

# Effect of Debt Policy, Dividend Policy, Size of the Supervisory Board, Level of Independence of the Supervisory Board and Company Value in the previous period on Company Value in the Property, Real Estate and Building Construction Industry Sector in Bursa Efek Indonesia

Tiana Fenny Krisdina, Syafira Mariana

---

## Article Info

### Article history:

Received Jun 12, 2023

Revised Jun 20, 2023

Accepted Jul 26, 2023

### Keywords:

Debt Policy,  
Dividend Policy,  
Size of the Supervisory  
Board, Level of  
Independence of the  
Supervisory Board and  
Company Value

---

## ABSTRACT (10 PT)

*The purpose of this study is to test an impact of current debt policy, dividend policy, supervisory board size, independency of supervisory board, previous period of firm value on current firm value as well as to know the value of impact of these five explanatory variables on current firm value in property, real estate, and building construction industry sector on Indonesia Stock Exchange on 2010-2015.*

*Firm value is measured by closing stock price. Debt policy is measured by debt to equity ratio, dividend policy is measured by dividend payout ratio, supervisory board is measured by the number of commissioner board, and independency of supervisory board is measured by ratio of independent commissioner board number divided by the number of all board commissioner number.*

*The firms as sample are taken from the population by using stratified random sampling method. Method of data analysis used is regression model with polling data. The result of this study concludes two things. Firstly, current debt policy and previous firm value have a positive impact on current firm value, whereas the rest do not have an impact on current firm value. Secondly, the impact value that can be explained by these five independent variables on firm value is reflected by adjusted R-squared value of 80.3639%.*

*Keywords: current firm value, debt policy, previous period of firm value*



Copyright © 2022 SINTESA. All rights reserved.

---

## Corresponding Author:

Tiana Fenny Krisdiana,  
Program Studi Akuntansi,  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
Jalan Angkrek Situ No 19 Sumedang 45322  
Email: tiana.feb@unsap.ac.id

---

## 1. INTRODUCTION

Sektor industri properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan merupakan salah satu sektor industri yang terdapat di Bursa Efek Indonesia (IDX Fact Book, 2015). Perkembangan sektor ini merupakan salah satu indikator pertumbuhan ekonomi sebuah negara. Investasi pada sektor properti merupakan yang menjanjikan di masa yang akan datang dan menjadi pilihan yang aman bagi investor untuk berinvestasi (Wahyuni, Ernawati, & Murhadi, 2013). Prospek yang cerah ini tentunya tidak terlepas dari kebutuhan masyarakat yang menganggap komoditas properti sebagai bagian dari kebutuhan primer yang harus dipenuhi keberadannya (Rizal & Sahar, 2015).

Menurut informasi yang diperoleh lewat IDX Fact Book (2015), Jakarta *Stock Industrial Classification* (JASICA) memasukkan sektor industri ini ke dalam sektor industri tersier/jasa. Berdasarkan informasi yang ada pada Tabel 1, jumlah emiten yang tercatat dalam industri ini mengalami peningkatan mulai dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2014.

**Tabel 1.1. Perkembangan Jumlah Emiten  
Sektor Industri Properti, Real Estate dan Konstruksi Bangunan Tahun 2010 -2015**

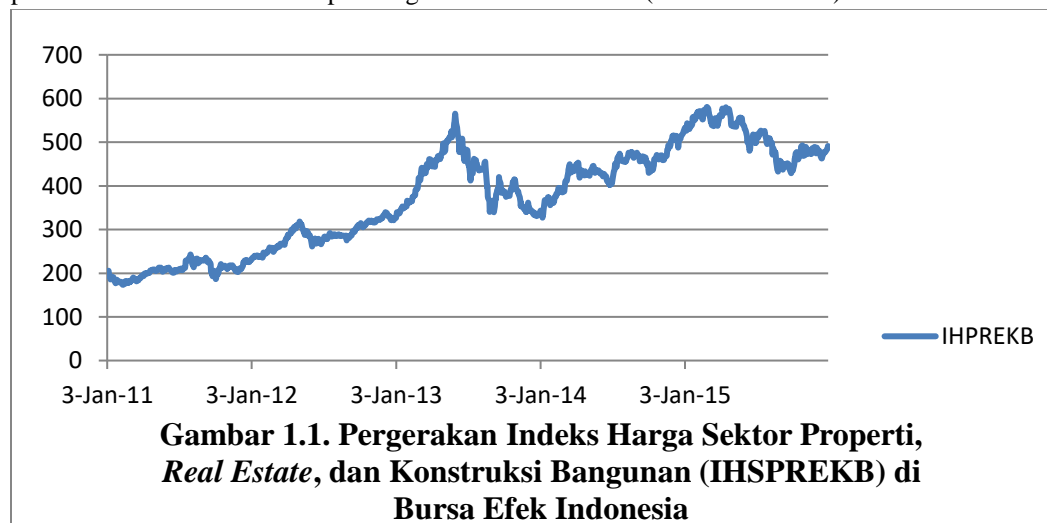
Tahun	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Jumlah Emiten Properti & Real Estate	40	42	45	45	45	45
Jumlah Emiten Konstruksi Bangunan	7	7	8	9	9	9
Total Emiten	47	49	53	54	54	54

**Sumber: IDX Fact Book 2011 - 2016 yang diolah kembali**

Pada tabel tersebut terlihat jumlah emiten yang tercatat pada tahun 2008 sebanyak 45 emiten dan pada tahun 2014, emiten yang tercatat berjumlah 54 emiten. Dengan demikian, telah terjadi pertumbuhan emiten dalam kurun waktu 7 tahun sebesar 20%.

Sebagai perusahaan yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia, perusahaan pada sektor industri properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan memiliki tujuan sebagaimana halnya dengan perusahaan publik. Sebagai perusahaan tercatat di pasar modal, menurut Keown, Martin, Petty, dan Scott (2008), tujuan perusahaan ini tidak lain yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang sahamnya yang tercermin lewat peningkatan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan-perusahaan yang tercermin dalam sektor industri ini yang ternyata tidak selalu mengalami peningkatan seperti yang dikemukakan oleh Keown, *et al.* (2008). Berdasarkan hasil pengamatan peneliti pada indeks sektor properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan yang menggambarkan kondisi naik turunnya harga saham secara dominan, pergerakan indeks sektor ini tidak hanya mengalami tendensi yang naik, namun juga tendensi turun selama periode akhir tahun 2011 sampai dengan akhir tahun 2015 (lihat Gambar 1.1).



**Sumber: [www.google.com](http://www.google.com)**

Nilai perusahaan ini menurut Gitman & Zutter (2012) dipengaruhi ketika perusahaan mempertimbangkan untuk mengambil kebijakan keuangannya. Kebijakan keuangan yang dimaksudkan berupa kebijakan utang dan kebijakan dividen (Kaaro, 2003). Berkaitan dengan kebijakan utang, beberapa peneliti terdahulu seperti Wulandari (2006), Waterings & Swagerman (2008), Ishaqq, Bokpin, & Onumah (2009), Ogbulu dan Emeni (2012), Hermuningsih (2013), Abidin, Yusniar, dan Ziyad (2014), Kaur (2015), Rizal dan Sahar (2015) mendokumentasikan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan hasil penelitian Wahyuni, Ernawati, & Murhadi (2013) menunjukkan kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Selain itu, hasil

penelitian Sofyaningsih & Hardiningsih (2011), Sugiarto (2011), Herawati (2013) maupun Sembiring & Pakpahan (2010) mendokumentasikan bahwa kebijakan utang ini tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berkaitan dengan kebijakan dividen, beberapa peneliti terdahulu seperti Isshaq, *et al.* (2009), Yadnyana & Wati (2011), Gul, Sajid, Razzaq, Iqbal, Khan (2012), Irniawati & Utiyati, (2014) mendokumentasikan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan Abidin, *et al.* (2014) mendokumentasikan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan hasil penelitian mereka, hasil penelitian Wahyuni, *et al.* (2013), Sembiring dan Pakpahan (2010), Sofyaningsih & Hardiningsih (2011), Yadnyana & Wati (2011), maupun Herawati (2013) menyatakan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Selain kedua keputusan keuangan tersebut, beberapa peneliti terdahulu menjadikan tata kelola perusahaan sebagai penentu nilai perusahaan. Tata kelola perusahaan tersebut diproksi dengan ukuran dewan pengawas (Wulandari, 2006; Isshaq, *et al.*, 2009; Suhartanti & Asyik, 2015) dan independensi dewan pengawas (Wulandari, 2006; Isshaq, *et al.*, 2009; Muryati & Suardikha, 2014). Berkaitan dengan ukuran dewan pengawas, hasil penelitian Kusumawati & Riyanto (2006), Sialagan & Machfoedz (2006), Atmaja (2008), Waterings & Swagerman (2008) menunjukkan bahwa ukuran dewan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan hasil penelitian Yermack (1996) maupun Nath, Islam, dan Saha (2015) menunjukkan bahwa ukuran dewan pengawas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan hasil penelitian mereka, hasil penelitian Kaur (2015) menunjukkan ukuran dewan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berkaitan dengan tingkat independensi dewan pengawas, hasil penelitian Yermack (1996) menunjukkan semakin tinggi tingkat independensi dewan pengawas, semakin rendah nilai perusahaan sedangkan hasil penelitian Muryati & Suardikha (2014) menunjukkan independensi dewan pengawas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan hasil penelitian Yermack (1996) maupun Muryati & Suardikha (2014), hasil penelitian Wulandari (2006), Ishaq, *et al.* (2009), maupun Nath, *et al.* (2015) menunjukkan independensi dewan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Selain keempat variabel tersebut, nilai perusahaan saat ini ternyata dipengaruhi oleh nilai perusahaan pada periode sebelumnya (lihat penelitian Harahap, 2016). Hasil penelitian Harahap (2016) merupakan hasil penelitian yang tidak mendukung pasar efisien bentuk lemah. Namun beberapa peneliti lainnya seperti Tambotuh & Sunarto (2001) maupun Al-Jafari (2011) mengkonfirmasi teori pasar efisien bentuk lemah dengan menunjukkan *return* pasar saham yang acak.

Bertitik tolak dari ketidakkonsistenan hasil penelitian terdahulu tersebut, maka peneliti tertarik membuat penelitian tesis dengan judul: Pengaruh Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, dan Keberadaan Dewan Pengawas Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Industri Properti, *Real Estate*, dan Konstruksi Bangunan di Bursa Efek Indonesia.

## **Nilai Perusahaan**

Menurut Sartono (2010:09) yang dikutip Nainggolan dan Listiadi (2014), nilai perusahaan merupakan nilai sekarang atas semua keuntungan pemegang saham yang diharapkan akan diperoleh di masa mendatang. Berbagai proksi untuk mengukur nilai perusahaan digunakan oleh para peneliti terdahulu. Dalam penelitiannya, Ishaq, *et al.* (2009) menggunakan harga saham sebagai proksi atas nilai perusahaan sedangkan Wahyuni, *et al.* (2013) menggunakan *return* saham sebagai proksi nilai perusahaan. Berbeda dengan Ishaq, *et al.* (2009) maupun Wahyuni, *et al.* (2013), Abidin, *et al.* (2014), Muhyarsyah (2007), Febrianti (2012) menjadikan rasio harga saham terhadap nilai buku sebagai proksi dari nilai perusahaan dalam risetnya. Namun berbeda dengan penelitian mereka, peneliti lainnya seperti Yermack (1996), Waterings & Swagerman (2008), Yadnyana & Wati (2011), Sembiring & Pakpahan (2014), Nainggolan & Listiadi (2014), Kaur (2015), maupun Nath, *et al.* (2015) menggunakan Tobin Q sebagai proksi dari nilai perusahaan.

## **Kebijakan Utang**

Kebijakan hutang merupakan kebijakan mengenai keputusan yang diambil perusahaan untuk menjalankan operasionalnya dengan menggunakan hutang atau *financial leverage* (Brigham & Houston, 2011:78 dalam Pertiwi, Tommy, Tumiwa, 2016). *Leverage keuangan* adalah penggunaan beban tetap keuangan untuk memperbesar pengaruh perubahan dalam laba sebelum bunga dan pajak terhadap laba per lembar saham (Gitman & Zutter, 2012:516).

## **Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang dibuat perusahaan mengenai pendistribusian kas pada pemegang saham, besarnya jumlah uang kas yang didistribusikan, dan cara pendistribusian uang kas tersebut (Gitman & Zutter, 2012:561). Dalam penelitian sebelumnya, kebijakan dividen diproksi oleh:

- a. Rasio pembayaran dividen (lihat penelitian Sembiring & Pakpahan, 2010; Sofyaningsih & Hardingsih, 2011; Yadnyana & Wati, 2011; Herawati, 2013; Wahyuni, *et al.*, 2013; Nainggolan & Listiadi, 2014; Irniawati & Utiyati, 2014).
- b. Dividen per lembar saham (lihat penelitian Gul, *et al.*, 2012)
- c. *Dividend yield* (lihat penelitian Abidin, *et al.*, 2014).
- d. Variabel boneka/*dummy variable* (lihat penelitian Sugiarto, 2011).

Berasarkan informasi di atas, maka peneliti ini menggunakan rasio pembayaran dividen sebagai proksi kebijakan dividen karena proksi ini paling banyak digunakan oleh peneliti sebelumnya.

## **Good Corporate Governance**

*Good corporate governance* dapat didefinisikan sebagai struktur, sistem, dan proses yang digunakan oleh organ-organ perusahaan sebagai upaya untuk memberi nilai tambah perusahaan secara berkesinambungan dalam jangka panjang (*Indonesian Institute of Corporate Governance*, 2010 dalam Suhartanti & Asyik, 2015). Menurut Komite Nasional Kebijakan Governance/KNKG (2006), GCG memiliki 4 asas/dasar. Keempat asas/dasar tersebut yaitu:

1. *Transparansi (transparency)*. Transparansi mengharuskan supaya perusahaan menyediakan informasi yang material dan relevan dengan cara yang mudah diakses dan dipahami oleh pemangku kepentingan dalam rangka menjaga obyektivitas dalam menjalankan bisnis. Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang disyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditor dan pemangku kepentingan lainnya.
2. *Akuntabilitas (accountability)*. Akuntabilitas mensyaratkan agar perusahaan dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.
3. *Responsibilitas (responsibility)*. Responsibilitas mensyaratkan perusahaan mematuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai *good corporate citizen*.
4. *Independensi (independency)*. Independensi mensyaratkan perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain.
5. *Kewajaran dan Kesetaraan (Fairness)*. Prinsip ini mensyaratkan perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan dalam melaksanakan kegiatannya.

Menurut para peneliti sebelumnya, GCG ini diproksi dengan menggunakan ukuran dewan pengawas (lihat Sialagan & Machfoedz, 2006; Wulandari, 2006; Isshaq, *et al.*, 2009; Suhartanti & Asyik, 2015) dan independensi dewan pengawas (lihat Wulandari, 2006; Isshaq, *et al.*, 2009; Muryati & Suardikha, 2014).

- A. Ukuran dewan pengawas.

Yang berperan sebagai dewan pengawas di Indonesia yaitu dewan komisaris (Sukamulja, 2002). Hal ini disebabkan Indonesia mengadopsi sistem dewan ganda (*two-tier board system*) dalam struktur organisasi internalnya sesuai dengan model *European continental* (Syakhroza, 2005). Mengingat dewan yang berperan sebagai dewan pengawas dalam sistem dewan ganda di Indonesia yaitu dewan komisaris maka ukuran dewan pengawas yang dimaksud yaitu ukuran dewan komisaris.

#### B. Independensi dewan pengawas.

Independensi dewan pengawas untuk menciptakan keefektifan dalam proses pemantauan kegiatan yang dilakukan oleh manajemen puncak. Hal ini dipercayai oleh para pemegang saham dan para regulator. Independensi ini ditandai dengan kehadiran dewan pengawas yang bukan berasal dari internal perusahaan (Kim & Nofsinger, 2007). Mengadopsi dan menyesuaikan contoh yang diberikan Kim & Nofsinger (2007), maka dalam penjelasan keberadaan independensi dewan pengawas, peneliti membuat contoh tersendiri. Dewan pengawas yang berasal dari pihak internal perusahaan tidak mungkin menegur dengan keras manajer internal perusahaan yang berbuat salah mengingat adanya relasi persahabatan atau kekeluargaan di antara keduanya. Hanya dewan pengawas dari pihak eksternal yang dapat melakukan hal tersebut karena mereka tidak memiliki kepentingan pribadi terhadap perusahaan tersebut.

Mengingat dewan yang berperan sebagai dewan pengawas dalam sistem dewan ganda di Indonesia yaitu dewan komisaris maka independensi dewan pengawas yang dimaksud yaitu independensi dewan komisaris yang diukur berdasarkan porsi jumlah dewan komisaris yang berasal dari eksternal perusahaan terhadap total dewan komisaris yang ada. Yang dimaksud dengan total dewan komisaris yaitu jumlah komisaris yang berasal dari pihak internal dan pihak eksternal perusahaan.

## 2. METHOD

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode pengujian hipotesis, khususnya pengujian hipotesis kausal atau sebab akibat, yaitu hipotesis yang menyatakan hubungan suatu variabel dapat menyebabkan perubahan variabel lainnya (Indriantoro & Supomo, 2002:89). Menurut Hartono (2007:41), hipotesis (*hypothesis*) adalah dugaan yang akan diuji kebenarannya dengan fakta yang ada.

### Operasionalisasi Variabel Penelitian

Bertindak sebagai variabel bebas yaitu kebijakan utang, kebijakan dividen, ukuran dewan pengawas, independensi dewan pengawas, dan variabel terikatnya yaitu nilai perusahaan. Selengkapnya, definisi operasionalisasi variabel atas variabel terikat dan variabel bebas dapat dilihat pada Tabel 3.3.

**Tabel 3.3. Operasionalisasi Variabel**

Variabel	Definisi Variabel	Indikator	Skala
Nilai Perusahaan	Persepsi pasar terhadap kondisi perusahaan.	Logaritma natural harga saham penutupan akhir tahun (LN_PRICE)	Rasio
Kebijakan Utang	Keputusan mengenai pembiayaan perusahaan dengan utang	Rasio utang terhadap ekuitas pada akhir tahun (DER)	Rasio
Kebijakan Dividen	Keputusan untuk membayarkan laba pada investor atau menahan laba	Rasio pembayaran dividen pada akhir tahun (DPR)	Rasio
Ukuran dewan pengawas	Besarnya dewan pengawas yang dimiliki perusahaan.	Jumlah dewan komisaris pada akhir tahun (UDK)	Rasio

**Tabel 3.3. Operasionalisasi Variabel**

Variabel	Definisi Variabel	Indikator	Skala
Independensi dewan pengawas	Ketiadaan afiliasi dewan komisaris dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya dalam perusahaan.	Porsi jumlah dewan komisaris independen terhadap jumlah komisaris dalam perusahaan pada akhir tahun. (IDK)	Rasio
Nilai perusahaan periode sebelumnya	Persepsi pasar terhadap kondisi perusahaan pada periode sebelumnya	Logaritma natural dari harga saham penutupan akhir tahun sebelumnya(LN <sub>P<sub>t-1</sub></sub> )	Rasio

Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan model berganda dengan *pooling data* sebagai metode analisis data. Menurut Widarjono (2013:353), model regresi data *pooling* melibatkan data *cross section* dan *time series*. Model regresi yang dimaksudkan yaitu sebagai berikut.

$$LN(P_{it}) = b_0 + b_1.DER_{it} + b_2.DPR_{it} + b_3.UDK_{it} + b_4.IDK_{it} + b_5 LN(P_{it-1}) + e_{it} \dots(3.2)$$

Dalam proses estimasi koefisien regresi, model regresi menggunakan metode estimasi kuadrat terkecil sehingga harus terbebas dari serangkaian asumsi klasik. Dengan terbebasnya model dari asumsi klasik, maka akan menghasilkan BLUE (*best linier unbiased estimator*). Adapun uji asumsi klasik yang dimaksudkan meliputi: uji normalitas, uji heteroskedastisitas, uji otokorelasi, dan uji multikolinieritas.

a. Uji normalitas.

Uji signifikansi pengaruh variabel independen, terhadap variabel dependen lewat uji t hanya akan valid jika residual model regresi berdistribusi normal (Widarjono, 2013). Dalam penelitian ini, uji normalitas yang digunakan yaitu uji Jarque-Bera (JB). Adapun prosedur pengujian normalitas yaitu sebagai berikut.

1. Merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan alternatif ( $H_a$ ):

$H_0$ : Residual berdistribusi normal

$H_a$ : Residual tidak berdistribusi normal.

2. Menghitung nilai statistik JB dan probabilitasnya. Untuk menghitung kedua nilai tersebut, maka Program Eviews digunakan. Program ini menyediakan informasi mengenai nilai statistik JB dan probabilitasnya.

3. Mengambil kesimpulan statistik. Kesimpulan ini didapatkan dengan membandingkan nilai probabilitas dari statistik JB dengan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) sebesar 5% dengan ketentuan:

- Apabila nilai probabilitas dari statistik  $JB \geq$  tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) sebesar 5%, maka  $H_0$  diterima.
- Apabila nilai probabilitas dari statistik  $JB < 5\%$ , maka  $H_0$  ditolak.

b. Uji heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Jika varian dari satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau yang tanpa heterokedastisitas (Ghozali, 2011:134). Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan uji *White*. Adapun prosedur pengujiannya yaitu dengan merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_a$ ) sebagai berikut:

$H_0$ : Tidak terdapat heteroskedastisitas (tidak satupu variabel bebas yang dikuadratkan berpengaruh terhadap *varian error*).

$H_a$ : Terdapat heteroskedastisitas (sekurang-kurangnya terdapat satu nilai a 0).

Uji *White* dapat dilakukan dengan meregres residual yang dikuadratkan ( $RESID^2$ ) dengan variabel independen yang dikuadratkan (Ghozali, 2016:138-139). Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dalam penelitian ini dapatlah dijabarkan persamaan regresi sebagai berikut:

$$RESID^2_{it} = a_0 + a_1DER_{it}^2 + a_2ROA_{it}^2 + a_3UDK_{it}^2 + a_4IDK_{it}^2 + a_5LN(P_{it-1})^2 \dots (3.1)$$

Dari persamaan regresi tersebut diatas akan didapat nilai probabilitas dari Chi-Square atas  $Obs \cdot R^2$  dengan menggunakan program EVIEWS. Selanjutnya nilai tersebut dibandingkan dengan  $\alpha$  sebesar 5%. Jika nilai probabilitas dari Chi-Square atas  $Obs \cdot R^2$  lebih besar daripada  $\alpha$  sebesar 5%, maka hipotesis alternatif ditolak sehingga tidak terdapat heteroskedastisitas dalam model regresi.

c. Uji otokorelasi.

Uji otokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pengganggu pada periode  $t-1$  (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem otokorelasi. Hal ini muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya (Ghozali, 2016:107). Dalam penelitian ini, pengujian otokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji run atas nilai residual dengan prosedur sebagai berikut. Pertama, membuat hipotesis nol dan alternatif:

$H_0$ : Tidak terdapat autokorelasi (residual acak).

$H_a$ : Terdapat autokorelasi (residual tidak acak)

Kedua, dengan menggunakan program IBM SPSS, perhitungan nilai Asymp. Sig (2-tailed) atas Z-statistik dilakukan. Selanjutnya, nilai tersebut dibandingkan dengan  $\alpha$  sebesar 5%. Jika nilai *asympt. sig (2-tailed)* atas Z-statistik lebih besar daripada  $\alpha$  sebesar 5%, maka hipotesis alternatif ditolak sehingga tidak terdapat otokorelasi.

d. Uji multikolinieritas.

Menurut Ghozali (2016:103-104), uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji adanya korelasi antar variabel bebas (independen) dalam model regresi. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas, nilai *variance inflation factor* (VIF) sebagai acuan. Nilai *cut-off* yang umum dipakai untuk menentukan adanya multikolinieritas adalah nilai  $VIF \geq 10$ .

### 3. RESULTS AND DISCUSSION (10 pt)

#### 1. Results (10 pt)

##### 4.1. Deskripsi Statistik

Penelitian ini mengambil objek perusahaan sektor industri properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan informasi jumlah sampel dari Bab 3, diperoleh 30 emiten dengan banyaknya jumlah unit waktu sebesar 6 tahun (yang dimulai 2010-2015) sehingga diperoleh 180 observasi penelitian. Terdapat 6 (enam) variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu nilai perusahaan yang diproksi dengan nilai logaritma natural dari harga saham ( $Ln\_Price$ ), nilai perusahaan pada periode sebelumnya yang diproksi dengan nilai logaritma natural harga saham periode sebelumnya ( $Ln\_Price(-1)$ ), kebijakan utang yang diproksi dengan DER, kebijakan dividen yang diproksi dengan DPR, keberadaan dewan pengawas yang diproksi dengan ukuran dewan komisaris (UDK), tingkat independensi dewan pengawas yang diproksi dengan porsi jumlah komisaris independen dibandingkan dengan total dewan komisaris (IDK). Selengkapnya nilai statistik deskriptif atas keenam variabel penelitian tersebut dapat dilihat pada Tabel 4.1.

Pada Tabel 4.1, terlihat nilai maksimum  $Ln\_Price$  sebesar 4,06 sedangkan nilai minimumnya sebesar 9,25. Rata-rata  $Ln\_Price$  sebesar 6,1309 dengan nilai simpangan baku sebesar 1,10202. Untuk variabel  $Ln\_Price(-1)$ , nilai maksimumnya sebesar 9,25 dan nilai minimumnya sebesar 4,08 dengan nilai rata-rata sebesar 6,0108 dan simpangan baku sebesar 1,04148.

**Tabel 4.1 Statistik Deskriptif atas Variabel Penelitian**

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Simpangan Baku
$Ln\_Price$	180	4,06	9,25	6,1309	1,10202

DER	180	0,02	2,90	0,9034	0,62044
DPR	180	0,00	1350,54	25,7692	120,20446
UDK	180	2,00	9,00	4,5722	1,50244
IDK	180	0,25	0,83	0,4134	0,10415
Ln Price(-1)	180	4,08	9,25	6,0108	1,04148

**Sumber: Output Program IBM SPSS 19**

Terlihat nilai maksimum untuk variabel DER yaitu 2,90 sedangkan nilai minimumnya yaitu 0,02 dengan nilai rata-rata DER sebesar 0,9034 dan simpangan baku sebesar 0,62044. Untuk variabel DPR, nilai maksimumnya sebesar 1350,54 sedangkan nilai minimumnya yaitu 0,00 dengan rata-rata sebesar 25,7692 dan nilai simpangan baku sebesar 120,20446.

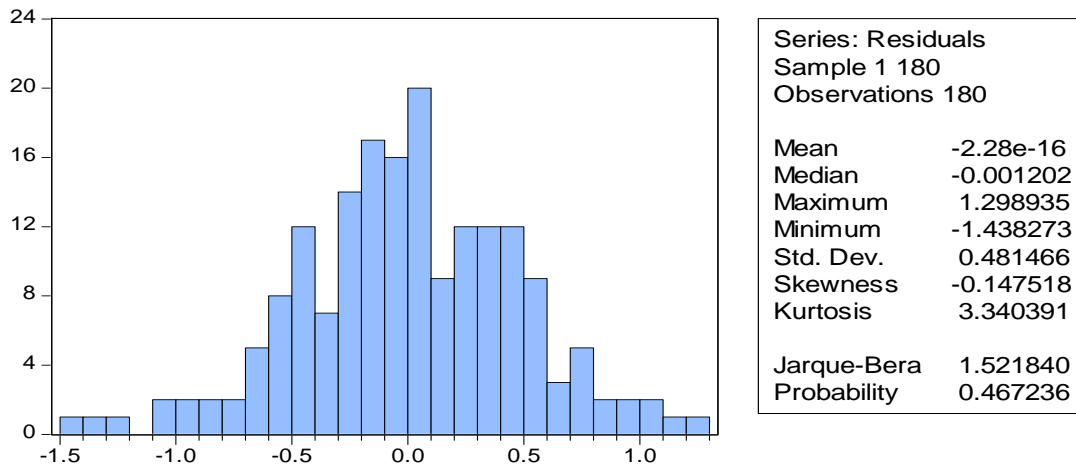
Pada tabel yang sama, terlihat nilai maksimum ukuran dewan pengawas yaitu 9, sedangkan nilai minimumnya sebesar 2 dengan rata-rata ukuran dewan pengawas sebesar 4,5722 dengan nilai simpangan baku sebesar 1,50244. Untuk variabel independensi dewan, nilai maksimumnya sebesar 0,83 dan nilai minimumnya sebesar 0,25 dengan nilai rata-rata sebesar 0,4134 dan nilai simpangan baku sebesar 1,04148.

#### 4.2. Hasil Uji Asumsi Klasik

Model regresi berganda harus memenuhi serangkaian uji asumsi klasik seperti yang dinyatakan pada Bab 3. Berikut ini merupakan hasil uji asumsi klasik yang dimaksudkan.

##### A. Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas yang digunakan yaitu uji Jarque – Bera (JB). Hasil uji normalitas dengan uji JB selengkapnya dapat dilihat pada Gambar 4.1 sebagai berikut.



**Gambar 4.1. Hasil Uji Normalitas**

**Sumber: Output Program EViews 6.**

Pada Gambar 4.1, terlihat nilai probabilitas dari Jarque–Bera (JB) sebesar 0,467236. Mengingat nilai ini lebih besar dari pada nilai  $\alpha$  sebesar 5%, maka hipotesis nol diterima. Hal ini berarti residual model regresi memiliki distribusi normal.

##### B. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas yang digunakan yaitu uji White. Tabel 4.2 menunjukkan hasil uji White. Terlihat dalam tabel tersebut, nilai probabilitas Chi-Square (5) atas Obs\*R-squared sebesar 0,5483. Karena nilai ini lebih besar dari  $\alpha$  sebesar 5% maka H0 diterima sehingga heteroskedastisitas tidak terjadi dalam model regresi ini.

**Tabel 4.2. Hasil Uji Heteroskedasticity dengan Uji: White**



F-statistic	0,723256	Prob, F(5,174)	0,6068
Obs*R-squared	3,664811	Prob. Chi-Square(5)	0,5986
Scaled explained SS	4,007408	Prob. Chi-Square(5)	0,5483

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/09/17 Time: 11:41

Sample: 1 180

Included observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,148070	0,089227	1,659479	0,0988
DER^2	0,014227	0,017158	0,829184	0,4081
DPR^2	-1,42E-07	1,87E-07	-0,762484	0,4468
UDK^2	-0,001876	0,001933	-0,970225	0,3333
IDK^2	0,028542	0,263896	0,108156	0,9140
[LN(Price(-1))]^2	0,002843	0,002269	1,253112	0,2118
R-squared	0,020360	Mean dependent var		0,230521
Adjusted R-squared	-0,007791	S.D. dependent var		0,353643
S.E. of regression	0,355018	Akaike info criterion		0,799467
Sum squared resid	21,93054	Schwarz criterion		0,905899
Log likelihood	-65,95205	Hannan-Quinn criter		0,842621
F-statistic	0,723256	Durbin-Watson stat		2,154671
Prob(F-statistic)	0,606826			

Sumber: Output Program EViews 6.

#### C. Hasil Uji Otokorelasi

Uji otokorelasi yang digunakan yaitu uji *run*. Tabel 4.3 menunjukkan hasil uji *run*. Terlihat dalam tabel tersebut, nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,178. Karena nilai ini lebih besar dari  $\alpha$  sebesar 5% maka  $H_0$  diterima sehingga otokorelasi tidak terjadi dalam model regresi ini.

Tabel 4.3. Hasil Uji Otokorelasi dengan Uji *Runs*

Description	Unstandardized Residual
Test Value <sup>a</sup>	0,0000000
Cases < Test Value	90
Cases >= Test Value	90
Total Cases	180
Number of Runs	100
Z	1,345
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,178

a. Mean

Sumber: Output Program IBM SPSS 19

#### D. Hasil Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dalam model regresi berganda dilakukan dengan membandingkan nilai VIF dengan 10. Menurut kriteria uji multikolinieritas yang disampaikan pada Bab 3, multikolinieritas tidak terjadi dalam model regresi

apabila tidak ditemukan nilai *variance inflation factor* (VIF) yang melebihi 10. Tabel 4.4 memperlihatkan hasil uji multikolinieritas.

**Tabel 4.4. Hasil Uji Multikolinieritas**

Independent Variable	Collinearity Diagnostic	
	Tolerance	VIF
DER	0,949	1,054
DPR	0,992	1,008
UDK	0,844	1,185
IDK	0,946	1,057
LN Price (-1)	0,905	1,105

**Sumber: Output Program IBM SPSS 19**

Pada tabel 4.4 tersebut, terlihat nilai VIF untuk DER, DPR, UDK, IDK dan LN Price (-1) berturut-turut sebesar 1,054; 1,008; 1,185; 1,057; dan 1,105. Mengingat kelima nilai VIF tersebut berada di bawah 10, maka tidak terdapat problem multikolinieritas dalam model regresi.

### 4.3. Hasil Estimasi Model Regresi

Setelah semua uji asumsi klasik model regresi terpenuhi, maka langkah selanjutnya yaitu melakukan estimasi model regresi. Adapun hasil estimasi model regresi dapat dilihat pada Tabel 4.5 berikut ini.

**Tabel 4.5 Hasil Estimasi Model Regresi**

Dependent Variable: LN\_PRICE

Method: Least Squares

Date: 04/09/17 Time: 11:58

Sample: 1 180

Included observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,391819	0,244821	1,600431	0,1113
DER	0,109299	0,062044	1,761650	0,0799
DPR	0,000112	0,000305	0,367903	0,7134
UDK	0,041555	0,027231	1,526028	0,1288
IDK	0,053289	0,359670	0,148161	0,8824
LN_PRICE(-1)	0,902611	0,039720	22,72412	0,0000

R-squared	0,809124	Mean dependent var	6,130897
Adjusted R-squared	0,803639	S.D. dependent var	1,102021
S.E. of regression	0,488334	Akaike info criterion	1,437131
Sum squared resid	41,49382	Schwarz criterion	1,543563
Log likelihood	-123,3418	Hannan-Quinn criter.	1,480285
F-statistic	147,5175	Durbin-Watson stat	2,341397
Prob(F-statistic)	0,000000		

**Sumber: Output Program EViews 6.**

## 2. Discussion

Hipotesis pertama menyatakan kebijakan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis ini diuji dengan membandingkan nilai probabilitas dari DER dengan  $\alpha$  yang diperlonggar sampai dengan 5%. Terlihat pada Tabel 4.5, nilai probabilitas dari DER sebesar 0,0799. Mengingat nilai ini lebih kecil dari  $\alpha$  sebesar 10%, maka pengaruh positif kebijakan utang terhadap nilai perusahaan bersifat signifikan. Dengan demikian, maka hipotesis pertama diterima.

Hipotesis kedua menyatakan kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis ini diuji dengan membandingkan nilai probabilitas dari DPR dengan  $\alpha$  yang diperlonggar menjadi 10%. Terlihat pada Tabel 4.5, nilai probabilitas dari DPR sebesar 0,7134. Mengingat nilai ini lebih besar dari  $\alpha$  sebesar 10%, maka pengaruh tersebut tidak signifikan. Dengan demikian, maka hipotesis kedua ditolak. Hal ini berarti kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis ketiga menyatakan ukuran dewan pengawas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis ini diuji dengan membandingkan nilai probabilitas dari UDK dengan  $\alpha$  yang diperlonggar menjadi 10%. Terlihat pada Tabel 4.5, nilai probabilitas dari UDK sebesar 0,1288. Mengingat nilai ini lebih besar dari  $\alpha$  sebesar 10%, maka pengaruh tersebut tidak signifikan. Dengan demikian, maka hipotesis ketiga ditolak. Hal ini berarti ukuran dewan pengawas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis keempat menyatakan independensi dewan pengawas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis ini diuji dengan membandingkan nilai probabilitas dari IDK dengan  $\alpha$  yang diperlonggar menjadi 10%. Terlihat pada Tabel 4.5, nilai probabilitas dari IDK sebesar 0,8824. Mengingat nilai ini lebih besar dari  $\alpha$  sebesar 10%, maka pengaruh tersebut tidak signifikan. Dengan demikian, maka hipotesis keempat ditolak. Hal ini berarti independensi dewan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis kelima menyatakan nilai perusahaan periode sebelumnya berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan saat ini. Hipotesis ini diuji dengan membandingkan nilai probabilitas dari Ln\_Price (-1) dengan  $\alpha$  sebesar 5%. Terlihat pada Tabel 4.5, nilai probabilitas dari Ln\_Price(-1) sebesar 0,0000. Mengingat nilai ini lebih kecil dari  $\alpha$  sebesar 5%, maka pengaruh positif nilai perusahaan periode sebelumnya terhadap nilai perusahaan saat ini bersifat signifikan. Dengan demikian, maka hipotesis kelima diterima.

#### **4. CONCLUSION**

Hasil pengujian hipotesis pertama menyatakan kebijakan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Signifikannya pengaruh positif mendukung teori MM (1958) dalam Gitman & Zutter (2012:526) yang menjelaskan terdapatnya manfaat pajak ketika perusahaan menggunakan utang sehingga menyebabkan laba yang tersedia bagi pemegang saham semakin besar. Hal ini berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan saat digunakannya utang dalam jumlah yang besar. Dengan demikian, hasil penelitian ini mengkonfirmasi hasil penelitian Wulandari (2006), Waterings & Swagerman (2008), Ishaqq, Bokpin, & Onumah (2009), Ogbulu dan Emeni (2012), Hermuningsih (2013), Abidin, Yusniar, dan Ziyad (2014), Kaur (2015), maupun Rizal dan Sahar (2015).

Hasil pengujian hipotesis kedua menyatakan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tidak signifikannya pengaruh dividen terhadap nilai perusahaan mendukung teori dividen yang tidak relevan dari Miller & Modigliani. Menurut MM, nilai perusahaan bukan ditentukan oleh besarnya dividen yang dibayarkan, namun kekuatan laba dan risiko investasi (Gitman & Zutter, 2012). Dengan demikian, hasil penelitian ini mengkonfirmasi hasil penelitian Wahyuni, *et al.* (2013), Sembiring dan Pakpahan (2010), Sofyaningsih & Hardiningsih (2011), Yadnyana & Wati (2011), maupun Herawati (2013).

Hasil pengujian hipotesis ketiga menyatakan ukuran dewan pengawas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tidak signifikannya pengaruh dewan komisaris sebagai dewan pengawas disebabkan karena dalam posisi dewan komisaris sejajar dengan posisi dewan direksi selaku dewan yang bertanggung jawab dalam mengendalikan perusahaan. Baik dewan komisaris maupun dewan direksi, keduanya diangkat lewat rapat umum pemegang saham. Hal inilah yang menyebabkan aktivitas pengawasan yang dilakukan dewan komisaris terhadap dewan direksi tidak efektif (Syakhroza, 2005). Dengan demikian, hasil penelitian ini mengkonfirmasi hasil penelitian Kaur (2015).

Hasil pengujian hipotesis keempat menyatakan independensi dewan pengawas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tidak signifikannya pengaruh independensi dewan komisaris sebagai dewan pengawas terhadap nilai

perusahaan disebabkan karena dewan komisaris enggan untuk bersikap frontal dalam menegur top manajemen sehingga pemantauan eksternal yang dilakukannya tidak berjalan sesuai dengan kondisi yang seharusnya terjadi. Dengan demikian, hasil penelitian ini mengkonfirmasi hasil penelitian Wulandari (2006), Ishaqq, *et al.* (2009), maupun Nath, *et al.* (2015).

Hasil pengujian hipotesis kelima menyatakan nilai perusahaan periode sebelumnya berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan saat ini. Hal ini menunjukkan bahwa teori pasar efisien dalam bentuk lemah tidak terbukti. Sebaliknya, penelitian ini mendukung teori pasar yang tidak efisien dalam bentuk lemah. Terdapatnya pengaruh harga saham tahun sebelumnya terhadap harga saham tahun ini menunjukkan harga saham memiliki pola yang tidak acak sehingga memungkinkan investor di pasar modal mendapatkan *capital gain* dengan memanfaatkan selisih kenaikan harga tahun ini dengan tahun sebelumnya. Dengan demikian, hasil penelitian ini mengkonfirmasi hasil penelitian Harahap (2016).

#### **4.4. Hasil Perhitungan Koefisien Regresi Berganda**

Koefisien regresi berganda dihitung untuk menjawab tujuan penelitian. Besarnya nilai koefisien regresi berganda yang dimaksudkan yaitu mengacu pada perhitungan nilai R-kuadrat yang disesuaikan. Hasil perhitungan nilai R-kuadrat yang disesuaikan dapat dilihat pada Tabel 4.5. Pada tabel tersebut, terlihat nilai R-kuadrat yang disesuaikan yaitu sebesar 80,3639%.

#### **ACKNOWLEDGEMENTS (10 pt)**

Penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan utang periode saat ini dan nilai perusahaan periode sebelumnya berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan periode saat ini. Berdasarkan kedua pengaruh positif yang signifikan ini, maka dapat diambil beberapa implikasi sebagai berikut.

- a. Mengingat kebijakan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, maka perusahaan dapat menambah jumlah utang yang ada selama manfaat pengurangan pajak dari utang masih ada.
- b. Mengingat nilai perusahaan saat ini dipengaruhi secara positif oleh nilai perusahaan pada satu periode sebelumnya. Hal ini berarti harga saham dapat diprediksi. Dengan demikian, maka investor disarankan untuk menggunakan analisis teknikal atau pola grafik dalam mengambil keputusan untuk membeli dan menjual saham.

#### **REFERENCES (10 pt)**

- Abidin, Z., Yusniar, M.W., & Ziyad, M. (2014). Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen dan *Size* Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Wawasan Manajemen*, 2 (3): 91-102
- Al-Jafari, M.K. (2011). Testing The Weak-Form Efficiency of Bahrain Securities Market, *International Research Journal of Finance and Economics*, 72:15-21.
- Atmaja, L.Y.S. (2008). Does Board Size Really Matter? *Gadjah Mada International Journal of Business*, 10 (3):331-352.
- Febrianti, M. (2012). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan pada Industri Pertambangan di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 14(2): 141-156.
- Gitman, L.J. & Zutter, C.J., (2012). *Principles of Managerial Finance*. 13th Edition. Prentice Hall, Boston.
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gul, S., Sajid, M., Razaq, N., Iqbal, M.F., Khan, M.B. (2012). The Relationship Between Dividend Policy and Shareholder's Wealth (Evidence from Pakistan), *Economics and Finance Review*, 2 (2): 55-59.

Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J. & Anderson, R.E. (2010). *Multivariate Data Analysis*, Seventh Edition, Pearson Prentice-Hall, Boston.

Harahap, D. (2016). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Harga Saham *Jakarta Islamic Index* (JII), *Analytica Islamica*, 5 (2):342-367.

Hartono, J. (2012). *Teori Portofolio & Analisis Investasi*, BPFE-UGM, Yogyakarta.

Herawati, T. (2013). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Manajemen*, 2 (2): 1-18.

Hermuningsih, S. (2013). Profitability, Growth Opportunity, Capital Structure and The Firm Value, *Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, 16 (2): 115-136.