

---

## Peran Grup Afiliasi dalam Memoderasi Pengaruh Hutang terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Property & Real Estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Fina Maulidyani<sup>1</sup>, Set Asmapane<sup>2</sup>, Ledy Setiawati<sup>3</sup>  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muallwarman, Indonesia  
Email: fina

### Abstrak

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris pengaruh Debt terhadap Nilai Perusahaan dan kemampuan Group Affiliation untuk memoderasi pengaruh Debt terhadap Nilai Perusahaan dengan menggunakan pendekatan simple regresi linier dan Moderated Regression Analysis (MRA). Penelitian ini menggunakan data time series tahun 2011 - 2015 untuk data keuangan perusahaan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia. Sampel Prosedur Pemilu menggunakan purposive sampling dan hasilnya ada 35 perusahaan yang memenuhi kriteria. Hasilnya menunjukkan bahwa Hutang berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan, sedangkan Afiliasi Grup bertindak sebagai variabel moderat dapat mengurangi efek Hutang terhadap Nilai Perusahaan. Semakin tinggi kemampuan berafiliasi kelompok untuk mengendalikan perusahaan, rendahnya pembiayaan hutang yang dimiliki perusahaan.

**Kata Kunci:** Pembiayaan Utang, Nilai Perusahaan, Afiliasi Grup

## The Role of Affiliate Groups in Moderating the Effects of Debt on Corporate Value on Property & Real Estate Companies listed on the Indonesia Stock Exchange

### Abstract

The objective of this research is to examine empirically the effect of Debt on Firm's Value and the ability of Group Affiliation to moderate the effect of Debt toward Firm's Value by using an approach simple linear regression and Moderated Regression Analysis (MRA). This research uses time series data in 2011 – 2015 for company's finance data that got from Indonesia Stock Exchange. Election Procedure sample uses purposive sampling and the result are existed 35 companies that fulfill criterion. The results show that Debt has positive effect on Firm's Value, while Group Affiliation act as a moderating variable can reduce the effect of Debt toward Firm's Value. The higher capability of group affiliation to take control of a company, the lower debt financing that company has.

**Keywords:** Debt Financing, Firm's Value, Group Affiliatio

---

## PENDAHULUAN

Perusahaan yang tergabung dalam grup afiliasi cenderung memegang cadangan kas yang lebih rendah dibanding perusahaan non-afiliasi karena mereka mampu mengakses pasar modal internal dalam grup (Locorotondo *et al.*, 2014). Dengan sedikitnya pendanaan internal berupa cadangan kas yang dimiliki ini, maka *insider* berupaya mencari sumber pendanaan lain. *Insider* akan cenderung memilih pendanaan dari hutang terutama hutang internal antar perusahaan dalam grup afiliasi karena aksesnya yang lebih mudah dibandingkan jika harus melakukan emisi saham baru. Selain itu biaya yang dikeluarkan jika melakukan emisi saham akan lebih besar. Tetapi di sisi lain, pendanaan melalui hutang ini berisiko menurunkan nilai perusahaan karena tingginya hutang yang dimiliki. Dalam keadaan seperti inilah, *insider* berperan dalam mengendalikan nilai perusahaan agar tetap naik. Perusahaan yang berada dalam grup afiliasi memperoleh keuntungan melalui *sharing intangible* dan sumber finansial dengan anggota yang berada dalam grup tersebut (Chang dan Hong, 2000). Grup afiliasi merupakan sekumpulan perusahaan yang memiliki hubungan istimewa karena beberapa hal seperti ikatan keluarga atau dikendalikan oleh pihak yang sama. Dapat dikatakan bahwa perusahaan yang tergabung dalam grup afiliasi akan lebih mudah memperoleh sumber pendanaan lain dan memungkinkan peningkatan jumlah hutang. Namun kekhawatiran investor akan tingginya tingkat hutang ini masih mampu dikendalikan karena adanya keuntungan lain yang dimiliki grup afiliasi yaitu kemampuan para anggota grup afiliasi tersebut untuk saling menyokong satu sama lain. Jadi, jika ada salah satu perusahaan yang mengalami masalah keuangan masih dapat diselamatkan melalui bantuan anggota lain sehingga dalam keadaan seperti ini investor masih merasa aman meskipun hutang yang dimiliki tinggi. Cara lain yang dapat dilakukan *insider* untuk mengatasi kekhawatiran investor agar nilai perusahaan tetap naik ialah dengan menggunakan hutang tersebut untuk tujuan investasi sehingga keuntungan yang diperoleh sebanding atau bahkan lebih besar dari beban bunga yang dikeluarkan akibat pendanaan melalui hutang. Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, dimana semakin tinggi hutang maka akan menurunkan nilai perusahaan (Fau, 2015). Beberapa peneliti lain juga menambahkan variabel lainnya yang diduga memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan seperti variabel profitabilitas dan ukuran perusahaan dengan hasil struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan pada nilai perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif signifikan pada nilai perusahaan, sementara ukuran perusahaan tidak berpengaruh pada nilai perusahaan (Dewi dan Wirajaya, 2013). Hasil penelitian lain dengan menggunakan variabel moderasi berupa ukuran perusahaan menunjukkan bahwa variabel hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan variabel ukuran perusahaan memperkuat pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan (Orientanti, 2014). Penelitian terkait afiliasi juga dilakukan untuk menguji secara empiris pengaruh struktur kepemilikan perusahaan yang memiliki hubungan grup afiliasi terhadap nilai perusahaan dan menunjukkan hasil bahwa grup afiliasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kemudian efektivitas dewan komisaris dan komite audit semakin memperkuat hubungan negatif grup afiliasi terhadap nilai perusahaan (Hartanto, 2014). Dari hasil penelitian-penelitian tersebut peneliti tertarik untuk menambahkan variabel moderasi berupa grup afiliasi dalam pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan.

Peneliti memilih perusahaan *property & real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai sampel karena adanya prospek yang cukup menjanjikan di masa yang akan datang pada industri ini melihat jumlah penduduk yang terus bertambah sehingga hal ini menjadi daya tarik tersendiri bagi investor yang akan berdampak pada nilai perusahaan. Perusahaan-perusahaan di sektor ini juga sangat membutuhkan dana terutama untuk pembangunan infrastruktur sehingga pada umumnya perusahaan-perusahaan di sektor ini mempunyai rasio hutang yang cukup tinggi. Selain itu, pada sektor ini pula terdapat beberapa anggota dari grup afiliasi ternama seperti Agung Podomoro Group dan Ciputra Group.

## LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Teori Pensinyalan (*Signalling Theory*)

*Signalling theory* menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau

gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan dan bagaimana pasaran efeknya (Siringo-tingo, 2011).

Informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar (Jogiyanto, 2000:392).

Teori pensinyalan menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Pengumuman emisi saham umumnya merupakan suatu sinyal bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut kurang baik sehingga cenderung mencari investor baru untuk berbagi kerugian sementara pendanaan melalui hutang merupakan sinyal positif karena jika ada kesempatan investasi yang menguntungkan, maka perusahaan memang memerlukan tambahan dana (Brigham dan Houston, 2011:186). Penambahan hutang dapat memperbesar risiko perusahaan tetapi juga berdampak memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Semakin tinggi risiko yang harus ditanggung oleh perusahaan cenderung menurunkan harga saham tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. (Weston dan Brigham, 1990). Jadi, informasi yang diumumkan oleh perusahaan akan diterima oleh pelaku pasar, kemudian mereka akan menganalisis dan menginterpretasikan informasi tersebut sebagai signal baik (*good news*) atau signal buruk (*bad news*). Hasil interpretasi ini akan mempengaruhi harga saham kemudian dapat berdampak pada nilai perusahaan.

### **Trade-Off Theory**

*Trade-Off Theory* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey dan Myers, 1991 dalam Nugroho, 2006). Rendahnya kepemilikan kas dalam perusahaan afiliasi menyebabkan perusahaan memenuhi kebutuhan pendanaannya melalui hutang. Dalam *trade-off theory* dikatakan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai pada titik tertentu. Penggunaan hutang memberikan manfaat bagi perusahaan melalui pajak karena beban bunga mampu mengurangi laba kena pajak. Namun perusahaan tidak bisa menggunakan hutang sebanyak-banyaknya. Karena semakin tinggi hutang, semakin tinggi kemungkinan kebangkrutan karena adanya biaya-biaya yang ditimbulkan dari penggunaan hutang sehingga tingkat hutang yang optimal adalah ketika keuntungan atau manfaat dari hutang sebanding dengan biaya yang ditimbulkan (Hanafi, 2003).

Dalam kenyataannya, jarang ada perusahaan yang menggunakan utang 100 persen karena perusahaan membatasi penggunaan utang untuk menekan biaya-biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2011). Jadi, urutan pendanaan yang utama dalam *trade-off theory* ialah melalui hutang. Penggunaan hutang ini menimbulkan keuntungan tersendiri dalam hal pajak namun juga memberikan tambahan risiko bagi perusahaan sehingga perhitungan yang matang atas kebijakan hutang sangat diperlukan agar tidak mengganggu kinerja perusahaan dan membuat khawatir investor yang akan mempengaruhi nilai perusahaan.

### **Nilai Perusahaan**

Bagi perusahaan yang belum *go public* nilai perusahaan merupakan sejumlah biaya yang bersedia dikeluarkan oleh calon pembeli jika perusahaan tersebut dijual sedangkan bagi perusahaan yang sudah *go public* nilai perusahaannya dapat dilihat dari besarnya nilai saham yang ada di pasar modal (Husnan, 2006:5).

### **Hutang**

Tjahjono (2009:152) berpendapat bahwa hutang adalah kewajiban suatu perusahaan yang timbul dari transaksi pada waktu yang lalu dan harus dibayar dengan kas, barang atau jasa di masa yang akan datang.

---

## Grup Afiliasi

Menurut Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 43/POJK. 04/2015 tentang Pedoman Perilaku Manajer Investasi, yang dimaksud afiliasi adalah:

- a) hubungan keluarga karena perkawinan dan keturunan sampai derajat kedua, baik secara horizontal maupun vertikal
- b) hubungan antara Pihak dengan pegawai, direktur, atau komisaris dari Pihak tersebut
- c) hubungan antara 2 (dua) perusahaan dimana terdapat satu atau lebih anggota direksi atau dewan komisaris yang sama
- d) hubungan antara perusahaan dan Pihak, baik langsung maupun tidak langsung, mengendalikan atau dikendalikan oleh perusahaan tersebut
- e) hubungan antara 2 (dua) perusahaan yang dikendalikan, baik langsung maupun
- f) tidak langsung, oleh Pihak yang sama; atau
- g) hubungan antara perusahaan dan pemegang saham utama

Menurut Suranta, dkk (2016), ada beberapa alasan mengenai keberadaan perusahaan grup, yaitu (1) biaya agensi dapat dikurangi dengan penyelarasan kepentingan dan pengawasan yang lebih baik. Perusahaan dengan kepemilikan keluarga lebih efisien daripada perusahaan dengan kepemilikan publik karena biaya pengawasan dikendalikan keluarga seharusnya lebih kecil. (2) Adanya *internal capital market* di perusahaan grup dapat mendanai aktivitas perusahaan. Perusahaan grup dapat mengalokasikan modal antar perusahaan yang termasuk dalam grup yang dapat membawa manfaat ekonomi, terutama ketika susah mendapatkan pendanaan eksternal. (3) Untuk meminimalisasi pajak. Upaya minimalisasi beban pajak bisa dilakukan dengan perencanaan pajak, seperti melakukan praktik *tax saving*, *transfer pricing*, dan *thin capitalization*.

## Pengembangan Hipotesis

Dalam *Signalling Theory*, pendanaan melalui hutang memberikan sinyal positif. Hal ini sejalan dengan *trade-off theory* yang menyatakan bahwa penggunaan hutang sebagai pendanaan perusahaan menimbulkan keuntungan tersendiri diantaranya mampu mengurangi pajak melalui beban bunga yang terjadi. Namun yang perlu digarisbawahi ialah penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan hanya sampai pada titik tertentu. Selebihnya, semakin tinggi hutang, semakin tinggi kemungkinan kebangkrutan karena adanya biaya-biaya yang ditimbulkan dari penggunaan hutang.

Penelitian terdahulu oleh Ogbulu dan Francis (2012) memberikan hasil bahwa dalam ekonomi berkembang, modal sebagai komponen struktur modal tidak relevan dengan nilai perusahaan, sedangkan hutang jangka panjang ditemukan menjadi penentu utama dari nilai perusahaan. Penelitian oleh Fau (2015) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, dimana semakin tinggi hutang untuk membiayai operasional perusahaan maka akan menurunkan nilai perusahaan. Pendanaan melalui hutang membantu pemenuhan kebutuhan dana bagi perusahaan, baik untuk peningkatan kegiatan operasional maupun untuk keperluan investasi yang menguntungkan. Namun jika tidak diperhitungkan dengan benar, hutang yang semakin tinggi diluar batas optimalnya akan memberikan risiko yang besar bagi perusahaan dan membuat investor khawatir sehingga mampu menurunkan nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

### **H<sub>1</sub> : Hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan**

Urutan pendanaan perusahaan yang pertama menurut *trade-off theory* ialah melalui *debt* (hutang) sehingga perusahaan dengan internal kas yang kurang akan mencari alternatif pendanaan lain yaitu melalui hutang. Penelitian Locorotondo *et al.* (2014) menyatakan bahwa perusahaan yang tergabung dalam grup afiliasi cenderung memegang cadangan kas yang lebih rendah dibanding perusahaan non-afiliasi karena mereka mampu mengakses pasar modal internal dalam grup. Penelitian oleh Chang dan Hong (2000) juga mengatakan bahwa perusahaan yang berada dalam grup afiliasi memperoleh keuntungan melalui *sharing intangible* dan sumber finansial dengan anggota yang berada dalam grup tersebut. Kemampuan mengakses pasar modal internal dalam grup inilah yang menyebabkan grup afiliasi lebih mudah memperoleh pendanaan dalam bentuk hutang. Meskipun memiliki hutang yang

cukup banyak dan menanggung risiko besar, hal ini bisa saja menyebabkan nilai perusahaan afiliasi tidak menurun jika diikuti dengan kemampuan investasi yang baik dan karena masih adanya keringanan yang diberikan oleh perusahaan lain yang masih tergabung dalam satu grup afiliasinya jika sewaktu-waktu perusahaan mengalami kesulitan keuangan sehingga cenderung mengurangi kekhawatiran investor. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

## **H<sub>2</sub> : Grup afiliasi memperlemah pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan**

### **METODE PENELITIAN**

#### **Populasi dan Sampel**

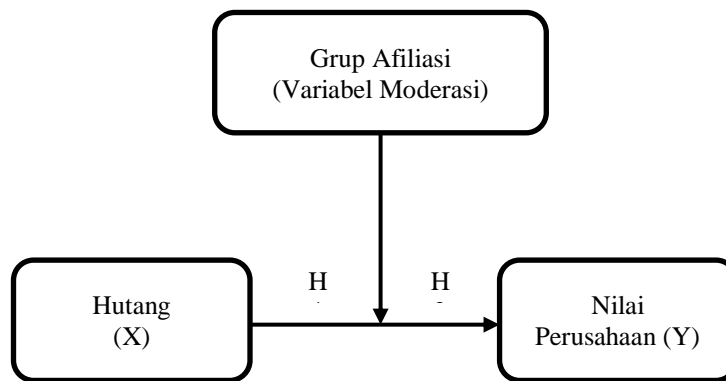
Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *property & real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan tahun 2011 – 2015. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* yaitu data yang dipilih berdasarkan kriteria-kriteria tertentu sesuai dengan tujuan penelitian. Adapun kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah: 1) Perusahaan *property & real estate* yang masih terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) sampai dengan Agustus 2016; 2) Perusahaan *property & real estate* yang menyajikan laporan keuangan secara lengkap dan telah diaudit serta menerbitkan laporan keuangan tersebut secara konsisten dari tahun 2011 sampai dengan 2015; 3) Perusahaan *property & real estate* yang menyajikan laporan keuangan dalam mata uang Rupiah; 4) Perusahaan yang memiliki informasi yang dibutuhkan berkaitan dengan pengukuran variabel selama periode pengamatan. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 35 perusahaan sebagai sampel penelitian.

#### **Jenis dan Sumber Data**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Sugiyono (2009) dalam Fau (2015) mendefinisikan data kuantitatif sebagai data yang berbentuk angka, atau data kualitatif yang diangkakan (*scoring*). Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu data yang tidak secara langsung diberikan kepada pengumpul data yaitu laporan keuangan serta harga saham perusahaan *property & real estate* yang memenuhi kriteria sampel penelitian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2011-2015. Data sekunder diperoleh dengan cara mengunduh melalui website Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) dan website [www.sahamok.com](http://www.sahamok.com). Penggunaan data tahun 2011-2015 karena data tersebut merupakan data terbaru sehingga diharapkan dapat memberikan hasil akurat yang sesuai dengan kondisi terkini perusahaan. Pada saat penelitian dilakukan, laporan keuangan tahun 2016 yang sudah diaudit belum tercantum dalam website BEI.

#### **Alat Analisis**

Alat analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis 1 dalam penelitian ini adalah Analisis Regresi Linear dengan bantuan *software* SPSS 20. Sesuai dengan sifat analisisnya, analisis regresi dalam penelitian ini dimanfaatkan untuk menganalisis pengaruh hutang sebagai variabel independen terhadap nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Analisis regresi moderasi atau *Moderated Regression Analysis* (MRA) digunakan untuk pengujian hipotesis 2. Uji interaksi atau sering disebut dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA) merupakan aplikasi khusus regresi berganda linear dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi (perkalian dua atau lebih variabel independen) (Ghozali, 2011 dalam Suranta dkk, 2016). Adapun model dan persamaan regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 1. Model Penelitian

Persamaan regresi:

$$FV = \alpha + \beta_1 DAR + e \dots\dots\dots (1)$$

$$FV = \alpha + \beta_1 DAR + \beta_2 GRUP + \beta_3 DAR * GRUP + e \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

- FV = *Firm Value* atau Nilai perusahaan
- DAR = Debt to Aset Ratio, proksi dari hutang
- GRUP = Rasio kepemilikan saham pengendali
- $\alpha$  = Konstanta
- $\beta_1 \beta_2 \beta_3 \beta_4$  = Koefisien regresi
- e = *error estimate*

Dilakukan pula uji asumsi klasik dan uji kelayakan model terhadap data penelitian. Uji asumsi klasik yang dilakukan meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas, sedangkan uji kelayakan model dilakukan dengan uji F.

**HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

**Analisis Data**

Hasil statistik deskriptif dari variabel penelitian disajikan dalam Tabel 1. Hasil uji normalitas data, autokorelasi, multikolinearitas dan heteroskedastisitas menunjukkan bahwa seluruh variabel penelitian telah memenuhi asumsi klasik. Hasil uji F juga menunjukkan bahwa model regresi yang dibentuk layak.

**Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FV	175	-,069	5,282	1,05420	,752752
DAR	175	,055	,740	,39399	,162758
GRUP	175	,052	,947	,44788	,225460
DARxGRUP	175	,027	3,700	1,30043	,819877
Valid N (listwise)	175				

Sumber: Data diolah dengan *software* spss 20

## Analisis Regresi

**Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Linear Sederhana**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1.	(Constant)	-,802	,144		-5,586	,000
	DAR	1,589	,335	,341	4,742	,000
Adj. R <sup>2</sup> = 0,111						
R Square = 0,116						

Sumber: Data diolah dengan *software* spss 20

Tabel 2 menyajikan hubungan antara hutang dengan nilai perusahaan. Dari tabel tersebut terlihat bahwa hutang secara signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini terlihat dari nilai signifikansi variabel hutang (DAR) yang berada di bawah tingkat alpha 0,05 dan memiliki koefisien yang bernilai positif. Model persamaan regresi 1 dapat dibuat sebagai berikut:

$$FV = - 0,802 + 1,589DAR + e$$

Persamaan regresi di atas memiliki makna bahwa jika tidak ada hutang, maka nilai perusahaan sebesar -0,802 dan dengan asumsi faktor lainnya konstan, peningkatan nilai *Debt to Assets Ratio* (DAR) sebesar satu persen akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 1,589%.

**Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Moderasi**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1.	(Constant)	-,543	,174		-3,131	,002
	DAR	1,646	,335	,353	4,917	,000
	GRUP	,040	,096	,030	,413	,680
	DARxGRUP	-,187	,064	-,206	-2,924	,004
Adj. R <sup>2</sup> = 0,145						
R Square = 0,160						

Sumber: Data diolah dengan *software* spss 20

Tabel 3 menyajikan hubungan antara hutang dengan nilai perusahaan dengan menambahkan grup afiliasi sebagai variabel moderasi. Dari tabel tersebut terlihat bahwa hutang secara signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sedangkan grup afiliasi mampu memoderasi pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan. Hal ini terlihat dari nilai signifikansi variabel interaksi antara hutang dengan nilai perusahaan (DARxGRUP) yang berada di bawah tingkat alpha 0,05. Model persamaan regresi 2 dapat dibuat sebagai berikut:

$$FV = - 0,543 + 1,646DAR + 0,040GRUP - 0,187DAR*GRUP + e$$



Berdasarkan tabel 2 dan tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai koefisien determinasi untuk model regresi sebelum dimasukkan efek moderasi adalah sebesar 0,111. Nilai ini mengindikasikan bahwa variabel hutang (*DAR*) dapat menjelaskan variabel nilai perusahaan sebesar 11,1%, sedangkan sisanya sebesar 88,9% dijelaskan oleh variabel lain di luar model regresi dalam penelitian ini. Kemudian setelah dimasukkan efek moderasi, nilai koefisien determinasi mengalami peningkatan menjadi 14,5% sehingga dapat disimpulkan bahwa penambahan variabel grup afiliasi serta interaksinya dengan hutang mampu meningkatkan pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan. Nilai koefisien determinasi sebesar 14,5% mengindikasikan bahwa seluruh variabel dalam model (hutang, grup afiliasi serta interaksi antara hutang dan grup afiliasi) mampu menjelaskan variabel nilai perusahaan sebesar 14,5%, sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar model regresi dalam penelitian ini.

### **Pengujian Hipotesis**

- 1) Pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan dapat dilihat pada tabel 2 dengan hasil uji t untuk variabel hutang (*DAR*) diperoleh koefisien regresi sebesar 1,589 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari nilai toleransi kesalahan yaitu 0,05. Oleh karena nilai koefisien bernilai positif dan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka variabel hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga  $H_1$  ditolak.
- 2) Pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan dengan grup afiliasi sebagai variabel moderasi dapat dilihat pada tabel 3 dengan hasil uji t untuk variabel interaksi berupa perkalian antara variabel independen dengan variabel moderasi (*DARxGRUP*) diperoleh koefisien regresi sebesar  $-0,187$  dan nilai signifikansi sebesar 0,004. Nilai signifikansi  $0,004 < 0,05$ . Oleh karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel grup afiliasi (*GRUP*) merupakan variabel pemoderasi dan nilai koefisien yang bernilai negatif menunjukkan bahwa efek moderasi yang diberikan adalah melemahkan, artinya semakin tinggi moderasi grup afiliasi, maka pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan menurun sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel grup afiliasi melemahkan pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan sehingga  $H_2$  diterima.

### **Pembahasan**

#### **Pengaruh Hutang Terhadap Nilai Perusahaan**

Hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Manfaat dari penggunaan hutang ialah melalui beban bunga yang mampu mengurangi laba kena pajak. Perusahaan yang mampu menggunakan pendanaan hutang secara optimal dianggap mampu memanfaatkan keuntungan dari penggunaan dana eksternal tersebut. Jika dilihat dari hukum permintaan dan penawaran maka pemenuhan kebutuhan pendanaan dengan cara mengeluarkan saham baru akan menyebabkan saham yang ditawarkan bertambah sehingga berdampak pada menurunnya harga saham. Untuk itu, pendanaan melalui hutang merupakan alternatif yang lebih baik.

Pada perusahaan *property & real estate*, tingkat hutang yang dimiliki cenderung tinggi karena pada dasarnya perusahaan yang bergerak di bidang tersebut membutuhkan dana yang tidak sedikit untuk membiayai kegiatan operasionalnya seperti pembelian tanah serta pengembangan konstruksi. Perusahaan yang mampu memperoleh pinjaman dana serta menjalankan dan mengembangkan kegiatan operasionalnya akan dianggap sebagai perusahaan yang memiliki kinerja dan prospek yang baik sehingga dapat menaikkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Orientanti (2014) bahwa hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan karena pendanaan melalui hutang mampu memberikan manfaat melalui penghematan pajak perusahaan dari beban bunga hutang. Selain itu, penelitian dari Lixin dan Chen (2011) menunjukkan bahwa perusahaan *real estate* yang terdaftar di negara China mempunyai proporsi pembiayaan hutang terhadap total aset yang relatif tinggi dengan rata-rata sebesar 55% dan secara umum dengan meningkatnya pembiayaan hutang ini mampu meningkatkan nilai pasar perusahaan.

#### **Grup Afiliasi Memoderasi Pengaruh Hutang Terhadap Nilai Perusahaan**

Grup afiliasi memperlemah pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat diartikan semakin tinggi moderasi grup afiliasi, maka perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang dan berdampak pada menurunnya nilai perusahaan.



Jika kepemilikan saham pengendali pada suatu perusahaan afiliasi semakin tinggi maka perusahaan cenderung lebih mudah memenuhi kebutuhan finansialnya melalui bantuan dari rekan afiliasinya misalnya bantuan secara tunai, bantuan dalam bentuk penggunaan aset bersama, serta praktek transaksi afiliasi lainnya seperti *transfer pricing* yang tentunya memiliki keuntungan tersendiri. Dengan terpenuhinya kebutuhan finansial ini perusahaan merasa tidak perlu lagi menggunakan alternatif pendanaan lainnya berupa hutang. Namun, tingkat hutang yang rendah ini justru berdampak pada menurunnya nilai perusahaan karena perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan dan memperoleh keuntungan pengurangan pajak dari adanya beban bunga.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Hartanto (2014) yang menyimpulkan bahwa grup afiliasi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Namun, hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Chakraborty (2011) yang menyatakan bahwa perusahaan afiliasi di India memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan non-afiliasi. Grup afiliasi memiliki akses yang lebih mudah untuk memperoleh pendanaan eksternal dikarenakan reputasinya yang lebih baik dan adanya *internal capital markets* dalam grup.

## SIMPULAN

Hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2015. Grup afiliasi memperlemah pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *property & real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2015. Implikasi dari penelitian ini adalah bahwa grup afiliasi dapat mengurangi penggunaan hutang dan berdampak pada turunnya nilai perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, antara lain: 1) objek penelitian terbatas pada perusahaan di sektor *property & real estate*; 2) faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan hanya diprosikan dengan variabel hutang sedangkan masih banyak variabel lain yang diduga dapat mempengaruhi nilai perusahaan misalnya keputusan investasi, ukuran perusahaan, profitabilitas dan sebagainya; 3) proksi dari grup afiliasi hanya menggunakan rasio kepemilikan saham pengendali yang mungkin tidak secara keseluruhan mampu menggambarkan intensitas hubungan afiliasi antar perusahaan.

Peneliti juga memberikan beberapa saran. Pertama, bagi perusahaan/emiten disarankan untuk mempertimbangkan penggunaan hutang sebagai alternatif pendanaan dengan bijak dan perlu memperhitungkan manfaat dan juga risiko yang akan diperoleh. Kedua, bagi investor, terutama yang berinvestasi pada perusahaan *property & real estate* sebaiknya memerhatikan variabel hutang dan intensitas hubungan afiliasi perusahaan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi yang tepat dan menguntungkan. Hal ini dikarenakan variabel-variabel tersebut memberikan pengaruh yang cukup signifikan terhadap nilai perusahaan. Ketiga, bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk memperluas objek penelitian misalnya pada perusahaan manufaktur atau perusahaan non keuangan serta menambah jumlah variabel yang akan diteliti serta menambah atau menggunakan proksi dari variabel grup afiliasi yang lebih menggambarkan intensitas hubungan afiliasi antar perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi 11. Yulianto, Ali Akbar (terjemahan). Salemba Empat. Jakarta.
- Chakraborty, Indrani. 2011. Does Capital Structure Depend on Group Affiliation? An Analysis of Indian Corporate Firms. *Occasional Paper*. Institute of Development Studies Kolkata.
- Chang, Sea Jin dan Jaebum Hong. 2000. Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions, *The Academy of Management Journal* **43** (3) June: 429-448.
- Dewi, Ayu Sri Mahatma dan Ary Wirajaya. 2013. Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Pada Nilai Perusahaan, *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* **4** (2): 358-372.
- Fau, Nia Rositawati. 2015. Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.
- Hanafi, Mamduh M. 2003. *Manajemen Keuangan Internasional*. BPFE-UGM. Yogyakarta. Hartanto, Anton. 2014. Pengaruh Struktur Kepemilikan Perusahaan Yang Tergabung Pada Grup Afiliasi Terhadap Nilai Perusahaan. *Abstrak Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Indonesia.
- Horne, James C. Van dan John M. Wachowicz Jr. 2010. *Fundament of Financial Management (Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan)*, Edisi 12. Buku 2, Salemba Empat. Jakarta.
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi kelima. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Isti'adah, Umami. 2015. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur, *Jurnal Nominal* **4** (2): 57-72.
- Jogiyanto, Hartono. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi II. BPFE-UGM. Yogyakarta.
- Lixin, Xu dan Chen Lin. 2011. The Relationship Between Debt Financing and Market Value of Company: Empirical Study of Listed Real Estate Company of China, *Proceedings of the 7th International Conference on Innovation & Management* 2043-2047.
- Locorotondo, Rosy, Nico Dewaelheyns dan Cynthia Van Hulle. 2014. Cash Holdings and Business Group Membership, *Journal of Business Research* **67**: 316-323.
- Nugroho, Asih Suko. 2006. Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Properti Yang *Go-Public* di Bursa Efek Jakarta Untuk Periode Tahun 1994-2004. *Tesis*. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.
- Ogbulu, Onyemachi Maxwell dan Francis Kehinde Emeni. 2012. *Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Nigeria*, *International Journal of Business and Social Science* **3** (19) October: 252-261.
- Orientanti, Suci. 2014. Pengaruh Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderasi. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.
- Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia. 2015. *Salinan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 43/POJK.04/2015 tentang Pedoman Perilaku Manajer Investasi*. Jakarta. 1-3.

Siringo-ringo, Masdalena. 2011. Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Pengungkapan Laporan Keuangan Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Sumatera Utara.

Suranta, Eddy, Fenny Marietza, Pratana Puspa Midiastuty dan Franisalia Ramadhani. 2016.

Pengaruh Grup Bisnis terhadap Manajemen Laba Dimoderasi Oleh Kepemilikan Saham Pengendali, Perencanaan Pajak, dan Arus Kas Operasi. *Simposium Nasional Akuntansi XIX*. Lampung.

Tjahjono, Achmad. 2009. *Akuntansi Suatu Pengantar 2*, Cetakan 1. Ganbika. Yogyakarta. Weston, J.

Fred dan Eugene F. Brigham. 1990. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi

Kesembilan. Erlangga. Jakarta.

Yuniasih, Ni Wayan dan Made Gede Wirakususma. 2009. Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility dan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Pemoderasi, *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis* 4 (1) ISSN 2303-1018.

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

[www.sahamok.com](http://www.sahamok.com)