

## PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN RISIKO BISNIS PADA NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING*

Ni Putu Santhi Puspita Sari<sup>1</sup>  
I Gde Ary Wirajaya<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia  
e-mail: [santhipuspitaa@gmail.com](mailto:santhipuspitaa@gmail.com)/081339308571

<sup>2</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia

### ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* dan risiko bisnis pada nilai perusahaan dan bagaimana kebijakan hutang dapat memediasi pengaruh kedua faktor tersebut pada nilai perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2015. Jumlah sampel yang di ambil sebanyak 29 perusahaan dengan teknik *purposive sampling*. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis jalur (*Path Analysis*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* yang tinggi menyebabkan perusahaan meningkatkan kebijakan hutang sehingga optimalisasi nilai perusahaan dapat tercapai dan kebijakan hutang merupakan variabel *intervening*. Risiko bisnis dapat meningkat ketika perusahaan menggunakan hutang yang tinggi untuk memenuhi kebutuhan pendanaanya yang akan menurunkan nilai perusahaan dan kebijakan hutang bukan merupakan variabel *intervening*.

**Kata kunci:** *Free Cash Flow*, Risiko Bisnis, Kebijakan Hutang, Nilai Perusahaan

### ABSTRACT

*The purpose of this study to determine the effect of free cash flow and business risks on the value of the company and how the debt policy may mediate the effect of these two factors on the value of the company. This research was conducted on property and real estate company listed on the Indonesia Stock Exchange in 2011-2015. The number of samples taken as many as 29 companies with purposive sampling technique. Data analysis technique used is the analysis of the path (Path Analysis). The results showed that the high free cash flow led to the company increasing debt policy so that the optimization of the company value can be achieved and Debt policy is an intervening variable.. Business risks can increase when companies use high debt to meet the needs of funding, which will decrease value of the company and Debt policy is not an intervening variable.*

**Keywords:** *Free Cash Flow, Business Risk, Debt Policy, Firm Value*

### PENDAHULUAN

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 banggunya perekonomian. Fakta yang terlihat bahwa pertumbuhan investasi pada perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia dalam data Badan Pusat Statistik

(BPS), yang khususnya ditunjukkan pada realisasi investasi penanaman modal dalam negeri menurut sektor ekonomi meningkat setiap tahunnya. Pada tahun 2015 kinerja lapangan usaha *property* dan *real estate* pada triwulan I tumbuh sebesar 5,26 persen, hal ini tercermin dari peningkatan penjualan hunian perumahan seiring dengan kebutuhan hunian. Bila dibandingkan dengan triwulan IV tahun 2014, lapangan usaha *property* dan *real estate* pada triwulan I di tahun 2015 tumbuh sebesar 1,17 persen. Berdasarkan laporan dari BPS, investor dapat melakukan analisis yang bertujuan untuk meningkatkan pengambilan keputusan dan strategi bisnis yang akan digunakan dengan mengevaluasi informasi yang tersedia tentang situasi perusahaan *property* dan *real estate*. Oleh karena itu, perusahaan dituntut untuk selalu meningkatkan kinerjanya, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan indikator bagaimana pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan (Salvatore, 2005). Nilai perusahaan sangat penting karena mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan. *Return* saham merupakan pencerminan kemampuan unit bisnis untuk menghasilkan keuntungan dengan menggunakan sumber daya perusahaan secara efisien, sehingga semakin tinggi keuntungan perusahaan maka nilai perusahaan juga akan semakin tinggi (Weight dan Ferris, 1997). Optimalisasi nilai perusahaan ini dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi

keputusan keuangan lainnya dan akan berdampak pada nilai perusahaan (Weston dan Copeland, 1992:5). Keputusan penting yang diambil perusahaan dapat berkaitan dengan *free cash flow*, risiko bisnis, dan kebijakan hutang.

Peningkatan nilai perusahaan dapat tercapai apabila ada kerja sama antara manajemen perusahaan dengan pihak lain yang meliputi *shareholder* maupun *stakeholder*. Masalah diantara kedua belah pihak tersebut tidak akan terjadi bila tindakan antara manajer dengan pihak lain berjalan sesuai. Penggunaan *free cash flow* merupakan salah satu pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Aziz (2010) menyatakan bahwa *free cash flow* merupakan kas lebih suatu perusahaan yang dapat disalurkan oleh manajer kepada kreditor atau pemegang saham yang sudah tidak digunakan untuk operasi atau investasi pada asset tetap. Smith & Kim (dalam Gusti, 2013) ketika *free cash flow* tersedia pada suatu perusahaan, manajer diduga akan membagikan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi ketidakefisienan dalam perusahaan. Jensen (1986) berpendapat bahwa terlalu banyak *free cash flow* akan mengakibatkan ketidakcukupan internal seperti modal kerja dan pemborosan sumber daya perusahaan, sehingga mengarah ke biaya agensi sebagai beban dari pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan Wang (2010) pada perusahaan *go public* di Taiwan menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada kinerja perusahaan. Artinya, semakin tinggi *free cash flow* yang terdapat pada perusahaan, maka kinerja perusahaan akan semakin baik. Penelitian lain yang dilakukan oleh Rosalina (2014) menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak

berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dan penelitian Ismiwatis (2014) menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan arah positif. Hubungan positif penelitian ini mendukung teori sinyal dan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Wardani dan Siregar (2009) yang membuktikan bahwa aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil yang tidak signifikan dikarenakan kecenderungan perusahaan menahan *free cash flow* agar tetap dibawah kendali perusahaan yang digunakan sebagai sumber dana internal (laba ditahan) untuk melakukan investasi dibandingkan dengan membagikannya kepada pemegang saham dalam bentuk deviden. Sehingga peningkatan kinerja perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* dalam jumlah besar tidak menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk peningkatan return berupa deviden maupun harga saham.

Faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah risiko bisnis. Timbulnya risiko perusahaan juga dipengaruhi oleh pengambilan keputusan keuangan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan. Menurut Efni (2012) menyebutkan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Setiap keputusan yang diambil oleh perusahaan berdampak pada risiko, yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Sesuai dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa semakin besar hutang maka semakin besar risiko kebangkrutan yang akan ditanggung perusahaan sehingga akan menyebabkan nilai perusahaan menjadi turun. Hal ini disebabkan semakin besarnya beban bunga

tetap yang harus dibayarkan akan meningkatkan risiko dan pendapatan yang diperoleh semakin menurun akibat risiko yang timbul. Hasil penelitian dari Efni (2012), serta Pagach dan Warr (2010), risiko bisnis mempunyai pengaruh negatif pada nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa semakin meningkat risiko bisnis perusahaan, maka nilai perusahaan akan semakin menurun. Muslimin (2006) dan Wasnieski (2008) membuktikan bahwa risiko bisnis mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian diatas, terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian. Oleh karena itu, penelitian ini menguji kembali pengaruh *free cash flow* dan risiko bisnis pada nilai perusahaan dengan mengoperasionalkan kebijakan hutang sebagai pemediasi. Kebijakan hutang dipilih sebagai variabel *intervening* karena meningkatkan sumber pendanaan dengan hutang menjadi salah satu alternatif mengurangi *agency cost* yang diakibatkan oleh konflik keagenan tersebut. Keputusan pendanaan merupakan seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dana yang akan digunakan untuk beroperasi dan mengembangkan usahanya. Pemenuhan dana ini dapat berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan (internal) yaitu laba ditahan dan modal. Menurut *pecking order theory*, manajer akan menggunakan sumber pembiayaan yang berasal dari internal terlebih dahulu, baru menggunakan sumber dari eksternal perusahaan. 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.

Kebijakan hutang itu sendiri adalah suatu keputusan pendanaan yang dipilih perusahaan yang berasal dari eksternal. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang dipilih oleh pihak manajemen untuk memperoleh sumber pembiayaan dari eksternal perusahaan untuk dapat digunakan dalam membiayai aktivitas operasional perusahaan. Mulianti (2010) berpendapat bahwa 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. 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 dari hutang menjadi salah satu biaya dan menjadi pengurang pajak (Solikahan dkk, 2013).

Ghosh dan Ghosh (2008) melakukan penelitian yang menemukan kesimpulan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan di masa datang. Kesimpulan tersebut berbeda dengan kesimpulan penelitian yang dilakukan oleh Cheng dan Tzeng (2011) yaitu kebijakan hutang memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap nilai

perusahaan. Modigliani dan Miller (1958) berpendapat bahwa bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Namun, penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan menghadapi biaya kebangkrutan dan biaya agensi yang tinggi.

Kemajuan pertumbuhan perusahaan *property* dan *real estate* tidak hanya semakin menjamurnya proyek perumahan, gedung perkantoran, pusat pembelanjaan dan fasilitas umum lainnya. Pergerakan saham sektor *property* dan *real estate* di pasar modal ikut berfluktuasi. Menurut laporan dari Badan Pusat Statistik (BPS) mengenai produk domestik bruto 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. Namun kontribusinya terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) meningkat dari 2,79 persen pada tahun 2014 menjadi 2,86 persen pada tahun 2015. Laju pertumbuhan perusahaan *property* dan *real estate* dalam PDB menjadi salah satu perhatian penting bagi investor dan nilai perusahaan mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan. Adanya risiko yang

tinggi dan beragamnya prediksi kondisi pada perusahaan *property* dan *real estate* di tahun 2015, maka penelitian ini dilakukan pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2011 sampai dengan 2015. Penelitian mengenai nilai perusahaan sudah banyak dilakukan untuk menentukan faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, namun terdapat ketidakkonsistenan terhadap hasil penelitian sebelumnya seperti yang telah diuraikan, sehingga peneliti termotivasi untuk meneliti kembali pada dimensi waktu yang berbeda.

Penelitian *free cash flow* oleh Damayanti (2006) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian Faisal (2004) dan Syafi'i (2011) yang menemukan hasil positif dan signifikan antara *free cash flow* pada kebijakan hutang. *Free cash flow* mempunyai pengaruh positif terhadap *debt to equity ratio* juga disimpulkan oleh Indahningrum dan Handayani (2009).

H<sub>1</sub>: *Free Cash Flow* berpengaruh positif pada kebijakan hutang perusahaan.

Risiko bisnis merupakan salah satu indikator penting bagi perusahaan dalam menentukan sistem pendanaan perusahaan terutama dalam keputusan penggunaan hutang. Menurut *pecking order theory*, perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yaitu dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan, dan akumulasi depresiasi. Sebelum memutuskan menggunakan hutang, manajemen perusahaan mempertimbangkan terlebih dahulu risiko bisnisnya. Semakin besar risiko yang dihadapi oleh suatu perusahaan maka perusahaan akan memiliki hutang yang kecil, karena dengan menggunakan hutang

akan meningkatkan likuiditas perusahaan. Semakin rendah risiko yang dihadapi perusahaan, maka kesempatan perusahaan untuk menggunakan sistem pendanaan eksternalnya akan semakin tinggi karena kreditur melihat perusahaan dengan risiko yang rendah. Menurut Yeniatie dan Destriana (2010), risiko bisnis memiliki pengaruh negatif pada kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian Mulianti (2010) dan Murtiningtyas (2012) menyimpulkan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang dengan arah hubungan negatif. Perusahaan yang memiliki risiko cenderung tinggi akan menggunakan hutang dengan kapasitas yang rendah.

H<sub>2</sub>: Risiko bisnis berpengaruh negatif pada kebijakan hutang perusahaan.

Teori sinyal merupakan kandungan informasi yang digunakan untuk memprediksi prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Wardani dan Siregar (2009) menyatakan bahwa terdapatnya aliran kas bebas dalam perusahaan merupakan suatu sinyal positif yang dapat disampaikan kepada investor akan prospek perusahaan dimasa depan yang menggambarkan kemampuan penciptaan kas di masa depan. Kinerja dari perusahaan yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan yang diwujudkan dalam bentuk return yang tinggi melalui dividen, harga saham, atau laba ditahan untuk diinvestasikan di masa depan. Selain itu, surplus dana internal tersebut akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam hal membayar atau melunasi kewajiban jangka pendek dan jangka panjangnya. Tingginya kemampuan untuk melunasi kewajiban ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghadapi kesulitan keuangan di masa depan sehingga akan mendapatkan respon positif dari investor di pasar (Tommy, 2010). Wardani dan

Siregar (2009) dan Tommy (2010) telah membuktikan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

H<sub>3</sub>: *Free cash flow* berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

*Theory Modigliani Miller* menyimpulkan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Menurut Brigham dan Houston (2013), risiko bisnis merupakan ketidakpastian mengenai proyeksi pengembalian atas aktiva pada masa mendatang. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi karena keputusan pendanaan yang dipilihnya menyebabkan nilai perusahaan turun dimata investor yang mempertimbangkan ketika terjadi risiko kebangkrutan, maka kebanyakan asset perusahaan akan dijual untuk melunasi hutang yang jumlahnya besar dibandingkan untuk mengembalikan nilai saham yang ditanamkan investor. Berdasarkan hasil penelitian dari Efni (2012), serta Pagach dan Warr (2010) menyatakan bahwa risiko bisnis mempunyai pengaruh negatif pada nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa semakin meningkat risiko bisnis perusahaan, maka nilai perusahaan akan semakin menurun.

H<sub>4</sub>: Risiko bisnis berpengaruh negatif pada nilai perusahaan.

Keputusan pendanaan yang baik salah satunya kebijakan hutang, akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasi. Semakin banyaknya hutang perusahaan, investor menganggap perusahaan mempunyai banyak kesempatan menggunakan modalnya untuk ekspansi atau pengembangan dengan harapan semakin berkembangnya perusahaan maka keuntungan bagi investor juga akan semakin naik sehingga investor tertarik untuk

membeli saham perusahaan. Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham yang mencerminkan nilai perusahaan semakin tinggi pula. Menurut *signaling theory* bahwa peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban dimasa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah dan hal tersebut akan direspon positif oleh pasar (Fenandar, 2012). Sedangkan menurut teori keagenan menyatakan bahwa meningkatkan pendanaan dengan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen (*agency problem*). Keputusan pendanaan berkaitan dengan kebijakan manajer dalam menentukan proporsi yang tepat antara jumlah hutang dan jumlah modal sendiri di dalam perusahaan sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Jusriani, 2013). Penelitian Hasnawati (2005), Wijaya dan Wibawa (2010), Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa keputusan pendanaan dengan kebijakan hutang mempengaruhi nilai perusahaan secara positif.

H<sub>5</sub>: Kebijakan hutang berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

*Free cash flow* merupakan kelebihan kas yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Ketika *free cash flow* tinggi maka perusahaan akan cenderung menghamburkannya sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan. Jensen (1986) mengemukakan bahwa penggunaan hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer yang dapat menghindari investasi yang sia-sia, dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan. Ginza (2013) menyatakan bahwa *free cash flow* memberikan pengaruh yang positif pada kebijakan hutang. Hal ini membuktikan bahwa *free cash flow* yang

tinggi akan memicu perusahaan untuk menggunakan hutang yang lebih tinggi dengan tujuan untuk mengimbangi biaya keagenan yang ditimbulkan karena konflik antara manajer dengan pemegang saham. Hasil pengujian yang dilakukan oleh Abdillah (2013) menemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh pada nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan pendanaan melalui hutang akan meningkatkan nilai perusahaan dimana perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak dan memberikan manfaat bagi pemegang saham. Peningkatan hutang dapat diartikan pihak luar, kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya dimasa yang akan datang sehingga dapat memberikan sinyal positif.

H<sub>6</sub>: *Free cash flow* berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Mulianti (2010) menjelaskan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan pada kebijakan hutang atau semakin meningkatnya risiko bisnis yang dihadapi perusahaan, maka semakin menurun kebijakan hutang pada perusahaan tersebut. Efni (2012) menyebutkan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Setiap keputusan yang diambil oleh perusahaan berdampak pada risiko, yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai perusahaan.

H<sub>7</sub> : Risiko bisnis berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang berbentuk asosiatif. Pada penelitian ini, variabel yang diteliti adalah *free cash flow* (X<sub>1</sub>) dan risiko bisnis

( $X_2$ ) sebagai variabel bebas, kebijakan hutang (M) sebagai variabel mediasi, dan nilai perusahaan (Y) sebagai variabel terikat.

Lokasi penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan mengakses data melalui alamat website [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia karena perusahaan yang terbuka lebih memudahkan untuk mendapatkan data yang diperlukan, data yang dipublikasikan juga lebih akurat karena terseleksi dan diawasi oleh OJK. Lingkup penelitian dibatasi pada pembahasan mengenai pengaruh *free cash flow* dan risiko bisnis pada kebijakan hutang dan nilai perusahaan pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.

Sugiyono (2013) mendefinisikan objek penelitian sebagai suatu atribut atau sifat atau nilai dari orang, objek atau kegiatan yang mempunyai variabel tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk di pelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Obyek pada penelitian ini adalah pengaruh *free cash flow* dan risiko bisnis pada kebijakan hutang dan nilai perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Variabel dependen (Y) adalah variabel yang keberadaannya dipengaruhi oleh variabel lainnya atau hanya berfungsi sebagai variabel terikat atau dalam diagram jalur ialah sebagai variabel yang menerima anak panah (Utama, 2009:136). Penelitian ini menggunakan nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Variabel independen (X) adalah variabel yang dapat mempengaruhi variabel terikat sebagai variabel yang mengirim anak panah (Utama, 2009:136). Variabel independen dapat mempengaruhi variabel dependen yang disimbolkan dengan (X). Penelitian ini menggunakan *free cash*

*flow* ( $X_1$ ) dan risiko bisnis ( $X_2$ ) sebagai variabel independennya. Variabel intervening adalah variabel yang secara teoritis mempengaruhi hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen menjadi hubungan yang tidak langsung dan tidak dapat diamati dan diukur. Variabel ini merupakan variabel penyalur antara variabel independen dengan variabel dependen, sehingga variabel independen tidak langsung mempengaruhi berubahnya atau timbulnya variabel dependen. Penelitian ini menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel intervening.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data kuantitatif yaitu data yang berupa angka (Sugiyono, 2013:14). Data kuantitatif ini meliputi laporan keuangan perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder yaitu data yang diperoleh dalam bentuk sudah jadi, sudah dikumpulkan dan diolah oleh pihak lain (Sugiyono, 2013:129). Data sekunder tersebut adalah data publikasi laporan keuangan tahunan perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015 berjumlah 49 perusahaan. Periode penelitian selama lima tahun dipilih agar hasil yang diperoleh lebih maksimal. Metode penentuan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* yang merupakan teknik penentuan sampel anggota populasi dengan kriteria tertentu (Sugiyono, 2008:78). Berdasarkan kriteria tersebut, maka diperoleh sampel sebanyak 29 perusahaan pada sektor *property* dan *real estate* periode tahun 2011-2015 yang memenuhi kriteria penelitian yang harus dipenuhi dalam penentuan sampel penelitian ini.

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode observasi *non-participant* yaitu metode pengumpulan data dengan pengamatan, dimana peneliti tidak terlibat langsung dalam aktivitas tetapi hanya sebagai pengamat

independen (Rahyuda, 2004:78). Untuk penelitian ini, pengumpulan data diperoleh dari laporan keuangan perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015 yang di akses melalui [www.idx.ac.id](http://www.idx.ac.id). Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik analisis jalur (*path analysis*). Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linear berganda, untuk menaksirkan hubungan kausalitas antar variabel yang berjenjang berdasarkan teori. Terdapat suatu variabel yang berperan ganda dalam analisis jalur yaitu sebagai variabel bebas pada suatu hubungan, namun menjadi variabel terikat pada hubungan lain.

Substruktural 1:

$$M = b_1X_1 + b_2X_2 + e_1 \dots \dots \dots (1)$$

Substruktural 2:

$$Y = b_3X_1 + b_4X_2 + b_5M + e_2 \dots \dots \dots (2)$$

Pengujian hipotesis mediasi dapat dilakukan dengan prosedur yang dikembangkan oleh Sobel (1982) dan dikenal dengan Uji Sobel. Uji sobel digunakan dengan menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel *free cash flow* ( $X_1$ ) terhadap nilai perusahaan ( $Y_2$ ) melalui variabel kebijakan hutang ( $Y_1$ ) dan pengaruh tidak langsung variabel risiko bisnis ( $X_2$ ) terhadap nilai perusahaan ( $Y_2$ ) melalui kebijakan hutang ( $Y_1$ ). Pengaruh tidak langsung  $X_1$  pada  $Y_2$  melalui  $Y_1$  dihitung dengan cara mengalikan koefisien jalur  $X_1$  terhadap  $Y_1$  ( $b_1$ ) dengan koefisien jalur  $Y_1$  terhadap  $Y_2$  ( $b_5$ ).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil perhitungan statistik deskriptif pengaruh *free cash flow* (FCF) dan risiko bisnis (*BRISK*) pada kebijakan hutang (DER) serta implikasinya pada nilai perusahaan (*Tobin's Q*) *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI periode 2011-2015 disajikan dalam tabel berikut:

**Tabel 1.**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SFCF	145	-1.3624	0.3071	-0.1800	0.2837
SRB	145	0.0016	0.1243	0.0299	0.0212
SKH	145	0.0166	2.2696	0.8070	0.4577
SNP	145	0.0802	3.2606	1.0473	0.5825
Valid N (listwise)	145				

*Sumber:* Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 1 di atas diketahui bahwa jumlah observasi (N) sebanyak 145. Variabel *free cash flow* (FCF) menunjukkan nilai tertinggi 0,3071 yang dimiliki oleh PT. Bakrieland Development Tbk pada tahun observasi 2013, sedangkan nilai terendah -1,3624 yang dimiliki PT. Eureka Prima Jakarta Tbk pada tahun observasi 2013. FCF memiliki nilai rata-rata -0,1800 dan standar deviasi 0,2837 dimana nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-ratanya menunjukkan adanya fluktuasi *free cash flow* yang besar pada perusahaan *property* dan *real estate* yang menjadi sampel.

Variabel risiko bisnis yang diprosikan dengan *BRISK* menunjukkan nilai tertinggi 3,2606 yang dimiliki PT. Plaza Indonesia Realty Tbk pada tahun observasi 2015, sedangkan nilai terendah 0,0016 yang dimiliki PT. Eureka Prima Jakarta Tbk pada tahun observasi 2013. *BRISK* memiliki nilai rata-rata 0,0299 dan standar deviasi 0,0212 dimana nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-

ratanya menunjukkan tidak adanya fluktuasi risiko bisnis yang besar pada perusahaan *property* dan *real estate* yang menjadi sampel.

Variabel kebijakan hutang yang diproksikan dengan DER menunjukkan nilai tertinggi 2,2696 yang dimiliki PT. Summarecon Agung Tbk pada tahun observasi 2011, sedangkan nilai terendah 0,0166 yang dimiliki PT. Eureka Prima Jakarta Tbk pada tahun observasi 2013. DER memiliki nilai rata-rata 0,8070 dan standar deviasi 0,4577 dimana nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-ratanya menunjukkan tidak adanya fluktuasi kebijakan hutang yang besar pada perusahaan *property* dan *real estate* yang menjadi sampel.

Variabel nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's Q* menunjukkan nilai tertinggi 2,2696 yang dimiliki PT. Summarecon Agung Tbk pada tahun observasi 2011, sedangkan nilai terendah 0,0802 yang dimiliki PT. Eureka Prima Jakarta Tbk pada tahun observasi 2013. *Tobin's Q* memiliki nilai rata-rata 1,0473 dan standar deviasi 0,5825 dimana nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-ratanya menunjukkan tidak adanya fluktuasi nilai perusahaan yang besar, artinya perusahaan *property* dan *real estate* yang menjadi sampel memiliki nilai perusahaan yang tidak jauh berbeda atau hampir sama. Teknik analisis data yang digunakan di dalam penelitian ini adalah teknik analisis jalur (*path analysis*) yang terdiri atas pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung dan pengaruh total. Model analisis jalur (*path analysis*) dalam penelitian ini, *free cash flow* (FCF) dan risiko bisnis (*BRISK*) digunakan sebagai variabel bebas, kebijakan hutang (DER) digunakan sebagai variabel *intervening*, sedangkan nilai perusahaan

(*Tobin's Q*) digunakan sebagai variabel terikat. Berdasarkan hasil olahan data regresi dapat diringkas koefisien jalur yang ditampilkan pada Tabel 2 berikut.

**Tabel 2.**  
**Ringkasan Koefisien Jalur**

Regresi	Koef. Reg. Standar	Standard Error	t Hitung	Tingkat Signifikan	Keterangan
FCF → DER	0,307	0,049	3,905	0,000	Signifikan
BRISK → DER	-0,163	1,051	-2,077	0,040	Signifikan
FCF → Q	0,536	0,043	10,037	0,000	Signifikan
BRISK → Q	-0,514	0,029	-9,617	0,000	Signifikan
DER → Q	0,150	0,017	2,809	0,006	Signifikan

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 2 dapat dijelaskan nilai *standardized coefficients beta* *free cash flow* (FCF) sebesar 0,307 dan signifikansi pada 0,000 (<0,05) berarti bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan hutang (DER). Nilai *standardized coefficients beta* risiko bisnis (BRISK) sebesar -0,163 dan signifikansi pada 0,040 (<0,05) berarti bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif pada kebijakan hutang (DER). Nilai *standardized coefficients beta free cash flow* (FCF) sebesar 0,536 dan signifikansi pada 0,000 (<0,05) berarti bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada nilai perusahaan (Q). Nilai *standardized coefficients beta* risiko bisnis (BRISK) sebesar -0,514 dan signifikansi pada 0,000 (<0,05) berarti bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif pada nilai perusahaan (Q). Nilai *standardized coefficients beta* kebijakan hutang (DER) sebesar 0,150 dan signifikansi 0,006 (<0,05) berarti bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

$$\text{Substruktur 1: } \text{DER} = 0,307 \text{ FCF} - 0,613 \text{ BRISK} + e_1$$

$$\text{Substruktur 2: } \text{Tobin's } Q = 0,536 \text{ FCF} - 0,514 \text{ BRISK} + 0,150 \text{ DER} + e_2$$

Pengaruh kebijakan hutang dalam memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan, berdasarkan pada Tabel 2 maka diperoleh:

$$\begin{aligned} b_1 &= 0,307 \\ b_5 &= 0,150 \\ Sb_1 &= 0,049 \\ Sb_5 &= 0,017 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} Sb_1b_5 &= \sqrt{b_5^2 Sb_1^2 + b_1^2 Sb_5^2 + Sb_1^2 Sb_5^2} \dots\dots\dots(3) \\ &= \sqrt{(0,150^2 \times 0,049^2) + (0,307^2 \times 0,017^2) + (0,049^2 \times 0,017^2)} \\ &= 0,00905 \end{aligned}$$

Untuk menghitung t statistik pengaruh mediasi menggunakan rumus berikut:

$$\begin{aligned} t &= \frac{b_1b_5}{Sb_1b_5} \dots\dots\dots(4) \\ &= \frac{0,04605}{0,00905} \\ &= 5,088 \end{aligned}$$

Dengan tingkat signifikan sebesar 0,050 dan *degree of freedom* (df) = 142 maka  $t_{tabel} = 1,6556$ . Dari perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa  $t_{hitung}$  (5,088) lebih besar dari  $t_{tabel}$  (1,6556), sehingga kebijakan hutang dapat memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan.

Pengaruh kebijakan hutang dalam memediasi pengaruh risiko bisnis pada nilai perusahaan, berdasarkan pada Tabel 2 maka diperoleh:

$$\begin{aligned} b_2 &= -0,163 \\ b_5 &= 0,150 \\ Sb_2 &= 1,051 \\ Sb_5 &= 0,017 \end{aligned}$$

$$Sb_2b_5 = \sqrt{b_5^2 Sb_2^2 + b_2 Sb_5^2 + Sb_2^2 Sb_5^2} \dots\dots\dots(5)$$

$$Sb_2b_5 = \sqrt{(0,150^2 \times 1,051^2) + (-0,163^2 \times 0,017^2) + (1,051^2 \times 0,017^2)}$$

$$Sb_2b_5 = 0,15868$$

Untuk menghitung t statistik pengaruh mediasi menggunakan rumus berikut:

$$t = \frac{b_2b_5}{Sb_2b_5} \dots\dots\dots(6)$$

$$t = \frac{-0,02445}{0,15868}$$

$$t = -0,1540$$

Dengan tingkat signifikan sebesar 0,050 dan *degree of freedom* (df) = 141 maka  $t_{tabel} = 1,6557$  (Lampiran 3). Dari perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa  $t_{hitung}$  (-0,1540) lebih kecil dari  $t_{tabel}$  (1,6557), sehingga kebijakan hutang tidak dapat memediasi pengaruh risiko bisnis pada nilai perusahaan.

Berdasarkan Tabel 2 menunjukkan taraf signifikan pengaruh *free cash flow* pada kebijakan hutang sebesar  $0,000 < 0,050$  dan koefisien regresi sebesar 0,307 dengan arah positif. Hasil ini sesuai dengan hipotesis pertama, bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Hasil penelitian ini mendukung teori keagenan, yang menyatakan bahwa peningkatan hutang dalam perusahaan dinilai sebagai suatu solusi dalam mengurangi konflik keagenan atau perbedaan kepentingan yang terjadi di antara manajer dengan pemegang saham akibat adanya *free cash flow*. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* yang besar akan meningkatkan level hutangnya untuk menurunkan biaya agensi. Para

manajer cenderung mengutamakan kepentingan pribadi seperti menggunakan *free cash flow* untuk *over investment* dan untuk memenuhi keinginan pribadi mereka seperti gaji yang lebih tinggi, sehingga terjadi inefisiensi dalam menggunakan *free cash flow*. Adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow*, karena ketika hutang meningkat maka manajer harus menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga dan pokok pinjaman sehingga dana yang tersisa menjadi kecil. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Damayanti (2006), Faisal (2004), dan Syafi'i (2011) yang menemukan hasil positif dan signifikan antara *free cash flow* pada kebijakan hutang.

Berdasarkan Tabel 2 menunjukkan taraf signifikan pengaruh risiko bisnis pada kebijakan hutang sebesar  $0,040 < 0,050$  dan koefisien regresi sebesar  $-0,163$  dengan arah negatif. Hasil ini sesuai dengan hipotesis kedua, bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif pada kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Hasil penelitian ini sependapat dengan penelitian yang dilakukan oleh Yenziatie dan Destriana (2010) dan Mulianti (2010) yang menyimpulkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif pada kebijakan hutang. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yaitu dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan, dan akumulasi depresiasi. Sebelum memutuskan menggunakan hutang, manajemen perusahaan mempertimbangkan terlebih dahulu risiko bisnisnya. Hal ini berarti perusahaan dengan risiko yang cenderung tinggi memiliki kebijakan hutang yang rendah. Risiko bisnis merupakan salah satu indikator penting bagi perusahaan dalam

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

Berdasarkan tabel 2 menunjukkan taraf signifikan pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan sebesar  $0,000 < 0,050$  dan koefisien regresi sebesar 0,536 dengan arah positif. Hasil ini sesuai dengan hipotesis ketiga, bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada nilai perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Hasil penelitian ini mendukung teori sinyal yang menyatakan bahwa terdapatnya aliran kas bebas dalam perusahaan merupakan suatu sinyal positif yang dapat disampaikan kepada investor akan prospek perusahaan dimasa depan yang menggambarkan kemampuan penciptaan kas di masa depan Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wardani dan Siregar (2009) dan Tommy (2010) yang telah membuktikan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan dengan tingkat *free cash flow* yang tinggi akan memiliki return yang lebih besar daripada perusahaan dengan *free cash flow* yang rendah. Kinerja dari perusahaan yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan yang diwujudkan dalam bentuk return

yang tinggi melalui dividen, harga saham, atau laba ditahan untuk diinvestasikan di masa depan. Selain itu, surplus dana internal tersebut akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam hal membayar atau melunasi kewajiban jangka pendek dan jangka panjangnya. Tingginya kemampuan untuk melunasi kewajiban ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghadapi kesulitan keuangan di masa depan sehingga akan mendapatkan respon positif dari investor di pasar (Tommy, 2010).

Berdasarkan Tabel 2 menunjukkan taraf signifikan pengaruh risiko bisnis pada nilai perusahaan sebesar  $0,000 < 0,050$  dan koefisien regresi sebesar  $-0,514$  dengan arah negatif. Hasil ini sesuai dengan hipotesis keempat, bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif pada nilai perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Efni (2012) serta Pagach dan Warr (2010) yang telah membuktikan bahwa risiko bisnis mempunyai pengaruh negatif pada nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi karena keputusan pendanaan yang dipilihnya menyebabkan nilai perusahaan turun dimata investor yang mempertimbangkan ketika terjadi risiko kebangkrutan, maka kebanyakan asset perusahaan akan dijual untuk melunasi hutang yang jumlahnya besar dibandingkan untuk mengembalikan nilai saham yang ditanamkan investor.

Berdasarkan Tabel 2 menunjukkan taraf signifikan pengaruh kebijakan hutang pada nilai perusahaan sebesar  $0,006 < 0,050$  dan koefisien regresi sebesar  $0,150$  dengan arah positif. Hasil ini sesuai dengan hipotesis kelima, bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif pada nilai perusahaan *property* dan *real*

*estate* di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang dalam perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Menurut *signaling theory*, perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal dan ini merupakan salah satu cara untuk meningkatkan nilai perusahaan. Jika investor menyampaikan suatu informasi ke pasar modal, maka pasar akan merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal. Peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban dimasa yang akan datang dan hal tersebut akan menjadi sinyal yang akan direspon positif oleh pasar. Semakin banyaknya hutang, perusahaan mempunyai banyak kesempatan menggunakan modalnya untuk ekspansi atau pengembangan dengan harapan semakin berkembangnya perusahaan maka keuntungan bagi investor juga akan semakin naik sehingga investor tertarik untuk membeli saham perusahaan. Menurut teori keagenan, meningkatkan pendanaan dengan hutang akan mengurangi besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen (*agency problem*).

Hasil penelitian ini juga mendukung teori *Modigliani Miller*, yang menyatakan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Pernyataan tersebut juga sesuai dengan pernyataan Brigham dan Houston (2010:157) yang menjelaskan bahwa penggunaan hutang yang lebih besar dapat meningkatkan nilai perusahaan karena penggunaan hutang dapat menghemat pajak yang dibayar karena hutang menimbulkan pembayaran bunga yang mengurangi jumlah penghasilan yang terkena pajak sehingga nilai perusahaan

bertambah. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hasnawati (2005), Wijaya dan Wibawa (2010), Wahyudi dan Pawestri (2006) yaitu kebijakan hutang memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan *Sobel Test* menunjukkan bahwa nilai  $t_{hitung}$  (5,088) lebih besar dari  $t_{tabel}$  (1,6556). Hasil penelitian ini menerima hipotesis keenam. Sesuai dengan ketentuan Baron dan Kenny (1986) dalam Fahmi, dkk (2014), diperoleh bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada nilai perusahaan, *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan hutang, dan kebijakan hutang berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Dengan demikian kebijakan hutang memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan. Kebijakan hutang merupakan salah satu keputusan pendanaan yang bersumber dari pihak eksternal. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa *free cash flow* yang tinggi membuat kreditur percaya untuk menyalurkan kreditnya kepada perusahaan, sehingga penggunaan hutang membuat manajer termotivasi untuk bekerja lebih efisien guna meningkatkan efisiensi perusahaan agar terhindar dari kebangkrutan sehingga nilai perusahaan bertambah. Menurut teori *Modigliani Miller*, penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang dapat mengurangi pembayaran pajak. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ginza (2013) yang menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Berdasarkan *Sobel Test* menunjukkan bahwa nilai  $t_{hitung}$  (-0,1540) lebih kecil dari  $t_{tabel}$  (1,6557). Hasil ini menyatakan bahwa kebijakan hutang tidak dapat

memediasi pengaruh risiko bisnis pada nilai perusahaan. Ketidakmampuan kebijakan hutang memediasi pengaruh risiko bisnis pada nilai perusahaan disebabkan oleh risiko bisnis dapat meningkat ketika perusahaan menggunakan hutang yang tinggi untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya. Risiko timbul seiring dengan munculnya beban biaya atas pinjaman yang dilakukan perusahaan. Semakin besar beban biaya yang harus ditanggung maka semakin besar pula risiko yang dihadapi perusahaan. Untuk memperoleh persepsi positif dari investor yang akhirnya akan menaikkan harga saham perusahaan, pihak manajemen menggunakan tingkat hutang pada tingkatan yang memaksimalkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mengindikasikan pada tingkat tertentu, penggunaan tingkat hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Sesuai dengan *trade off theory*, semakin besar hutang maka semakin besar maka semakin besar risiko kebangkrutan yang akan ditanggung perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mulianti (2010) menjelaskan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan pada kebijakan hutang atau semakin meningkatnya risiko bisnis yang dihadapi perusahaan, maka semakin menurun kebijakan hutang pada perusahaan tersebut sehingga optimalisasi nilai perusahaan dapat tercapai.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

Berdasarkan penjelasan pada bab-bab sebelumnya, maka diperoleh simpulan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2015. Risiko

bisnis berpengaruh negatif pada kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2015. *Free cash flow* berpengaruh pada nilai perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2015. Risiko bisnis berpengaruh pada nilai perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2015. Kebijakan hutang berpengaruh positif pada nilai perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2015. *Free cash flow* berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2015. Risiko bisnis berpengaruh pada nilai perusahaan tanpa melalui kebijakan hutang *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2015. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa kebijakan hutang tidak dapat memediasi pengaruh risiko bisnis pada nilai perusahaan.

Saran yang dapat diberikan berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan adalah koefisien determinasi total yang didapat pada penelitian ini sebesar 0,659 yang berarti bahwa sebesar 65,9 persen variabel nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh variabel *free cash flow*, risiko bisnis dan kebijakan hutang. Bagi peneliti selanjutnya terdapat masih banyak variabel lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan seperti struktur kepemilikan perusahaan dan menggunakan periode pengamatan tahun terbaru agar lebih menunjukkan kondisi nilai perusahaan saat ini. Perusahaan agar mengambil keputusan pendanaan sesuai dengan kondisi keuangan perusahaan, sehingga optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan utama perusahaan dapat tercapai. Selain untuk

menjaga kelangsungan hidup perusahaan, juga untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham karena nilai perusahaan merupakan tujuan jangka panjang suatu perusahaan. Sejalan dengan ketidakmampuan kebijakan hutang memediasi pengaruh risiko bisnis pada nilai perusahaan, penelitian selanjutnya diharapkan mencoba menggunakan variabel lain seperti struktur modal sebagai variabel *intervening*.

## REFERENSI

- Aziz, Reza Z. 2010. Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Kepemilikan, Size dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Yang Masuk Di Jakarta Islamic Index (JII). *Skripsi*, Yogyakarta.
- Brigham, E.F, and Houston, J.F. 2013. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan (Essentials of Financial Management)*. Edisi 11, Buku 2. Jakarta: Salemba Empat
- 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*, 34 (1), pp: 119-136.
- Cheng, Ming-Chang dan 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*, 3 (2), pp: 30-53
- Damayanti, Istrina. 2006. Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Utang Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Skripsi* UII, Yogyakarta.
- Efni, Hadiwidjojo, Salim, U., dan Rahayu, M. 2012. Keputusan investasi, keputusan pendanaan dan deviden: pengaruh terhadap nilai perusahaan (Studi pada sektor properti dan real state di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 10(1) : 128-141.
- Faisal, Muhammad. 2004. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Skripsi*. Universitas Diponegoro, Semarang
- Fenandar, Gany Ibrahim. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi* Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro, Semarang

- Hasnawati, S. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*: No. 09: 33-41
- Indahningrum, R. Putri dan Handayani, Ratih. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(3):189-207
- Ismiwatis Naini, Dwi. 2014. Pengaruh Free Cash Flow Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, Vol 3 No 4
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. 1976. Theory Of The Firm, Managerial Behaviour, Agency Cost & Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, pp 305-360
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Association*, 76 (2), pp: 323-329.
- 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, No. 2:1-10
- Modigliani, Franco dan Merton H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), pp: 261-297.
- Mulianti, Fitri M. 2010. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan. *Tesis*. Semarang : Pascasarjana Universitas Diponegoro
- Muslimin. 2006. Analisis Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Disertasi Program Pascasarjana*. Universitas Brawijaya, Malang
- Pagach, D and Warr, R. 2010. The effects of enterprise risk management on firm performance. Jenkins Graduate School Of Management. Nort Carolina State University Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1155218>.
- Salvatore, Dominick. 2005. *Managerial Economics*. Fifth Edition. Singapore: Thomson Learning.
- Solikahan, Eka Zahra, Kusuma Ratnawati dan Achmad Helmy D,. 2013. Pengaruh Leverage dan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia)

- Sugiyono. 2009. *Metode Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D)*. Bandung: Alfabeta
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- Syafi'I, Imam. 2011. Managerial Ownership, Free Cash Flow dan Growth Opportunity Terhadap Kebijakan Utang. *Media Mahardhika*. 10(1):1-21
- Tommy, P. 2010. Konsentrasi Kepemilikan saham, Risiko Perusahaan, Likuiditas Saham, Arus Kas dan Nilai Perusahaan. *Jurnal keuangan dan Perbankan* 14 edisi khusus: 641-651.
- Utama, Made Suyana. 2012. *Aplikasi Analisis Kuantitatif*. Edisi Keenam. Denpasar, Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.
- Wahyudi, Untung dan Hartini Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Symposium Nasional Akuntansi IX, Padang*
- Wang, George Yungchih. 2010. The Impacts of Free Cash Flow and Agency Cost on Firm Performance. *Journal Service Science & Management*, Vol.3, pg: 408-418.
- Wardani, R. A. Kusuma dan Siregar, Baldric. 2009. Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderator. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. Vol 20, No 3: 157-174.
- Wasnieski, Krzysztof. 2008. Corporate Risk and Shareholder Value – Research Report. Andrzej Frycz Modrzewski Krakow University College, *Department of Economics and Management*
- Weight, Peter dan Stephen P. Ferris. 1997. Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value. *Strategic Management Journal*, 18 (1), pp: 77-83.
- Weston, J. Fred, dan Copeland. 1992. *Managerial Finance*. Edisi kesembilan, The Dryden Press, A Harcourt Brace Jovanovic College Publisher, USA, Canada, Tokyo, etc.
- Wijaya, Lihan Rini Puspo dan Wibawa, Anas Budi. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Symposium Nasional Akuntansi XIII, Padang*