011-2015. Nilai perusahaan (PBV) yang diharapkan terus mengalami kenaikan di setiap tahunnya, menunjukkan hasil yang berbeda, dimana nilai rata-rata PBV perusahaan *property* dan *real estate* di Indonesia cenderung berfluktuasi ke arah penurunan dari tahun 2011-2015.

Nilai rata-rata BRISK yang diukur dengan standar deviasi EBIT pada perusahaan sampel cenderung berfluktuatif. *Phenomena gap* pada variabel ini terjadi pada tahun 2012 dimana pada saat BRISK mengalami penurunan, DER ikut menurun, hal tersebut tidak sesuai dengan *trade of theory* yang menyatakan bahwa semakin tinggi *business risk*, perusahaan cenderung menurunkan kebijakan hutangnya. Selanjutnya pada tahun 2015, saat nilai rata-rata BRISK perusahaan sampel mengalami penurunan, rata-rata PBV juga ikut mengalami penurunan. Hal tersebut tidak sesuai dengan *signaling theory* dimana informasi terkait

menurunnya *business risk* perusahaan tidak direspon sebagai sinyal positif oleh para investor, sehingga tidak mampu menaikkan nilai perusahaan.

Data empiris terkait SIZE yang diukur melalui logaritma natural dari total aset perusahaan pada sektor *property* dan *real estate* selama periode 2011-2015 terus mengalami kenaikan. *Phenomena gap* pada variabel ini terjadi pada tahun 2013 dan 2015 dimana ketika SIZE mengalami kenaikan sebesar 0.41% pada tahun 2013 dan 0.20% pada tahun 2015, nilai PBV justru mengalami penurunan. Hal tersebut tidak sesuai dengan *signaling theory* dimana meningkatnya ukuran perusahaan tidak direspon sebagai sinyal positif oleh debitur maupun investor terkait prospek perusahaan yang semakin baik di masa depan sehingga tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan pada tahun 2012 dan 2015 pada saat *firm size* meningkat, kebijakan hutang justru mengalami penurunan. Hal tersebut tidak sesuai dengan *trade off theory* dimana semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi kebijakan hutangnya

Data empiris berikutnya terkait kebijakan hutang yang diukur menggunakan *debt to equity ratio* (DER) pada perusahaan *property* dan *real estate* selama 2011-2015 juga berfluktuasi. *Phenomena gap* pada variabel ini terjadi pada tahun 2012 dan 2013 dimana ada pengaruh yang saling berlawanan antara kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Menurut *signaling theory* semakin besar proporsi penggunaan hutang, maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun pada kenyataannya Tabel 1.3 menunjukkan bahwa pada tahun 2012 ketika kebijakan hutang perusahaan menurun, nilai perusahaan justru meningkat, sedangkan pada tahun 2013 ketika nilai kebijakan hutang perusahaan meningkat,

justru nilai perusahaan mengalami penurunan.

Bertitik tolak dari pemikiran di atas, kemudian adanya *phenomena gap*, serta *research gap* dari beberapa hasil penelitian terdahulu, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai “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”.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas maka permasalahan pokok penelitian ini adalah:

1. Apakah *business risk* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015?
2. Apakah *firm size* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015?
3. Apakah *business risk* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015?
4. Apakah *firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015?
5. Apakah kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015?
6. Apakah *business risk* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015?

7. Apakah *firm size* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015?

1.3. Tujuan

Dari permasalahan yang dirumuskan, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh negatif *business risk* terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015.
2. Untuk mengetahui pengaruh positif *firm size* terhadap kebijakan hutang perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015.
3. Untuk mengetahui pengaruh negatif *business risk* terhadap nilai perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015.
4. Untuk mengetahui pengaruh positif *firm size* terhadap nilai perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015.
5. Untuk mengetahui pengaruh positif kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015.
6. Untuk mengetahui pengaruh *business risk* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015.
7. Untuk mengetahui pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015

1.4. Manfaat

1.4.1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi atau referensi pada pengembangan teori mengenai kebijakan hutang yang diterapkan pada suatu perusahaan serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini juga diharapkan dapat mengembangkan dan memperkuat hasil penelitian sebelumnya, sedangkan bagi peneliti selanjutnya, diharapkan penelitian ini dapat dijadikan sebagai salah satu sumber referensi sehingga dapat memacu penelitian yang lebih baik pada masa yang akan datang mengenai kebijakan hutang dan nilai perusahaan.

1.4.2. Manfaat Praktis

Manfaat praktis yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi Manajemen Perusahaan

Hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam menentukan kebijakan hutang dan peningkatan nilai perusahaan

2. Bagi Investor

Melalui penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan pengambilan keputusan di dalam investasi sehingga investor dapat mengambil keputusan secara efektif dan efisien.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

2.1. Kajian Teori Utama (*Grand Theory*)

2.1.1. *Signaling Theory*

Teori sinyal menurut Brigham dan Houston (2006:40) adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan berupa petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu informasi tersebut sehingga terdapat informasi yang tidak simetri (*asymmetric information*) antara manajer dan pemegang saham. Akibatnya, ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemegang saham yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah Brigham dan Houston (2006:38)

Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya, yang berarti mencari investor baru untuk berbagi kerugian.

Naini dan Wahidahwati (2014) menyatakan bahwa kurangnya informasi yang didapatkan pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka

melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Kemungkinan lain, pihak eksternal yang tidak memiliki informasi akan memiliki persepsi sama tentang nilai semua perusahaan. Pandangan seperti ini akan merugikan perusahaan yang memiliki kondisi yang lebih baik karena pihak eksternal akan menilai perusahaan lebih rendah dari yang seharusnya. Sebaliknya akan menguntungkan bagi perusahaan yang kondisinya buruk karena pihak eksternal menilai lebih tinggi dari yang seharusnya.

Nuswandari (2009) menyatakan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan cara mengurangi asimetri informasi. Perusahaan memberikan sinyal kepada pihak luar yang dapat berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya dan dapat mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan pada masa yang akan datang.

2.1.2. Modigliani and Miller Theory (MM)

Brigham dan Houston (2006:33) menjelaskan bahwa teori struktur modal modern dimulai pada tahun 1958, ketika Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller (MM) menerbitkan apa yang disebut sebagai salah satu artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ditulis. MM membuktikan, dengan sekumpulan asumsi yang sangat membatasi, bahwa nilai sebuah perusahaan tidak berpengaruh oleh struktur modalnya. Hasil yang diperoleh MM menunjukkan bahwa bagaimana cara sebuah perusahaan akan mendanai operasinya tidak akan berarti apa-apa, sehingga struktur modal adalah suatu hal yang tidak relevan. Akan tetapi, studi MM didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, termasuk hal-hal berikut ini (Brigham dan Houston, 2006:33):

1. Tidak ada biaya pialang
2. Tidak ada pajak
3. Tidak ada biaya kebangkrutan
4. Investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan
5. Semua investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang-peluang investasi perusahaan di masa depan, dan
6. EBIT tidak berpengaruh oleh penggunaan utang.

Meskipun beberapa asumsi di atas merupakan suatu hal yang tidak realistis, asumsi MM yang tidak relevan memiliki arti yang sangat penting dengan menunjukkan kondisi-kondisi dimana struktur modal tersebut tidak relevan. MM juga telah memberikan petunjuk mengenai hal-hal apa yang dibutuhkan agar membuat struktur modal menjadi relevan dan yang mempengaruhi nilai perusahaan (Brigham dan Houston 2006:33).

Pada tahun 1963, MM mulai menyadari bahwa tidak adanya pajak perusahaan (*Corporate Taxes*) adalah tidak mungkin, sehingga pada revisi teorinya yang pertama, MM mulai menghilangkan asumsi tersebut. Pengeluaran bunga sebagai faktor pengurang dari pendapatan operasional yang menyebabkan berkurangnya pajak yang dibayarkan perusahaan mendorong perusahaan untuk lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan dengan menerbitkan saham karena dengan menerbitkan saham, perusahaan harus membayarkan dividen, dan karena dividen tidak bisa menjadi faktor pengurang dari pendapatan operasional, maka berapapun dividen yang dibayarkan perusahaan tidak akan mempengaruhi jumlah pajak yang harus dibayarkan perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, MM

mengungkapkan bahwa dengan asumsi pada teori pertama (tidak termasuk pajak perusahaan) maka struktur modal perusahaan yang optimal adalah dengan menggunakan 100% hutang (Brigham dan Houston, 2006:34).

Namun, kembali, beberapa tahun kemudian, teori MM disempurnakan oleh Merton Miller (yang kali ini tanpa Prof. Modigliani), dimana dia mengungkapkan bahwa pajak individu (*Personal Taxes*) juga berpengaruh terhadap struktur modal suatu perusahaan. Miller juga mengungkapkan bahwa dengan kondisi pajak yang terjadi pada saat itu, para investor relatif akan bersedia menerima imbal hasil sebelum pajak (*before-tax returns*) pada saham dibandingkan dengan imbal hasil sebelum pajak pada hutang. Sehingga Miller mengungkapkan 2 poin penting pada revisi teori struktur modalnya sebagai berikut (Brigham dan Houston, 2006:35):

- 1) Pembayaran bunga yang dapat mengurangi pajak yang harus dibayarkan perusahaan membuat pembiayaan melalui hutang adalah yang lebih baik
- 2) Pengenaan pajak yang rendah pada penerbitan saham berbanding dengan pajak pada hutang menyebabkan rendahnya imbal hasil yang diinginkan oleh para pemegang saham membuat pembiayaan melalui penerbitan saham menjadi lebih baik.

Hasil yang tidak relevan sebagai akibat dari asumsi yang juga tidak relevan, di mana MM mengungkapkan bahwa perusahaan tidak akan mengalami kebangkrutan, sehingga MM tidak memperhitungkan biaya kebangkrutan (*Bankruptcy Cost*). Pada kenyataannya, biaya kebangkrutan ternyata memang ada dan terkadang bisa jadi adalah biaya yang sangat mahal. Perusahaan yang

mengalami kebangkrutan akan mengalami banyak *legal and accounting expenses*, dan yang paling penting adalah berapa banyak biaya yang harus dikeluarkan seiring dengan hilangnya kepercayaan dari konsumen, supplier dan bahkan dari karyawannya sendiri. Terlebih lagi, kebangkrutan seringkali memaksa perusahaan untuk melikuidasi atau menjual aktiva yang dimilikinya daripada meneruskan operasional perusahaan. Masalah-masalah yang berhubungan dengan kebangkrutan seringkali muncul apabila perusahaan lebih banyak menggunakan hutang pada struktur modalnya. Oleh karena itu, biaya kebangkrutan akan membuat perusahaan menurunkan tingkat penggunaan hutang hingga pada level yang wajar. Biaya kebangkrutan sendiri mempunyai 2 komponen (Brigham dan Houston, 2006:33) yaitu:

- 1) Kemungkinan terjadinya kebangkrutan itu sendiri.
- 2) Biaya yang harus dikeluarkan apabila timbulnya *financial distress*.

2.1.3. Trade off Theory

Modigliani dan Miller (1958) dalam Siregar (2005) menyatakan bahwa manajer tidak dapat mengubah nilai perusahaan melalui manipulasi struktur modal. Nilai perusahaan tidak akan berubah dengan atau tanpa hutang. Unsur yang relevan dalam penentuan nilai perusahaan adalah aktiva *riil*, yaitu jumlah dan risiko arus kas yang berasal dari investasi dan aktivitas operasi perusahaan. Akan tetapi, dalam dunia nyata, teori yang menyatakan bahwa struktur modal tidak relevan dalam menentukan nilai perusahaan kurang realistis.

Banyaknya masalah mengenai *financial distress* yang diakibatkan oleh pendanaan hutang yang tinggi memunculkan *trade off theory*. Teori ini

dikembangkan oleh Haugen, Papas dan Rubenstein pada tahun 1969 dan dikenal juga sebagai *balancing theory* dengan esensi menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat dari penggunaan hutang (Steven dan Lina, 2011).

Teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang sebagai akibat keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Mulianti, 2010). Teori ini memperbandingkan manfaat dan biaya atau keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang. Pada teori ini juga dijelaskan bahwa sebelum mencapai suatu titik maksimum, hutang akan lebih murah daripada penjualan saham karena adanya *tax shield*. Implikasinya adalah semakin tinggi hutang maka akan semakin tinggi nilai perusahaan. Namun, setelah mencapai titik maksimum, penggunaan hutang oleh perusahaan menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung biaya keagenan, kebangkrutan serta biaya bunga yang harus dibayarkan (Mutamimah, 2003).

Model ini secara implisit menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan (Mulianti, 2010). Model *Trade off* memang tidak dapat digunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dari suatu perusahaan. Akan tetapi melalui model ini memungkinkan dibuat tiga kesimpulan tentang penggunaan hutang (Kaaro, 2001).

1. Perusahaan dengan risiko lebih tinggi, diukur dengan variabilitas return atas aktiva perusahaan, harus meminjam lebih sedikit daripada perusahaan dengan risiko lebih rendah. Semakin tinggi variabilitas, semakin tinggi kemungkinan tekanan finansial, dengan demikian perusahaan dengan *business risk* yang lebih rendah dapat meminjam lebih banyak sebelum biaya tekanan finansial menyerap habis keuntungan pajak dari utang.
2. Perusahaan yang operasinya menggunakan aktiva berwujud, aktiva yang memiliki pasar misalnya real estate dapat meminjam lebih banyak daripada perusahaan yang nilainya terutama berasal dari aktiva tak berwujud, misalnya paten dan *goodwill*. Aktiva spesifik, aktiva tidak berwujud, dan peluang pertumbuhan akan kehilangan nilainya jika tekanan finansial terjadi dibanding dengan aktiva berwujud standar.
3. Perusahaan-perusahaan di negara yang tingkat pajaknya tinggi seharusnya memuat hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah, karena bunga yang dibayar diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan. Perusahaan dengan risiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan hutang yang lebih besar

2.2. Kajian Variabel Penelitian

2.2.1. Nilai Perusahaan

Umumnya suatu perusahaan akan berusaha untuk mencapai tujuannya, baik tujuan jangka panjang misalnya mampu meningkatkan nilai perusahaan dan menyejahterakan pemegang saham, maupun tujuan jangka pendeknya misalnya memaksimalkan laba perusahaan dengan sumber daya yang dimiliki. Cahyaningdyah dan Ressay (2012) menyatakan bahwa perusahaan mempunyai tujuan untuk memakmurkan pemiliknya dalam hal ini para pemegang saham dengan cara meningkatkan nilai perusahaan.

Suwardika dan Mustanda (2017) mengartikan nilai perusahaan sebagai harga yang mampu dibayarkan oleh calon pembeli ketika perusahaan tersebut dijual. Kusumajaya (2011) menjelaskan nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham, dimana semakin tinggi harga saham maka nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham juga meningkat. Sedangkan menurut Sukirni (2012) nilai perusahaan merupakan gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan atas kondisi tertentu yang telah dicapai oleh perusahaan setelah melalui proses kegiatan selama periode tertentu.

Berdasarkan berbagai pendapat tersebut maka nilai perusahaan dapat diartikan sebagai persepsi investor terkait kinerja perusahaan yang digambarkan melalui harga sahamnya. Semakin tinggi harga saham, maka investor menilai perusahaan tersebut semakin tinggi.

Nilai perusahaan akan terlihat dari harga pasar sahamnya (*market value*) karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya. Investor akan memperoleh keuntungan apabila harga saham perusahaan tinggi. Wijaya dan Panji (2015) menyatakan bahwa harga saham yang tinggi akan berbanding lurus dengan nilai perusahaan yang tinggi pula. Brigham dan Houston (2010:152) menyebutkan beberapa pendekatan analisis rasio dalam penilaian *market value*, terdiri dari pendekatan *price earning ratio* (PER), *price book value ratio* (PBVR), *market book ratio* (MBR), *dividen yield ratio*, dan *dividen payout ratio* (DPR). Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan PBV.

Kusumajaya (2011) menyatakan rasio harga saham terhadap nilai buku perusahaan atau *price book value* (PBV) merupakan angka yang menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. PBV yang tinggi mencerminkan harga saham yang tinggi dibandingkan nilai buku per lembar saham. Semakin tinggi harga saham, semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi para pemegang sahamnya.

Kusumajaya (2011) menyebutkan beberapa keunggulan dari *Price Book Value* (PBV) diantaranya adalah sebagai berikut:

- 1) Nilai buku mempunyai ukuran intuitif yang relatif stabil yang dapat diperbandingkan dengan harga pasar. Investor yang kurang percaya dengan metode *discounted cash flow* dapat menggunakan *price book value* sebagai perbandingan.

- 2) Nilai buku memberikan standar akuntansi yang konsisten untuk semua perusahaan. PBV dapat diperbandingkan antara perusahaan-perusahaan yang sama sebagai petunjuk adanya *under* atau *overvaluation*.
- 3) Perusahaan-perusahaan dengan *earning* negatif, yang tidak bisa dinilai dengan menggunakan *price earning ratio* (PER) dapat dievaluasi menggunakan *price book value ratio* (PBV).

2.2.2. Kebijakan Hutang

Perusahaan memiliki sumber pendanaan yang berasal dari modal internal maupun modal eksternal, dimana modal internal merupakan modal yang berasal dari laba ditahan sedangkan modal eksternal berasal dari para kreditur dan pemegang saham (pemilik). Modal yang berasal dari kreditur disebut sebagai hutang perusahaan dan modal yang berasal dari pemegang saham disebut modal saham (Ridloah, 2010)

Hutang sendiri didefinisikan sebagai pengorbanan ekonomis yang mungkin timbul di masa mendatang dan kewajiban organisasi sekarang untuk mentransfer aset atau memberikan jasa ke pihak lain di masa mendatang sebagai akibat dari transaksi atau kejadian di masa lalu (Riyanto, 1995). Hutang muncul terutama karena penundaan pembayaran untuk barang atau jasa yang telah diterima oleh organisasi dan dari dana yang dipinjam. Hutang dapat digolongkan menjadi 3 jenis, yaitu (Riyanto, 1995):

- 1) Hutang jangka pendek (*short-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya kurang dari satu tahun. Sebagian hutang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan, yaitu kredit yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan

usahanya, meliputi kredit rekening koran, kredit dari penjual, kredit dari pembeli dan kredit wassel.

- 2) Hutang jangka menengah (*intermediate-term debt*), yaitu hutang jangka yang waktunya lebih dari satu tahun dan kurang dari sepuluh tahun. Kebutuhan membelanjai usaha melalui kredit ini karena adanya kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi melalui kredit jangka pendek maupun kredit jangka panjang. Bentuk utama kredit jangka menengah adalah term loan dan lease financing.
- 3) Hutang jangka panjang (*long-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya lebih dari sepuluh tahun. Hutang jangka panjang ini digunakan untuk membiayai ekspansi perusahaan. Bentuk utama dari hutang jangka panjang adalah pinjaman obligasi (*bonds-payable*) dan pinjaman hipotik (*mortgage*).

Hutang merupakan instrument yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Sampai batas tertentu, semakin tinggi proporsi hutang suatu perusahaan, maka semakin tinggi harga saham perusahaan tersebut, namun pada titik tertentu lainnya peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan (Chen dan Steiner, 1999). Hutang mampu meningkatkan nilai perusahaan karena hutang memiliki keunggulan penting seperti bunga yang ditimbulkan menjadi salah satu biaya dan menjadi pengurang pajak. Namun ketika menggunakan hutang yang terlalu besar justru akan memunculkan biaya kebangkrutan karena beban tetap yang ditanggung perusahaan semakin besar. Oleh karena itu, perusahaan harus berhati-hati dalam menentukan kebijakan hutangnya sehingga mencapai kondisi optimal yang nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Menurut Sari dan Wirajaya (2017) kebijakan hutang merupakan suatu keputusan yang dipilih oleh pihak manajemen untuk memperoleh sumber pembiayaan dari eksternal perusahaan untuk dapat digunakan dalam membiayai aktivitas operasional perusahaan. Menurut Maftukhah (2013) kebijakan hutang berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal sedangkan menurut Mulianti (2010), kebijakan hutang merupakan keputusan yang diambil oleh manajer terkait besarnya komposisi hutang dalam struktur modalnya. Berdasarkan berbagai pendapat tersebut, kebijakan hutang dapat diartikan sebagai keputusan terkait seberapa besar perusahaan akan menggunakan hutang dalam struktur modalnya.

Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan. Menurut Mulianti (2010) daripada menerbitkan saham baru, manajemen beranggapan dengan penggunaan hutang perusahaan akan menjadi lebih aman. Hal ini disebabkan jika perusahaan akan berekspansi, perusahaan tersebut pasti membutuhkan modal yang besar dan modal tersebut dapat berasal dari hutang maupun ekuitas.

Rahmawati (2012) menyatakan keputusan pembiayaan melalui hutang mempunyai batasan sampai seberapa besar dana dapat digali. 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.

Kebijakan hutang dapat diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), yaitu rasio yang membandingkan total hutang dengan total ekuitas (Naini dan Wahidahwati, 2014). Penelitian ini menggunakan DER sebagai alat untuk mengukur kebijakan hutang perusahaan dengan alasan perusahaan mengutamakan pendanaan internal terlebih dahulu, dan seiring dengan kebutuhan perusahaan yang semakin banyak, perusahaan harus menjalankan aktivitasnya dengan bantuan dana dari luar. Rasio ini dapat menggambarkan seberapa besar hutang yang diambil perusahaan dilihat dari ekuitas yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi rasio ini mengindikasikan bahwa semakin besar hutang yang diambil dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan dibandingkan dengan menggunakan ekuitas. Rasio ini menggambarkan hutang yang digunakan sebagai sumber pendanaan yang harus diperhatikan, karena harus memperhatikan ekuitas perusahaan di masa yang akan datang untuk pengembalian hutang yang digunakan. Beberapa peneliti sebelumnya seperti Suwardika dan Mustanda (2017) serta Naini dan Wahidahwati (2014) menggunakan rumus *debt equity ratio* (DER) ini untuk memproksikan kebijakan hutang.

2.2.3. *Business risk*

Aktivitas yang dilakukan perusahaan tidak dapat dipisahkan dari adanya risiko. Risiko dinyatakan sebagai penyimpangan keuntungan dari yang diharapkan. Risiko dari suatu investasi dapat dibagi menjadi dua yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko tidak sistematis ini seringkali diabaikan karena risiko tidak sistematis dapat dihindari dengan cara melakukan diversifikasi portofolio investasi, sehingga risiko yang harus diperhatikan dalam berinvestasi adalah risiko sistematis (Sembiring, 2012)

Menurut Brigham dan Houston (2006:8) terdapat dua dimensi risiko, yaitu risiko keuangan (*financial risk*) serta risiko bisnis (*business risk*). *Financial risk* merupakan risiko tambahan bagi pemegang saham biasa karena perusahaan menggunakan hutang. Sedangkan *business risk* merupakan tingkat risiko dari operasi perusahaan apabila tidak menggunakan hutang. Menurut Brigham dan Houston (2006:8) secara konsep perusahaan mewakili sejumlah risiko yang inheren di dalam operasinya, risiko ini merupakan risiko bisnis yaitu suatu ketidakpastian mengenai proyeksi pengembalian atas aktiva di masa mendatang. Menurut Wild dan Robert dalam Sembiring (2012) *business risk* merupakan salah satu elemen dari risiko sistematis.

Joni dan Lina (2010) mengungkapkan bahwa *business risk* merupakan salah satu risiko yang dihadapi oleh perusahaan ketika menjalankan operasinya dimana berkaitan dengan ketidakpastian dalam pendapatan yang diperoleh perusahaan. Sedangkan menurut Alnajjar (2015) *business risk* diartikan sebagai variabilitas dari laba operasi akibat sebuah ketidakpastian. Berdasarkan berbagai

definisi tersebut, dapat diketahui bahwa *business risk* merupakan variabilitas dari keuntungan atau pendapatan yang diharapkan terjadi sehingga memunculkan ketidakpastian pada perkiraan pendapatan operasi perusahaan di masa mendatang. Semakin besar variabilitas dari pendapatan perusahaan mengindikasikan perusahaan menghadapi *business risk* yang tinggi.

Brigman dan Houston (2006:11) menyebutkan beberapa faktor yang dapat memengaruhi *business risk* dari sebuah perusahaan, antara lain:

- 1) Variabilitas permintaan; semakin stabil sebuah permintaan produk dari perusahaan tertentu, *ceteris paribus*, akan menurunkan *business risk* perusahaan tersebut.
- 2) Variabilitas harga jual; perusahaan yang produknya dijual pada pasar yang relatif *volatile* (mudah berubah), akan lebih memiliki *business risk* bila dibandingkan dengan perusahaan yang sama yang harga outputnya lebih stabil.
- 3) Variabilitas biaya input; perusahaan yang memiliki biaya input yang tidak pasti akan memiliki *business risk* yang tinggi.
- 4) Kemampuan untuk menyesuaikan harga output dengan perubahan dalam biaya input; semakin mampu sebuah perusahaan dalam melakukan penyesuaian dalam hal harga dan biaya, maka perusahaan tersebut memiliki *business risk* yang semakin rendah.
- 5) Kemampuan untuk mengembangkan produk baru dalam waktu dan biaya yang efektif. Perusahaan seperti obat-obatan dan juga komputer sangat

bergantung pada inovasi produk-produk baru. Semakin cepat sebuah produk menjadi tua atau usang, maka semakin besar pula *business risk*nya.

- 6) Risiko dari perdagangan luar negeri; perusahaan yang pendapatannya sebagian besar datang dari luar negeri dapat membuat pendapatan perusahaan menurun, hal ini dikarenakan adanya fluktuasi nilai kurs mata uang. Hal lain yang dapat menambahkan *business risk* adalah lingkungan bisnis di mana perusahaan tersebut beroperasi.

Jika manajer keuangan perusahaan menginginkan *business risk* yang dihadapinya berkurang, maka tindakan yang dilakukan adalah menstabilkan faktor-faktor tersebut. Semakin tinggi variabilitas mengindikasikan perusahaan tidak dalam kondisi stabil karena tidak mampu mempertahankan tingkat laba sehingga berpotensi gagal memenuhi kewajibannya yang kemudian meningkatnya risiko kebangkrutan (Harjanti dan Tendelilin, 2007).

Menurut Sari dan Wirajaya (2017) perusahaan dengan *business risk* yang lebih tinggi sebaiknya menggunakan lebih sedikit hutang karena peningkatan hutang akan memperbesar beban bunga tetap, sehingga menurunkan laba dan menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. *Business risk* dapat meningkat ketika perusahaan menggunakan hutang yang tinggi untuk memenuhi kebutuhan pendanaanya. Risiko timbul seiring dengan munculnya beban biaya atas pinjaman yang dilakukan perusahaan. Semakin besar beban biaya yang harus ditanggung maka semakin besar risiko yang dihadapi perusahaan.

Harjanti dan Tendelilin (2007) mengatakan perusahaan dengan tingkat *business risk* tinggi memiliki peluang pailit yang lebih besar. Jika perusahaan

mengalami pailit akan memberikan dampak terhadap menurunnya *revenue obligasi*. Konsekuensinya, nilai perusahaan yang sementara berada dalam pailit lebih rendah dibanding nilainya sewaktu bisnis perusahaan beroperasi normal. Untuk menghindari pailit, perusahaan yang memiliki tingkat *business risk* tinggi, sebaiknya mengurangi penggunaan hutang.

Banyak penelitian terdahulu seperti Lim (2012), Wiagustini dan Pertamawati (2015) serta Sari dan Wirajaya (2017) yang menggunakan standar deviasi dari EBIT (*Earning Before Interest and Tax*) untuk mengukur *business risk*. Menurut Ghozali (2013) standar deviasi merupakan ukuran dispersi (penyebaran), dalam hal ini ukuran secara statistik dari risiko dimana semakin besar nilai standar deviasi maka semakin besar risikonya.

2.2.4. Firm Size

Firm size atau ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva atau total penjualan bersih (Marsally dalam Putri, 2013). Suwardika dan Mustanda (2017) berpendapat bahwa ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan. Berdasarkan hal tersebut dapat diketahui bahwa ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva atau total penjualan bersih.

Wiagustini dan Pertamawati (2015) menyatakan semakin besar total aktiva maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Ukuran perusahaan menunjukkan tinggi rendahnya aktivitas operasi suatu perusahaan. Menurut

Brigham dan Houston (2011), perusahaan yang besar dan mapan (stabil) akan lebih mudah untuk terjun ke pasar modal. Hal ini akan membawa konsekuensi pada semakin tingginya fleksibilitas serta kemampuan untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek.

Signaling theory memperlihatkan dimana perusahaan yang memiliki ukuran yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan. Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007) ukuran perusahaan yang besar menunjukkan kondisi yang 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. Kemudian perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil.

Ukuran perusahaan dapat dilihat dari besarnya jumlah aset yang dimiliki perusahaan tersebut. Menurut Margaretha dan Ramadhan (2010), proksi yang dapat digunakan untuk menggambarkan ukuran suatu perusahaan adalah logaritma natural dari total aset. Peneliti sebelumnya seperti Rasyid *et al.*, (2015), Wiagustini dan Pertamawati (2015), Damayanti (2013) serta Rai dan Merta (2016) juga menggunakan logaritma natural dari total aset untuk memproksikan ukuran perusahaan.

2.3. Kajian Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa hasil penelitian terdahulu yang berkaitan dengan pengaruh *business risk*, *firm size* dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

Penelitian-penelitian tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 2.1
Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul	Metode Analisis	Hasil
1.	Jia dan Chen (2008)	<i>Financial Risk, Business risk and Firm Value for Logistics Industry</i>	<i>Multiple regression analysis</i>	<i>Financial risk dan business risk</i> berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, <i>Firm size</i> berpengaruh negatif pada nilai perusahaan sedangkan Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan
2.	Joni dan Lina (2010)	Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal.	Analisis regresi berganda	Pertumbuhan aktiva dan struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal, Ukuran perusahaan dan dividen tidak berpengaruh terhadap struktur modal sedangkan Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal
3.	Cheng dan Tzeng (2011)	<i>The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect</i>	<i>Moderating regression analysis</i>	Kebijakan hutang atau <i>leverage</i> secara signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

No	Peneliti	Judul	Metode Analisis	Hasil
4.	Mahendra, Artini, dan Suarjaya (2012)	Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI	<i>Multiple Regression and Moderated Regression Analysis</i>	Likuiditas, profitabilitas dan <i>leverage</i> tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
5.	Amarjit dan John (2012)	<i>The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms</i>	<i>Multiple regression analysis</i>	<i>Financial leverage, firm size, dan insider holdings</i> berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur di amerika
6	Lim (2012)	<i>Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China</i>	<i>Multiple regression analysis</i>	<i>Firm size</i> berpengaruh positif terhadap rasio hutang. <i>Profitability, non-debt tax shields, earnings volatility</i> dan <i>non-circulating shares</i> berpengaruh negatif terhadap rasio hutang
7.	Wimelda dan Marlinah (2013)	Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Non Keuangan	Analisis Regresi berganda	Profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, kepemilikan managerial, dan struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sedangkan Likuiditas kesempatan pertumbuhan, deviden, investasi, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap struktur modal

No	Peneliti	Judul	Metode Analisis	Hasil
8.	Yuliani, Isnurhadi dan Samadi (2013)	Keputusan Investasi, Pendanaa dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan <i>Business risk</i> sebagai Variabel Moderasi	<i>Path analisis</i>	Keputusan investasi memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan. Keputusan pendanaan dan keputusan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan <i>Business risk</i> meningkatkan nilai perusahaan. <i>Business risk</i> mampu memediasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai, namun tidak memediasi keputusan investasi dan dividen
9.	Rasyid, jamuddin, Mas'ud, dan Su'un (2015)	<i>Effect of Ownership Structure, Company size and Profitability on Dividend Policy and Manufacturing Company's value in Indonesia Stock Exchange</i>	<i>Multiple regression analysis</i>	<i>Ownership structure, company size</i> dan <i>profitability</i> berpengaruh terhadap <i>dividend policy</i> . <i>Company size</i> dan <i>profitability</i> berpengaruh terhadap nilai perusahaan. sedangkan <i>Ownership structure</i> tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan
10.	Ogolmagai (2013)	<i>Leverage Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan Pada Industri Manufaktur yang Go Public Di Indonesia</i>	Analisis regresi berganda	Kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

No	Peneliti	Judul	Metode Analisis	Hasil
11.	Wiagustini dan Pertamawati (2015)	Pengaruh <i>Business risk</i> dan Ukuran Perusahaan Pada Struktur Modal dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Farmasi Di Bursa Efek Indonesia	<i>Path analysis.</i>	<i>Business risk</i> dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan pada struktur modal. <i>Business risk</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan pada nilai perusahaan. Struktur modal memediasi pengaruh <i>business risk</i> pada nilai perusahaan.
12.	Rastogi dan Saxena (2015)	<i>Leverage And Firm's Value: An Empirical Review Of Concept With Reference To High Leveraged Indian Companies</i>	<i>Multiple regression analysis.</i>	<i>Leverage</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan
13.	Alnajjar (2015)	<i>Business risk Impact On Capital Structure: A Case Of Jordan Industrial Sector</i>	<i>Linear regression model</i>	<i>Business risk</i> dan <i>profitability</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt equity ratio</i> . <i>Firm size</i> berpengaruh positif terhadap <i>debt to equity ratio</i> .
14.	Rai dan Merta (2016)	Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan	<i>Multiple regression analysis</i>	Struktur modal dan kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

No	Peneliti	Judul	Metode Analisis	Hasil
15.	Adetunji dan Akinyemi (2016)	<i>Financial Leverage And Firms' Value: A Study Of Selected Firms In Nigeria</i>	<i>Multiple regretion analysis</i>	<i>Leverage</i> berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan
16.	Pratama dan Wiksuana (2016)	Pengaruh Ukuran Perusahaan dan <i>Leverage</i> Terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Mediasi	<i>Path analysis</i>	Ukuran perusahaan, <i>leverage</i> dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan dan <i>leverage</i> berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas. Profitabilitas tidak mampu memediasi pengaruh ukuran perusahaan serta <i>leverage</i> terhadap nilai perusahaan
17.	Sari dan Wirajaya (2017)	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> dan <i>Business risk</i> Pada Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel <i>Intervening</i>	<i>Path analysis</i>	<i>Business risk</i> berpengaruh negatif pada kebijakan hutang. Secara parsial <i>free cash flow</i> , <i>business risk</i> dan kebijakan hutang berpengaruh pada nilai perusahaan. Hutang tidak mampu memediasi pengaruh <i>business risk</i> pada nilai perusahaan.
18.	Suwardika dan Mustanda (2017)	Pengaruh <i>Leverage</i> , Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan	Analisis regresi linier berganda	<i>Leverage</i> , ukuran perusahaan, serta profitabilitas secara parsial berpengaruh signifikan dan memiliki arah yang positif terhadap nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan secara parsial berpengaruh signifikan namun memiliki arah yang negatif terhadap nilai perusahaan.

No	Peneliti	Judul	Metode Analisis	Hasil
19.	Alkhatib, Sraheen dan Marji (2017)	<i>Determinants Of Capital Structure Decisions : An Empirical Study From Developing Country</i>	<i>Multiple regression analysis</i>	<i>Firm size</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. <i>Business risk</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang
20.	Suwardika dan Mustanda (2017)	Pengaruh <i>Leverage</i> , Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Properti	Analisis Regresi berganda	<i>Leverage</i> dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Sumber: Berbagai Jurnal (2017)

2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis

2.4.1. Pengaruh *Business Risk* Terhadap Kebijakan Hutang

Risiko bisnis atau *business risk* merupakan salah satu indikator penting bagi perusahaan dalam menentukan sistem pendanaan perusahaan terutama dalam keputusan penggunaan hutang (Sari dan Wirajaya, 2017). Sesuai dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan meningkatkan risiko kebangkrutan. Hal ini disebabkan besarnya beban bunga tetap yang harus dibayarkan (Harjanti dan Tendelilin, 2007). Oleh karena itu, perusahaan dengan *business risk* yang tinggi harus lebih berhati-hati dalam menentukan kebijakan hutangnya.

Alnajjar (2015) menyatakan bahwa perusahaan dengan *business risk* tinggi sebagai akibat dari kegiatan operasinya, akan menghindari untuk menggunakan hutang yang terlalu tinggi dalam mendanai aktivitya. Hal ini karena perusahaan tidak akan meningkatkan risiko yang berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian hutang di masa depan. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi menghadapi ketidakpastian kemampuan dalam hal mengumpulkan dana untuk melunasi pinjamannya kepada kreditur akibat berfluktuasinya pendapatan mereka. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki *business risk* yang tinggi akan berusaha menjaga proksi hutangnya agar tidak membahayakan keberlangsungan perusahaan.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Mulianti (2010) menyatakan bahwa *business risk* memiliki pengaruh negatif pada kebijakan hutang perusahaan. Hal serupa ditunjukkan oleh Alnajjar (2015) serta Sari dan Wirajaya (2017) yang juga menyimpulkan bahwa *business risk* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hal tersebut, perusahaan yang memiliki *business risk* tinggi cenderung memiliki kebijakan hutang yang rendah.

2.4.2. Pengaruh *Firm Size* terhadap Kebijakan Hutang

Ukuran perusahaan (*firm size*) juga dijadikan pertimbangan perusahaan dalam menentukan kebijakan hutang. 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 besar dibanding perusahaan kecil. Oleh karena itu, perusahaan

besar sebaiknya beroperasi pada tingkat hutang yang tinggi untuk penghematan pajak. Hal ini sesuai dengan *trade off theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibanding perusahaan yang membayar pajak rendah, karena penggunaan hutang dapat memberikan manfaat perlindungan pajak.

Mulianti (2010) menyatakan perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil. Semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur. Menurut Suwardika dan Mustanda (2017), perusahaan besar memiliki aset besar yang dapat digunakan sebagai jaminan dalam memperoleh hutang, sehingga membuat kreditur baik yang pribadi maupun institusional lebih mudah dalam meminjamkan dananya kepada perusahaan. Kreditur menganggap jika perusahaan mengalami kebangkrutan, perusahaan dengan aset yang lebih besar mempunyai kemampuan yang lebih besar pula dalam menutupi tanggung jawabnya.

Berdasarkan hal tersebut, semakin besar ukuran perusahaan diprediksi memiliki tingkat hutang yang semakin tinggi. Penelitian yang dilakukan Mulianti (2010), Wiagustini dan Pertamawati (2015), Pratama dan Wiksuana (2016) serta Alkhatib *et al.*, (2017) menunjukkan hasil yang seragam dimana ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

2.4.3. Pengaruh *Business risk* terhadap Nilai Perusahaan

Chen dan Jaing (2001) serta Lim (2012) menyatakan *business risk* merupakan refleksi dari volalitas pendapatan perusahaan, dimana 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 volalitas pendapatan perusahaan, artinya perusahaan menghadapi *business risk* yang tinggi. Hal tersebut mengindikasikan perusahaan tidak dalam kondisi stabil karena tidak mampu mempertahankan tingkat laba sehingga berpotensi gagal memenuhi kewajibannya yang kemudian meningkatnya risiko kebangkrutan.

Menurut Sari dan Wirajaya (2017), seorang investor menangkap tingginya risiko kebangkrutan akibat *business risk* yang dihadapi oleh perusahaan sebagai sinyal negatif terkait prospek perusahaan yang kurang baik di masa yang akan datang, sehingga mereka tidak tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Hal ini mengakibatkan 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* mempunyai pengaruh negatif pada nilai perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi *business risk* yang dihadapi oleh perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut akan turun di mata investor.

2.4.4. Pengaruh *Firm Size* terhadap Nilai Perusahaan

Perusahaan besar ataupun kecil dapat dilihat melalui seberapa besar total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Menurut Suwardika dan Mustanda (2017), perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan, yang mana 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, selain itu juga mencerminkan bahwa perusahaan lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibandingkan perusahaan dengan total aset yang kecil.

Perusahaan yang memiliki ukuran semakin besar dinilai oleh investor sebagai sinyal positif terkait kondisi perusahaan. Hal tersebut akan menarik perhatian investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut dengan harapan pengembalian atas investasinya akan semakin tinggi. Peningkatan penawaran saham di pasar modal akan sejalan dengan peningkatan pada nilai perusahaan (Alnajjar, 2015).

Penelitian yang dilakukan oleh John dan Amarjit (2012), Rasyid *et al.*, (2015) serta Pratama dan Wiksuana (2016) menunjukkan hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Berdasarkan hal tersebut semakin besar ukuran sebuah perusahaan, maka nilai perusahaan akan semakin tinggi.

2.4.5. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan pendanaan terkait 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 teori sinyal, perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaannya karena hal tersebut berkaitan dengan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang (Brigham dan Houston, 2006:39). Selain itu, meningkatkan pendanaan dengan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen (*agency problem*) sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Jusriani, 2013)

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, semakin tinggi kebijakan hutang maka nilai perusahaan akan meningkat.

2.4.6. Pengaruh *Business risk* terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan

Hutang

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

tinggi mencerminkan kondisi ketidakpastian akibat berfluktuasinya pendapatan perusahaan. Jika perusahaan menggunakan hutang yang berlebihan dalam kondisi berisiko bisnis tinggi, perusahaan akan mengalami kesulitan dalam mengumpulkan dana untuk melunasi pinjamannya kepada kreditur. Hal ini disebabkan besarnya beban bunga tetap yang harus dibayarkan (Harjanti dan Tendelilin, 2007). Dengan kata lain semakin tinggi *business risk* yang dihadapi maka kebijakan hutang perusahaan tersebut akan semakin rendah

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 menurunkan nilai perusahaan.

Berdasarkan hal tersebut, nilai perusahaan bisa diciptakan dengan kebijakan hutang, dimana kebijakan hutang juga bergantung pada *business risk* yang dihadapi perusahaan. Ketika kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan semakin rendah akibat *business risk* yang tinggi menyebabkan nilai perusahaan turun dimata investor. 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

2.4.7. Pengaruh *Firm Size* terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan

Hutang

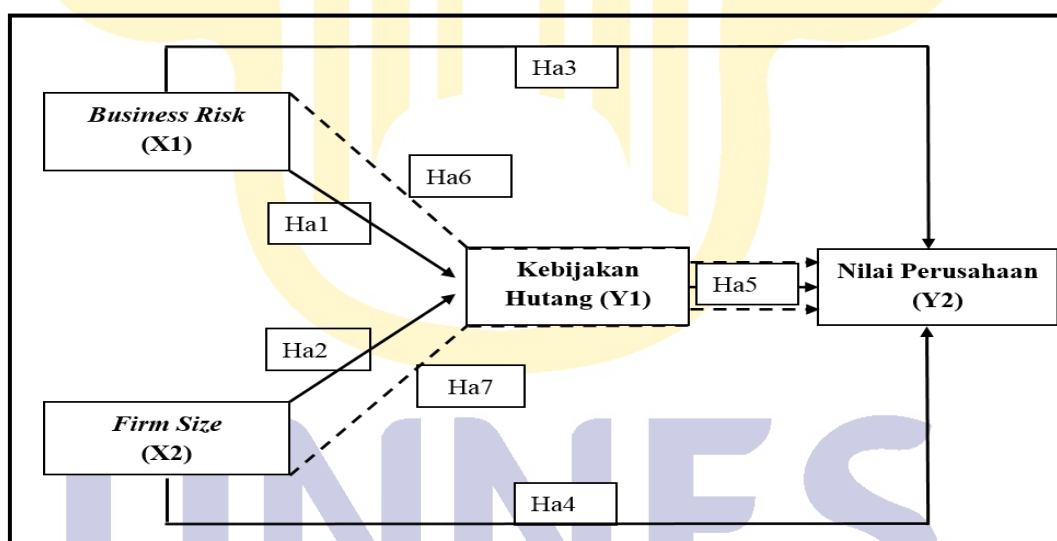
Perusahaan yang berukuran besar memiliki kegiatan operasional yang besar, sehingga membutuhkan dana yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang berukuran kecil (Putri, 2012). Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam memperoleh pinjaman. 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 dan Mustanda, 2017).

Kemudahan perusahaan mendapatkan dana dari luar berupa hutang akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasinya. perusahaan yang meningkatkan penggunaan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospeknya di masa yang akan datang terkait kemampuannya memenuhi kewajiban (Anggraini, 2015). 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.

Rai dan Merta (2016) menyatakan nilai perusahaan bisa diciptakan dengan kebijakan hutang, dimana kebijakan hutang juga bergantung terhadap ukuran perusahaan. Kebijakan hutang yang tinggi akibat mudahnya akses ke pasar modal

oleh perusahaan berukuran besar akan meningkatkan nilai perusahaan dimata investor. Penelitian Hermuningsih (2012) mendapatkan hasil bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening. Penelitian tersebut mengindikasikan kebijakan hutang mampu menjadi mediasi yang menghubungkan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan tujuan penelitian, landasan teori, dan hasil penelitian sebelumnya serta permasalahan yang telah dikemukakan, maka sebagai dasar untuk menyusun hipotesis berikut disajikan kerangka pemikiran yang dituangkan dalam model penelitian pada gambar 2.1.



Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis

Sumber: Wiagustina dan Pertamawati (2015)

Pada Gambar 2.1 anak panah penuh menunjukkan pengaruh secara langsung, sedangkan anak panah putus-putus menunjukkan pengaruh tidak langsung.

2.5. Hipotesis Penelitian

Ha1: *Business risk* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015

Ha2: *Firm size* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015

Ha3: *Business risk* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015

Ha4: *Firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015

Ha5: Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015

Ha6: *Business risk* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015

Ha7: *Firm size* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015

BAB V

PENUTUP

5.1. Simpulan

Berdasarkan hasil uji hipotesis dan pembahasan mengenai pengaruh *business risk* (*business risk*) dan ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015 dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. *Business risk* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015
2. *Firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.
3. *Business risk* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015
4. *Firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.
5. Kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.

6. Kebijakan hutang terbukti tidak mampu memediasi pengaruh *business risk* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015
7. Kebijakan hutang terbukti mampu memediasi pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015

5.2. Saran

Beberapa saran yang dapat peneliti sampaikan berdasarkan analisis yang telah dilakukan:

1. Bagi Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini masih menghasilkan pengaruh yang kurang kuat terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan yaitu secara berturut-turut hanya mampu menjelaskan sebesar 9.1% dan 38.1%, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak masuk dalam model. 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, maupun struktur kepemilikan saham serta menjadikan variabel risiko bisnis sebagai variabel intervening, hal tersebut karena berdasarkan pada hasil penelitian ini, kebijakan hutang tidak mampu memediasi pengaruh *business risk* terhadap nilai perusahaan, namun

risiko bisnis terbukti meningkat ketika perusahaan menggunakan semakin besar hutang yang pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan.

2. Bagi Manajemen Perusahaan

Bagi manajemen perusahaan *property* dan *real estate* agar lebih berhati-hati dalam pengambilan keputusan yang dapat mempengaruhi perubahan *business risk*, ukuran perusahaan, dan kebijakan hutang, maupun variabel-variabel lain yang juga akan mempengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaan harus sesuai dengan kondisi keuangan perusahaan, sehingga optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan utama perusahaan dapat tercapai.

2. Bagi investor

Jika investor ingin melakukan investasi pada perusahaan khususnya pada sektor *property* dan *real estate*, dapat mempertimbangkan variabel *business risk*, 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, Cahyati dan Anindya Ardiansari (2015). Pengaruh Faktor Ekonomi Makro dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*, Vol. 4(1).
- Alkhatib, Khalid, Dea'a Al-Sraheen and Qais Marji. (2017). Determinants of Capital Structure Decisions: An Empirical Study from Developing Country. *International Business Management*, Vol. 11(1).
- Alnajjar, Mohd I. M. (2015). Business risk Impact on Capital Structure: A Case of Jordan Industrial Sector. *Global Journal of Management and Business Reasearch*, Vol. 15(1).
- Bambang Riyanto. (1995). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE: Yogyakarta.
- Brigham, E. F. dan Joel F. Houston. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen. Keuangan, alih bahasa Ali Akbar Yulianto, Buku 2 Edisi 10*. Jakarta: Salemba Empat.
- (2010). *Dasar-Dasar Manajemen. Keuangan, alih bahasa Ali Akbar Yulianto, Buku 1. Edisi 11*. Jakarta: Salemba Empat.
- Cahyaningdyah, Dwi dan Yustieana Dian Ressay. (2011). Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 3(1).
- Chen, Carl R. dan Thomas L. Steiner. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review*, Vol. 34 (1)
- Chen, L. H., dan Jiang, G. J. (2001). *The Determinant of Dutch Capital Structure Choice*. Working Paper, September 2001.

- Cheng, Ming-Chang and Zuwei-Ching Tzeng. (2011). The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect. *World Journal of Management*, Vol 3(2).
- Damayanti. (2013). Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Peluang Bertumbuh dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal (Studi pada Perusahaan Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Perspektif Bisnis*, Vol. 1(1).
- Erfiana, Deka dan Anindya Ardiansari. (2016). Pengaruh Masalah Keagenan, Kebijakan dividen, Dan Variabel Moderasi Growth Opportunity Terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*, Vol. 5(3).
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. dan Dwi Ratmono. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariat dan Ekonometrika: Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 8*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Harjanti, Theresia Tri, dan Eduardus Tandelili. (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*, Vol. 1(1).
- Hermeindito, Kaaro. (2001). *Analisis Leverage dan Dividen dalam Lingkungan Ketidakpastian: Pendekatan Pecking Order Theory dan Balancing Theory*. Simposium Nasional Akuntansi IV.
- Hermuningsih, Sri. (2012). Pengaruh Profitabilitas, Size terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 18(2).
- John O., and Amarjit Gill. (2012). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International*

Research Journal of Finance and Economics. pp: 1-14

Joni dan Lina. (2010). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi STIE Trisakti*, Vol. 12(2).

Jusriani, Fanindya Ika dan Shidiq Nur Rahardjo. 2013. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011). *Jurnal Akuntansi Diponegoro*. Vol. 2(2).

Khalid, S. (2011). Financial Reforms and Dynamics of Capital Structure Choice: a Case of Publically Listed Firms of Pakistan. *Journal of Management Research*, Vol. 3(1).

Kusumajaya, Dewa Kadek Oka. (2011). Pengaruh Struktur Modal Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Denpasar: Universitas Udayana.

Lim, Thian Cheng. (2012). Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4(3).

Maftukhah, Ida. (2013). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kinerja Keuangan Sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 4(4).

Margaretha, Farah dan Aditya Rizky Ramadhan. (2010). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12(2).

Mulianti, Fitri M. (2010). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan. *Tesis*. Semarang: Pascasarjana Universitas Diponegoro.

- Mutamimah. (2003). Analisis Struktur Modal pada Perusahaan Non Finansial yang Go Public di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Bisnis Strategi*, Vol. 11.
- Naini, Dwi Ismiwatis dan Wahidahwati. (2014). Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi* Vol. 3(4).
- Nuswandari, Cahyani. (2009). Pengungkapan Pelaporan Keuangan dalam Perspektif Signaling Theory. *Kajian Akuntansi*. Vol. 1(1).
- Ogolmagai, Natalia.(2013). Leverage Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan pada Industri Manufaktur Yang Go Public di Indonesia. *Jurnal EMBA*, Vol. 1(3).
- Pratama, I G B A dan I G B Wiksuana. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Mediasi. *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 5(2).
- Putri, Ginza Angelia Purwanto. (2013). Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional Free Cast Flow Investment Opportunity Set terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening. *Skripsi*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Rahmawati, A. N. (2012). Analisis Faktor Kebijakan Hutang yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Rai, N K Prastuti dan I G Merta Sudiartha. (2016). Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 5(3).
- Rastogi, Sanjay and Pradeep Saxena. (2016). Leverage and Firm Value: an Empirical Review of Concept with Reference to High Leveraged Indian Companies. *International Journal of Research in IT and Management*, Vol. 6.

- Rasyid A., Mahfud Nur Najamuddin, Masdar Mas'sud, Muhammad Su'un. (2015). Effect of Ownership Structure, Company Size and Profitability on Dividend Policy and Manufacturing Company's Value in Indonesia Stock Exchange. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, Vol. 9(20).
- Ridloah, Siti. (2010). Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empirik Pada Perusahaan Multifinansial, *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 1(2).
- Sanusi, Anwar. (2014). *Metodologi Penelitian Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat
- Sari, Evrila Lupita dan Andhi Wijayanto. (2015). Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Risiko sebagai Variabel Mediasi. *Management Analysis Journal*, Vol. 4(4).
- Sari, Lusya A., and Yanthi. H. (2009). Debt to Equity Ratio, Degree of Operating Leverage, Stock Beta, and Stock Returns of Food & Beverages on IDX. *Journal of Applied Finance and Accounting (JAFSA)*, Vol. 2(1).
- Sari, Ni Putu Santhi Puspita dan I Gede Ary Wirajaya. (2017). Pengaruh Free Cash Flow dan Business Risk Pada Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Vol. 18.
- Sembiring, Sukmi Amelianty. (2012). Pengaruh Klasifikasi Industri dan Ukuran Perusahaan terhadap Risiko Bisnis pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen*, Vol. 1(1).
- Siregar, B. (2005). Hubungan Antara Deviden, Leverage Keuangan, dan Investasi. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, Vol. 2.
- Steven dan Lina. (2011). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13(3).
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi

- Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 9(1).
- Sukirni, Dwi. (2012). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Analisis terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal*. Vol. 1 (2).
- Suwardika, I Nyoman Agus dan I Ketut Mustanda. (2017). Pengaruh Leverage, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Properti. *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 6(3).
- Urban Land Institute. (2017). *Emerging Trends in Real estate Asia Pacific*. New York: PWC, [electronic version]. Diakses pada Mei 10, 2017 dari <https://www.pwc.nl/nl/assets/documents/pwc-emerging-trends-in-realestate-2016-asia-pacific.pdf>
- W. Jia and B. Chen. (2008). *Financial Risk, Business risk And Firm Value for Logistics Industry*,” in Proceedings of the 4th International Conference on Wireless Communications, Networking and Mobile Computing (WiCOM '08), pp. 1–4
- Warapsari, A. A. A. U., & Suaryana, I. G. N. A. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Utang sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Vol.16.
- Wiagustini, Ni Luh Putu dan Ni Putu Pertamawati. (2015). Pengaruh Business Risk dan Ukuran Perusahaan Pada Struktur Modal dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Farmasi di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis dan Kewirausahaan*, Vol. 9(2).
- Wijaya, Bayu Irfandi dan I. B. Panji Sedana. (2015). Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen dan Kesempatan Investasi

sebagai Variabel Mediasi). *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 4(12).

Wimelda, L., dan Marlinah, Aan. (2013). Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Non Keuangan. *Jurnal Media Bisnis STIE Trisakti*, Vol. 3(1).

Wirartha, I. Made. (2006). *Metodologi Penelitian Sosial Ekonomi*. Yogyakarta: CV Andi Offset (Penerbit Andi).

www.bi.go.id Diakses pada tanggal 10 Maret 2017.

www.bisnis.com Diakses pada tanggal 10 Maret 2017.

www.bps.go.id Diakses pada tanggal 10 Maret 2017.

www.idx.go.id Diakses pada tanggal 10 Maret 2017.

www.pwc.com Diakses pada tanggal 10 Maret 2017.

Yuliani, Isnurhadi, dan Samadi,W.B. (2013). Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Business Risk sebagai Variabel Mediasi. *Jurnal Keuangan dan Perbankan Universitas Sriwijaya*, Vol. 17 (3).