

PENGARUH PROFITABILITAS, PAJAK DAN *GROWTH OPPORTUNITY* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MELALUI STRUKTUR MODAL SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Fajar Eka Prasetyo

(Program Studi Magister Manajemen Universitas Lambung Mangkurat)

Dr. Fifi Swandari

(Universitas Lambung Mangkurat Banjarmasin)

e-mail : fifiswandari71@gmail.com

Dr. Dian Masita Dewi

(Universitas Lambung Mangkurat Banjarmasin)

ABSTRACT

This study aims to analyze the direct effects on profitability, taxes and growth opportunity on firm value as well as the indirect influence for profitability, tax and growth opportunity to firm value through a capital structure on companies and mining companies listed in Indonesia Stock Exchange in 2011-2014 period. The results showed that (i) profitability and growth opportunity had a positive effect on the capital structure, (ii) taxes had a negative effect on the capital structure, (iii) profitability and capital structure had a positive effect on firm value, (iv) taxes and growth opportunity had no effect on firm value, (v) profitability and growth opportunity affected firm value through a capital structure as an intervening variable. Multinational companies and mining companies in Indonesia Stock Exchange tried to use external funding to run their operations to shrink the tax paid in order to obtain large profits and to increase firm value.

Keywords:

firm value, capital structure, profitability, taxes, growth opportunity

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh langsung profitabilitas, pajak dan growth opportunity terhadap nilai perusahaan maupun pengaruh tidak langsung profitabilitas, pajak dan growth opportunity terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal pada perusahaan multinasional dan perusahaan tambang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2014. Hasil penelitian menunjukkan bahwa : (i) profitabilitas dan growth opportunity berpengaruh positif terhadap struktur modal, (ii) pajak berpengaruh negatif terhadap struktur modal, (iii) profitabilitas dan struktur

modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (iv) pajak dan growth opportunity tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (v) profitabilitas dan growth opportunity berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal sebagai variabel intervening. Perusahaan multinasional dan tambang di Bursa Efek Indonesia berusaha memanfaatkan pendanaan eksternal dalam menjalankan operasional perusahaannya untuk mengecilkan pajak yang dibayarkan guna mendapatkan laba yang besar dan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Kata Kunci:

Nilai perusahaan, struktur modal, profitabilitas, pajak dan growth opportunity

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan menurut manajemen keuangan pada dasarnya adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Hanafi, 2004). Nilai perusahaan adalah kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan maka kesejahteraan para pemilik akan meningkat dan merupakan sebuah prestasi bagi perusahaan tersebut.

Salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah keputusan pendanaan yang tercermin dalam struktur modal. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2010) struktur modal adalah perimbangan antara jumlah utang dengan modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan. Suatu perusahaan dikatakan mempunyai struktur modal yang optimal jika kombinasi utang dan ekuitas (sumber eksternal) memaksimalkan harga saham perusahaan.

Struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, tingkat profitabilitas, pajak penghasilan, tindakan manajemen, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat, kondisi pasar dan internal perusahaan serta fleksibilitas keuangan (Brigham dan Houston, 2006).

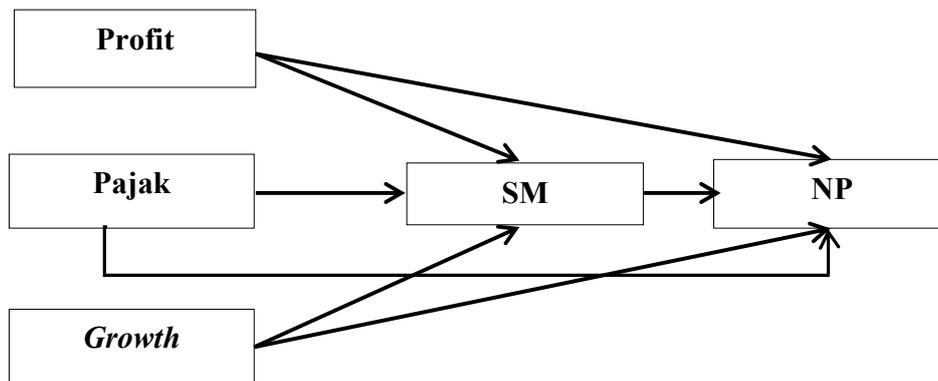
Berbagai penelitian mengenai profitabilitas, *growth opportunity*, struktur modal dan nilai perusahaan telah banyak dilakukan. Salah satunya oleh Chen dan Chen (2011) yang menyatakan bahwa *growth opportunity* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif pada struktur modal, profitabilitas dan struktur asset berpengaruh negatif terhadap struktur modal, *growth opportunity* dan struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas, struktur asset dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal serupa juga diteliti oleh Hermuningsih (2013) yang menyatakan profitabilitas, *growth opportunity* dan struktur modal, berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, variabel struktur modal merupakan variabel intervening bagi *growth opportunity* dan tidak bagi profitabilitas. Struktur modal yang juga dipandang perusahaan sebagai faktor pengurang dari pajak menjadi objek penelitian bagi peneliti seperti Longstaff dan Strebulaev (2014) yang menyatakan bahwa *corporate tax rate* berpengaruh positif dengan tingkat utang. Pajak juga dipandang sebagai acuan pasar

dalam menilai perusahaan sebagaimana hasil penelitian Hanlon dan Slemrod (2009) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat meningkat apabila agresivitas pajak dipandang sebagai upaya dalam melakukan perencanaan pajak dan efisiensi pajak, sebaliknya nilai perusahaan tersebut dapat menurun jika dipandang sebagai ketidakpatuhan karena tindakan tersebut dapat meningkatkan risiko sehingga nilai perusahaan akan menurun. Fenomena adanya perusahaan yang mencoba mengurangi pajak dengan memanfaatkan proporsi struktur modal dan adanya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan menjadikan dasar peneliti untuk melakukan penelitian ini, dengan menambahkan variabel profitabilitas dan *growth opportunity* untuk tujuan penelitian

1. Kerangka Pikir dan Hipotesis

1.1. Kerangka Berpikir

Berdasarkan kerangka berpikir mendasari penelitian ini dapat digambarkan dalam bagan berikut :



Gambar 1. Kerangka Berpikir

1.2. Hipotesis

Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu maka hipotesis penelitian ini adalah :

- H1 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan
- H2 : Pajak berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal.
- H3 : Growth Opportunity berpengaruh positif terhadap Struktur Modal
- H4 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H5 : Pajak berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.
- H6 : Growth opportunity berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H7 : Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H8 : Profitabilitas, pajak dan growth opportunity berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal sebagai variabel intervening

2. Metodologi Penelitian

2.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang bergerak pada sektor pertambangan dan Perusahaan Multinasional yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011-2014 dengan penentuan jumlah sampel penelitian sesuai dengan tabel berikut :

Tabel 1. Penentuan Jumlah Sampel Penelitian

1)	Perusahaan pertambangan dan perusahaan multinasional yang terdaftar secara terus-menerus di Bursa Efek Indonesia selama periode Tahun 2011-2014	: 69
2)	Perusahaan yang tidak memiliki laporan keuangan lengkap selama periode Tahun 2011-2014	: (13)
3)	Perusahaan yang tidak menghasilkan laba selama periode Tahun 2011-2014	: (16)
Jumlah sampel yang memenuhi kriteria		40

Sumber : data diolah (2016)

2.2. Variabel

Operasional variabel dalam penelitian ini didefinisikan sebagai berikut:

No	Nama	Notasi	Rumus	Skala	referensi
1	Nilai Perusahaan	Y2	$Q = \frac{(EMV+D)}{(EBV+D)}$	Rasio	Lindenberg dan Ross (1981)
2	Struktur Modal	Y1	$DER = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total Equity}}$	Rasio	Brigham dan Ehrhardt, 2010)
3	Profitabilitas	X1	$ROE = \frac{EAT}{\text{Total Equity}}$	Rasio	Brigham dan Ehrhardt, 2010)
4	Pajak	X2	$CCTOR = \frac{PPn\text{Terutang}}{\text{Pendapatan}}$	Rasio	SE- 96/PJ/2009
5	Growth Opportunity	X3	$PER = \frac{\text{per Lembar}}{\text{Earning}}$	Rasio	Brigham dan Ehrhardt, 2010)

Sumber : berbagai jurnal, data diolah (2016)

3. Hasil dan Analisis

3.1. Deskripsi Hasil Penelitian

Analisis deskriptif variabel atas data dilakukan selama 4 tahun dari tahun 2011 sampai dengan 2014, sehingga jumlah data secara keseluruhan yang diamati adalah sebanyak 160 sampel perusahaan multinasional dan tambang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia,

kemudian tereduksi menjadi 136 setelah membuang data-data *outlier*. Berdasarkan hasil pengolahan data dengan menggunakan software SPSS 21 diperoleh hasil statistik deskriptif dari masing-masing variabel sebagai berikut:

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Std. Deviation	Min	Max	N
DER	0,91	0,80	0,11	3,94	136
PAJAK	0,03	0,02	0,001	0,11	136
ROE	0,22	0,24	0,00	1,26	136
PER	24,38	46,04	0,18	510,26	136
NP	0,78	0,53	0,11	3,33	136

Sumber : hasil SPSS 21, data diolah (2016)

Variabel rasio antara utang dengan modal (DER) memiliki nilai minimal sebesar 0,11 dan nilai maksimumnya 3,94. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan. Nilai rata-rata sebesar 0,9118 atau 91,18% dengan standar deviasi sebesar 0,8033 atau 80,33%, hal ini berarti bahwa nilai mean lebih besar daripada standar deviasi, sehingga mengindikasikan bahwa hasil yang cukup baik.

Variabel pajak atau rasio antara Pendapatan dengan pajak yang dibayarkan (CCTOR) memiliki Nilai minimal sebesar 0,001 dan nilai maksimumnya 0,108. Hal ini menunjukkan bahwa masih rendahnya tingkat pembayaran pajak oleh perusahaan tambang dan multinasional. Nilai rata-rata sebesar 0,03474 atau 3,47% dan standar deviasi sebesar 0,023476 atau 2,25%, hal ini berarti bahwa nilai mean lebih besar daripada standar deviasi, sehingga mengindikasikan bahwa hasil yang cukup baik.

Variabel Rasio antara laba dengan modal (ROE) memiliki nilai minimal sebesar 0,003 dan nilai maksimumnya 1,258. Nilai rata-rata sebesar 0,22366 atau 22,27% menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki tingkat keuntungan yang cukup besar dibandingkan dengan modal yang dimilikinya. Standar deviasi sebesar 0,237715 atau 23,77%, bahwa nilai mean lebih kecil daripada standar deviasi, sehingga mengindikasikan bahwa hasil yang kurang baik.

variabel Rasio antara harga saham dengan laba per lembar saham (PER) memiliki nilai minimal sebesar 0,18 dan nilai maksimumnya 510,26. Nilai rata-rata sebesar 24,3845 atau 24,38% menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi. Standar deviasi sebesar 46,037 atau 46,04%, bahwa nilai mean lebih kecil daripada standar deviasi, sehingga mengindikasikan bahwa hasil yang kurang baik.

Variabel Nilai Perusahaan (NP) memiliki nilai minimal sebesar 0,111, nilai maksimumnya 3,333 dan nilai rata-rata sebesar 0,77557 atau 77,56%, berarti rata-rata perusahaan masih menunjukkan nilai yang kurang baik karena kurang dari 1. Standar deviasi sebesar 0,532106 atau 53,21% kurang dari nilai meannya, hal ini mengindikasikan bahwa hasil yang cukup baik.

3.2. Analisis Data dan Hipotesis

3.2.1. Menguji Sub-Struktur 1

$$Y_1 = \rho y_1 x_1 X_1 + \rho y_1 x_2 X_2 + \rho y_1 x_3 X_3 + \rho y_1 \varepsilon_1$$

Tabel 3. Hasil Analisis Sub-Struktur 1

Model	Standardized Coefficients	t	Sig.	F	Sig	Adjusted R Square
	Beta					
(Constant)		8,347	,000	8,632	,000 ^b	,145
1 ROE	,273	2,893	,004			
PAJAK	-,365	-3,825	,000			
PER	,215	2,655	,009			

- a. Dependent Variable: DER
- b. Predictors: (Constant), PER, ROE, PAJAK
hasil SPSS 21, data diolah (2016)

Berdasarkan Anova Sub-Struktur 1, diperoleh nilai F sebesar 8,632 dengan probabilitas (sig) = 0,000, maka keputusannya adalah menolak $H1_o$ dan menerima $H1_a$ artinya profitabilitas, pajak dan *growth opportunity* secara bersama-sama berpengaruh dan signifikan terhadap struktur modal. Besarnya pengaruh profitabilitas, pajak dan *growth opportunity* terhadap struktur modal adalah 14,5% sedangkan struktur modal dipengaruhi variabel selain dari profitabilitas, pajak dan *growth opportunity* sebesar 85,5%

3.2.2. Menguji Sub-Struktur 2

Tabel 4. Analisa Sub-Struktur 2

Model	Standardized Coefficients	t	Sig.	F	Sig	Adjusted R Square
	Beta					
(Constant)		4,129	,000	7,753	,000 ^b	,167
1 ROE	,308	3,214	,002			
PAJAK	,068	,682	,497			
PER	-,037	-,457	,648			
DER	,264	3,076	,003			

- a. Dependent Variable: NP
- b. Predictors: (Constant), DER, ROE, PER, PAJAK
hasil SPSS 21, data diolah (2016)

Berdasarkan Anova Sub-Struktur 2, diperoleh nilai F sebesar 7,753 dengan probabilitas (sig) = 0,000, maka keputusannya adalah menolak $H5_o$ dan menerima $H5_a$ artinya profitabilitas, pajak, *growth opportunity* dan struktur modal secara bersama-sama berpengaruh dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Besarnya pengaruh profitabilitas, pajak, *growth opportunity* dan struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah 16,7% sedangkan nilai perusahaan dipengaruhi variabel selain dari profitabilitas, pajak, *growth opportunity* dan struktur modal sebesar 83,3%.

3.3. Pengaruh Langsung

Nilai sig pada Tabel 5.6 Koefisien Sub-Struktur 1 untuk variabel ROE diperoleh sebesar 0,004 lebih kecil dari 0,05, maka keputusannya adalah menerima $H2_o$ dan menolak $H2_a$ artinya profitabilitas tidak berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis *pecking order*, tetapi mendukung hipotesis *static trade-off*. Menurut teori *trade-off*, profitabilitas diprediksikan memiliki pengaruh yang positif terhadap struktur modal. Perusahaan-perusahaan yang lebih menghasilkan laba / keuntungan cenderung bersifat konservatif menggunakan utang untuk operasi perusahaannya dan untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pengurangan pajak. Sementara untuk perusahaan yang kurang menghasilkan laba / keuntungan cenderung tetap menggunakan dan internal terlebih dahulu baru kemudian menutup kekurangannya dengan melakukan peminjaman dalam bentuk utang. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Hermuningsih (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal, hal tersebut dikarenakan bahwa perusahaan yang memiliki profit akan menggunakan lebih banyak utang untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pengurangan pajak.

Nilai sig pada Tabel 5.6 Koefisien Sub-Struktur 1 untuk variabel Pajak diperoleh sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05, maka keputusannya adalah menolak $H3_o$ dan menerima $H3_a$ artinya pajak berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini menunjukkan semakin kecil pajak penghasilan yang dibayarkan oleh perusahaan maka mengindikasikan perusahaan menggunakan utang semakin besar. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Graham, Lemmon dan Schallheim (1998), Longstaff dan Strebulaev (2014), dan Tirsono (2008) yang menyatakan bahwa dengan peningkatan tarif pajak pada tahun sebelumnya akan meningkatkan struktur modal tahun ini, yang berarti nilai pajak tahun ini makin berkurang dengan meningkatkan struktur modal, hal tersebut sejalan dengan pernyataan Direktur P2Humas Direktorat Jenderal Pajak yang menyatakan bahwa perusahaan berusaha mengurangi pajak dengan menambah utang (CNN Indonesia, 2015), karena biaya bunga atas utang dapat dibebankan sesuai dengan peraturan perpajakan sehingga mengakibatkan laba menjadi berkurang dan nilai pajak yang dibayarkan menjadi lebih kecil.

Nilai sig pada Tabel 5.6 Koefisien Sub-Struktur 1 untuk variabel PER diperoleh sebesar 0,009 lebih kecil dari 0,05, maka keputusannya adalah menolak $H4_o$ dan menerima $H4_a$ artinya *Growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Semakin besar peluang pertumbuhan perusahaan mengakibatkan perusahaan memerlukan struktur modal yang semakin besar. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Chen dan Chen (2011) dan Hermuningsih (2013) bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, hal tersebut dikarenakan bahwa Laba ditahan dari perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan meningkat, dan perusahaan-perusahaan tersebut akan lebih banyak melakukan utang untuk mempertahankan rasio utang yang ditargetkan.

Nilai sig pada Tabel 5.6 Koefisien Sub-Struktur 2 untuk variabel ROE diperoleh sebesar 0,002 lebih kecil dari 0,05, maka keputusannya adalah menolak $H6_o$ dan menerima $H6_a$ artinya profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas mengakibatkan makin tingginya nilai perusahaan. Hasil

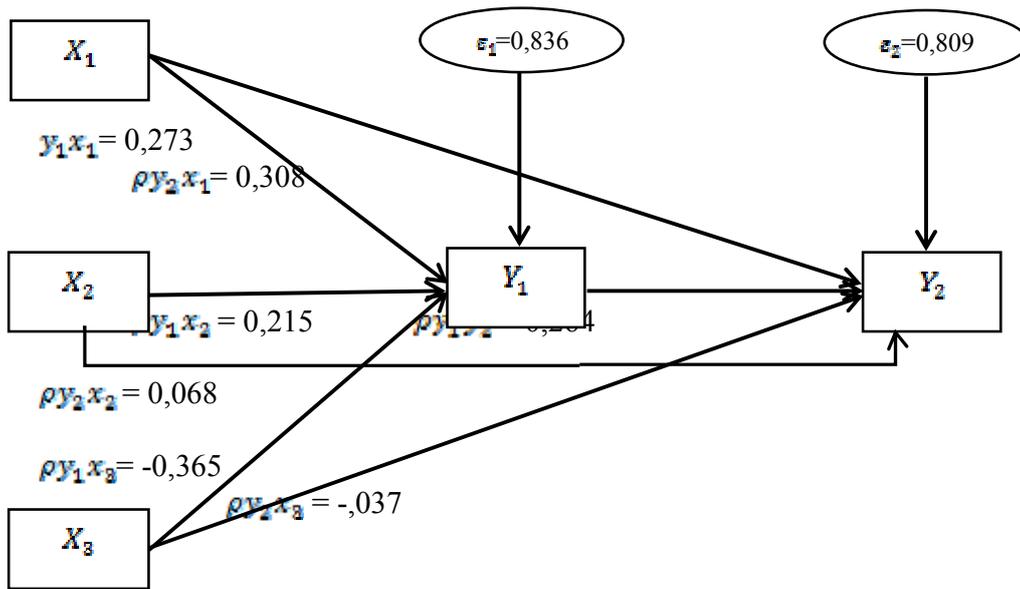
penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) dan Nuryaman (2015) bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, hal tersebut dikarenakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan yang tinggi memiliki prospek yang bagus sehingga memicu permintaan saham oleh investor. Respon positif dari investor tersebut akan meningkatkan harga saham dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Nilai sig pada Tabel 5.6 Koefisien Sub-Struktur 2 untuk variabel Pajak diperoleh sebesar 0,497 lebih besar dari 0,05, maka keputusannya adalah menerima $H7_o$ dan menolak $H7_a$ artinya pajak tidak berpengaruh negatif secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Hanlon dan Slemrod (2009) yang menunjukkan bahwa tindakan agresivitas pajak dapat meningkatkan ataupun menurunkan nilai perusahaan, hal tersebut dikarenakan bahwa investor Indonesia belum sepenuhnya memahami bahwa kepatuhan pembayaran pajak perusahaan merupakan bagian dari tatakelola perusahaan yang baik (*good corporate governance/GCG*) yang akan berpengaruh terhadap penilaian saham oleh investor. Semakin tinggi tingkat implementasi GCG semakin tinggi nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan tingginya harga saham perusahaan (Retno dan Priantinah, 2012).

Nilai sig pada Tabel 5.6 Koefisien Sub-Struktur 2 untuk variabel *growth opportunity* diperoleh sebesar 0,648 lebih besar dari 0,05, maka keputusannya adalah menerima $H8_o$ dan menolak $H8_a$ artinya *growth opportunity* tidak berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Hermuningsih (2013) yang menyatakan bahwa bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini dikarenakan bahwa investor Indonesia tidak melihat bahwa peluang pertumbuhan suatu perusahaan merupakan sesuatu hal positif yang mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Nilai sig pada Tabel 5.6 Koefisien Sub-Struktur 2 untuk variabel DER diperoleh sebesar 0,003 lebih kecil dari 0,05, maka keputusannya adalah menolak $H9_o$ dan menerima $H9_a$ artinya struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi tingkat hutang terhadap modal perusahaan mengakibatkan semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil ini mendukung penelitian Hermuningsih (2013) yang mengatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini dikarenakan bahwa kebijakan penambahan utang merupakan sinyal positif bagi investor dan mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari peningkatan harga saham.

Berdasarkan hasil dari keefisien jalur pada sub-struktur 1 dan sub-struktur 2, maka hubungan kausal antara Variabel X_1 , X_2 , X_3 dan Y_1 terhadap Y_2 dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2. Hubungan Kausal Empiris Variabel X_1 , X_2 , X_3 dan Y_1 terhadap Y_2

3.4. Pengaruh Tidak Langsung

Untuk menentukan apakah struktur modal dapat berfungsi sebagai intervening variable, maka kita lihat kembali 2 persamaan dalam model empiris yang dikonstruksi, untuk kemudian dibentuk persamaan reduksinya. Dengan memasukkan persamaan (2) ke (1), dan mengatur ulang persamaan, kita peroleh bentuk reduksi persamaan struktur total berikut :

$$NP = (\beta_{21} + (\beta_{11}\beta_{24})) ROE + (\beta_{22} + (\beta_{12}\beta_{24})) Pajak + (\beta_{23} + (\beta_{13}\beta_{24})) DER$$

$$= 0,38 ROE + (-0,028) Pajak + 0,02 DER$$

Jika besaran $(\beta_{21} + (\beta_{11}\beta_{24})) > \beta_{21}$, maka struktur modal berfungsi sebagai variabel intervening bagi profitabilitas. Dengan cara yang sama, jika $(\beta_{22} + (\beta_{12}\beta_{24})) > \beta_{22}$, maka struktur modal berfungsi sebagai variabel intervening bagi pajak dan jika $(\beta_{23} + (\beta_{13}\beta_{24})) > \beta_{23}$, maka struktur modal berfungsi sebagai variabel intervening bagi *growth opportunity*.

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa total koefisien sebesar $0,38 > 0,308$ memberikan kesimpulan bahwa struktur modal berfungsi sebagai variabel intervening bagi profitabilitas. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Hermuningsih (2013) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berfungsi sebagai variabel intervening bagi profitabilitas, hal ini dikarenakan bahwa perusahaan yang memiliki profit tinggi cenderung menggunakan pendanaan eksternal berupa utang untuk menjalankan operasi perusahaannya dinilai oleh investor sebagai hal yang positif sehingga kemudian akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa total koefisien sebesar $-0,028 < 0,068$ memberikan kesimpulan bahwa struktur modal tidak berfungsi sebagai variabel intervening bagi pajak. Hasil penelitian ini menggabungkan penelitian Graham, Lemmon dan Schallheim (1998), Longstaff dan Strebulaev (2014), dan Tirsono (2008) yang menguji pengaruh pajak terhadap struktur modal dengan penelitian Hanlon dan Slemrod (2009) yang menguji bagaimana reaksi pasar terhadap praktik penghindaran pajak yang dilakukan oleh perusahaan. Pembayaran pajak perusahaan yang secara langsung mempengaruhi pendanaan

perusahaan tidak semerta-merta dinilai oleh investor sebagai sesuatu yang mempengaruhi harga saham sehingga kemudian tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Pasar di Indonesia bisa dikatakan tidak melihat apakah perusahaan telah membayarkan pajaknya secara benar atau tidak, serta kebenaran perusahaan dalam membayar pajak juga belum dipanjang sebagai bagian dari tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance/GCG*) yang dapat mempengaruhi penilaian investor terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pajak tidak menjadi penilaian investor dalam berinvestasi pada sebuah perusahaan.

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa total koefisien sebesar $0,020 > (-0,037)$ memberikan kesimpulan bahwa struktur modal berfungsi sebagai variabel intervening bagi *growth opportunity*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Hermuningsih (2013) yang berarti bahwa peluang pertumbuhan pada dasarnya mencerminkan produktifitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan maupun investor dan kreditor sehingga kemudian akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pembahasan diatas dapat diringkas dalam Tabel koefisien jalur, pengaruh langsung dan tidak langsung dan pengaruh total, sebagai berikut :

Tabel 5. Pengaruh Antar Variabel

Varibel	Pengaruh Kausal				
	Independel	Dependen	Langsung	Melalui Variabel (Y1)	Total
Prifitabilitas		Struktur Modal	0,273	-	0,273
Pajak		Struktur Modal	(0,365)	-	(0,365)
<i>Growth Opportunity</i>		Struktur Modal	0,215	-	0,215
Profitabilitas		Nilai Perusahaan	0,308	0,072	0,380
Pajak		Nilai Perusahaan	0,068	0,096)	(0,028)
<i>Growth Opportunity</i>		Nilai Perusahaan	(0,037)	0,057	0,020
Struktur Modal		Nilai Perusahaan	0,264	-	0,264

Sumber : data diolah (2016)

3.5. Implikasi Hasil Penelitian

Pada saat ini dimana perusahaan dituntut untuk dapat menghasilkan laba yang sebesar-besarkan untuk pemegang saham, maka banyak perusahaan melakukan *tax planning* untuk mengurangi pajak yang dibayarkan, sehingga akan dapat menambah laba perusahaan. Makin gencarkan usaha melakukan *tax planning* tersebut, mengakibatkan tidak sehatnya persaingan di dunia usaha antara perusahaan yang berskala besar dengan perusahaan berskala kecil dan menengah.

Penelitian ini menilai bahwa peraturan mengenai pembatasan utang dengan modal sesuai dengan Peraturan Menteri Keuangan republik Indonesia nomor 169/PMK.010/2015 tanggal 9 September 2015 tentang penentuan besarnya perbandingan antara utang dan modal perusahaan untuk keperluan penghitungan pajak penghasilan, sudah sesuai asas keadilan bagi kalangan pengusaha, dikarenakan jika hal tersebut tidak diatur maka akan terjadi kesenjangan didunia usaha, yang mana semakin besar sebuah perusahaan maka

semakin kecil pajak yang dibayarkan. Sedangkan perusahaan dengan skala kecil menengah yang hanya mengandalkan pendanaan internal untuk operasional perusahaan akan tetap mendapatkan pemberlakuan tarif pajak yang sama.

Negara Indonesia yang saat ini masih mengandalkan sektor pajak sebagai salah satu yang menopang penerimaan negara untuk menjalankan roda pemerintahan, tidak akan berdaya menghadapi perusahaan-perusahaan konglomerasi yang memiliki rasio DER yang tinggi, jika pembatasan rasio DER tidak diatur oleh pemerintah. Sehingga penelitian ini mendukung pemerintah untuk membatasi rasio antara hutang dengan modal untuk menjaga keseimbangan persaingan di dunia usaha dan untuk mengoptimalkan penerimaan negara demi kemajuan bangsa dan negara Indonesia.

4. Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan dan Saran yang dapat diberikan berdasarkan hasil dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan diharapkan dapat meminimalkan biaya agar mendapatkan laba yang maksimal dengan memanfaatkan struktur modal, sehingga nantinya akan dapat meningkatkan nilai perusahaan.
2. Perusahaan diharapkan dapat melakukan kewajiban perpajakannya dengan tertib dan benar sesuai dengan Undang-Undang yang berlaku, dikarenakan dengan perusahaan tertib dalam menjalankan peraturan perpajakan akan dapat mengurangi resiko hukum / legal bagi perusahaan.
3. Pihak perusahaan agar tetap memelihara tingkat pertumbuhan perusahaan dengan memanfaatkan pendanaan eksternal, karena hal tersebut akan bernilai positif bagi pelaku pasar yang mengakibatkan meningkatkan nilai perusahaan.
4. Pemerintah dalam hal ini Kementerian Keuangan agar tetap konsisten dalam menjalankan peraturan yang membatasi rasio antara hutang dengan modal untuk menjaga keseimbangan persaingan di dunia usaha dan untuk mengoptimalkan penerimaan negara demi kemajuan bangsa dan negara Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, F., Eugene, dan Joel, F Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* : Buku 2 Edisi 10. Salemba Empat, Jakarta.
- Brigham, Eugene. and Ehrhardt, Michael., 2010. *Financial Management : Theory and Practicce*, Thirteenth Edition. Cengage Learning, United State of America.
- Chen, Li-.Ju.and Chen, Shun-Yu., 2011, Capital structure determinants : An empirical study in Taiwan, *African Journal of Business Management* 5(27), p.10974-10983
- Direktur Jenderal Pajak, 2009. SE-96/PJ/2009 tentang Rasio Total Benchmarking dan Petunjuk Pemanfaatannya. Direktorat Jenderal Pajak, Jakarta.

- Graham, Jhon. R. and Lemmon, Michael.L., 1998. Measuring corporate tax rates and tax incentives: a new approach. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(1), pp.54-65.
- Hanafi, M.Mamduh., 2004. *Manajemen Keuangan: Edisi1*, BPFE, Yogyakarta.
- Hanlon, Michelle, dan Joel Slemrod. "What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement." *Journal of Public Economics* 93.1 (2009): 126-141.
- Hermuningsih, Sri. 2013. Profitability, Growth Opportunity, Capital Structure and the Firm Value. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*
- <http://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20150917154008-78-79395/hindari-pajak-2000-perusahaan-asing-sengaja-timbun-utang/>
- Kementerian Keuangan RI, 2015. 169/PMK.010/2015 tanggal 9 September 2015 tentang penentuan besarnya perbandingan antara utang dan modal perusahaan untuk keperluan penghitungan pajak penghasilan
- Lindenberg, E.dan S. Ross, (1981), "Tobin's Q Ratio and Industrial Organization, *Journal of Business*,54, pp. 1-32.
- Longstaff, Francis.A. and Strebulaev, Ilya.A., 2014. *Corporate taxes and capital structure: A long-term historical perspective* (No. w20372). National Bureau of Economic Research
- Nuryaman. 2015. The Influence of Intellectual Capital on The Firm's Value with The Financial Performance as Intervening Variable. 2nd Global Conference on Business and Social Science.Bali.
- Republik Indonesia. 2008. Undang-undang No. 36 Tahun 2008 Tentang Perubahan keempat atas Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan. Lembaran Negara RI Tahun 2008, No. 133, Sekretariat Negara. Jakarta.
- Retno, Reny Dyah dan Priantinah, Denies.2012. Pengaruh Good Corporate Governance Dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal nominal volume 1 nomor 1*, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.
- Riduwan dan Kuncoro, Engkos Ahmad, 2014, *Path Analysis*. Cetakan Ke-6, Alfabeta, Bandung
- Sujoko dan Soebiantoro, Ugy. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal manajemen dan kewirausahaan*, 9(1), hal.41-48.
- Tirsono. 2008. Analisis faktor pajak dan faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap tingkat utang pada Perusahaan- perusahaan manufaktur yang Terdaftar di bursa efek jakarta. Tesis. Universitas Diponegoro Semarang