



Prediksi Nilai Perusahaan melalui Penilaian Struktur Modal sebagai Pemoderasi

Zarah Puspitingtyas, Hari Karyadi, Kristina Dwi Wulandari

Universitas Jember, Jl. Kalimantan No.37, Krajan Timur, Sumbersari, Kec. Sumbersari, Kabupaten Jember, Jawa Timur 68121

zarah@unej.ac.id

doi.org/10.33795/jraam.v4i3.001

Informasi Artikel

Tanggal masuk	10-04-2020
Tanggal revisi	04-06-2020
Tanggal diterima	30-08-2020

Keywords:

Capital Structure
Firm Value
Profitability

Abstract

This research analyses the capital structures moderation to profitability that influences the company's value in infrastructure, utilities, and transportation companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2015-2018. The sample of this study is 14 companies. The data analyzed by using moderated regression analysis. The novelty of this study lies on the testing of capital structure ability as a moderation based on the Mogdiliani-Miller and the Trade-Off theory. We find the significance of the profitability influence on the company's value is not moderated by capital structure. It shows that the company debt exceeds its optimum amount, thus, reducing the net income.

Kata kunci:

Nilai Perusahaan
Profitabilitas
Struktur Modal

Abstrak

Penelitian ini menganalisis moderasi struktur modal terhadap profitabilitas yang berpengaruh pada nilai perusahaan di perusahaan infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2018. Sampel studi ini berjumlah 14 perusahaan. Data yang terkumpul selanjutnya dianalisis menggunakan *moderated regression analysis*. Kebaruan studi ini adalah terletak pada pengujian kemampuan struktur modal sebagai pemoderasi dengan berdasarkan pada Teori Mogdiliani-Miller dan Teori *Trade-Off*. Temuan penelitian mengindikasikan bahwa signifikansi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan tidak dimoderasi struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki beban utang melebihi jumlah optimumnya, sehingga mengurangi jumlah laba bersih yang diperoleh.



1. Pendahuluan

Nilai perusahaan menggambarkan bagaimana persepsi pelaku pasar (investor)

terhadap kinerja perusahaan pada suatu periode. Prediksi terhadap nilai perusahaan penting untuk dilakukan oleh investor. Hasil

prediksi tersebut akan menjadi informasi penting bagi investor dalam proses pemilihan keputusan investasi. Salah satu indikator pengukuran nilai perusahaan dalam lingkup rasio penilaian adalah *price to book value*, yang membandingkan harga per lembar saham dengan nilai buku. Rasio penilaian berkaitan dengan penilaian kinerja saham perusahaan yang telah diperdagangkan di pasar modal. Hasil pengukuran rasio penilaian tersebut bermanfaat bagi investor untuk mengetahui saham perusahaan yang bertumbuh dan berkinerja baik. Nilai perusahaan juga mencerminkan nilai jual perusahaan yang dianggap layak sehingga bersedia dibayarkan oleh calon pembeli ketika perusahaan akan dijual [1],[2],[3],[4],[5].

Nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, beberapa diantaranya adalah kebijakan utang dan profitabilitas. Kebijakan utang terkait dengan kelancaran operasionalisasi kegiatan perusahaan yang akan mempengaruhi nilai perusahaan. Utang merupakan sumber pendanaan eksternal perusahaan yang tercermin dalam struktur modal. Struktur modal merefleksikan komposisi pendanaan eksternal berupa utang dan pendanaan internal berupa ekuitas perusahaan. Studi ini mengukur struktur modal menggunakan indikator *debt to equity ratio*, yaitu rasio pembiayaan yang bersumber dari utang dan total ekuitasnya [6],[7],[8]. Temuan penelitian Hamidy, Wiksuana dan Artini [9] menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan *debt to equity ratio* pada nilai perusahaan. Namun demikian, Wirajaya [10] dan Mahendra, Artini dan Suarjaya [11] menemukan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi *debt to equity ratio*.

Nilai perusahaan dipengaruhi pula oleh tingkat profitabilitas dari hasil operasi perusahaan pada suatu periode. Perusahaan dengan kinerja yang baik, diprediksi dapat memaksimalkan tingkat profitabilitasnya. Profitabilitas merujuk pada pemanfaatan penjualan, total aset dan modal internal

perusahaan untuk menghasilkan laba [12],[13]. Studi ini memproksikan pengukuran profitabilitas dengan *return on equity* yang membandingkan laba bersih setelah pajak dengan modal sendiri.

Paparan di atas menjadi landasan studi ini untuk membuktikan kemampuan moderasi struktur modal terhadap profitabilitas yang berpengaruh pada nilai perusahaan. Teori Mogdiliani-Miller dengan Pajak dan Teori *Trade-Off* dalam Harjito [14], Yuliati [15], Setiawati dan Putra [16], Nosita [17], Sartono [18], dan Sianipar [19] mengungkapkan adanya pengaruh struktur modal pada nilai perusahaan. Teori ini menjadi landasan optimalisasi utang perusahaan pada titik tertentu, yang akan menyamakan manfaat penghematan pajak akibat tambahan utang dengan biaya kesulitan keuangan. Dengan demikian, komposisi struktur modal dapat diubah-ubah agar diperoleh nilai perusahaan yang optimal. Pada sisi lain terdapat fakta bahwa pengaruh struktur modal pada nilai perusahaan tidak relevan, sesuai dengan Teori MM Tanpa Pajak dalam Sartono [18] dan Abidin, Yusniar dan Ziyad [20]. Oleh karena itu, dalam penelitian ini struktur modal diprediksikan akan menjadi pemoderasi profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Beberapa temuan studi terdahulu masih tidak konsisten menunjukkan adanya signifikansi nilai perusahaan yang dipengaruhi profitabilitas. Pembuktian studi Wirajaya [10] serta Mahendra, Artini dan Suarjaya [11] mengungkapkan bahwa *return on equity* sebagai proksi profitabilitas mempengaruhi nilai perusahaan. Namun, dengan mengimplementasikan proksi profitabilitas yang sama, penelitian yang dilakukan Apriada dan Suardhika [21] memperoleh hasil yaitu ketidaksignifikasian pengaruh ROE pada nilai perusahaan.

Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2018 pada sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi menjadi populasi studi ini. Peningkatan investasi di Indonesia yang berlangsung pada beberapa

tahun terakhir membuat perkembangan usaha di berbagai bidang bergerak sangat pesat, sehingga memicu timbulnya persaingan di antara para pelaku bisnis. Persaingan ini terjadi pula pada bisnis infrastruktur, utilitas, dan transportasi. Perusahaan infrastruktur merujuk pada sistem fisik yang menyediakan fasilitas publik seperti transportasi, bangunan, dan air yang merupakan kebutuhan dasar manusia yang harus dipenuhi baik dalam lingkup sosial maupun ekonomi. Ketersediaan alat-alat untuk bekerja akan menjadikan pekerja lebih produktif. Masyarakat akan dapat meningkatkan efisiensi dan produktivitas dalam melakukan kegiatan sosial maupun ekonomi ketika tersedia infrastruktur yang akan memberikan kemudahan akses terhadap sumber daya. Sub-sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi terdiri atas sub sektor energi, sub sektor jalan, pelabuhan, bandara dan sejenisnya, sub sektor telekomunikasi, sub sektor transportasi, dan sub sektor konstruksi non bangunan.

Persaingan usaha yang ketat dan pentingnya peran industri transportasi, utilitas dan infrastruktur bagi daya hidup masyarakat menarik minat peneliti untuk memprediksi nilai dari perusahaan dalam industri ini dengan adanya keharusan peningkatan profitabilitas melalui pemanfaatan secara maksimal struktur modalnya. Pengujian dilakukan untuk melihat pengaruh profitabilitas pada nilai perusahaan. Pengujian ini selanjutnya menginternalisasikan peran struktur modal yang diharapkan memoderasi pengaruh profitabilitas itu bagi industri infrastruktur, utilitas dan transportasi di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2018. Pengukuran nilai perusahaan dilakukan dengan mengoperasionalkan *price to book value* sebagai salah satu indikator pengukuran yang berusaha membandingkan nilai antara harga pasar dengan nilai buku saham. Selain itu, terdapat faktor-faktor yang dapat mempengaruhi nilai dari *price to book value* antara lain kebijakan utang,

profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan laba, dan inflasi [22],[23]. Hipotesis studi dirumuskan sebagai berikut:

H₁: terdapat pengaruh profitabilitas yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

H₂: terdapat signifikansi pengaruh profitabilitas pada nilai perusahaan yang dimoderasi struktur modal.

2. Metode Penelitian

Hasil analisis data di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2018 diperoleh populasi sejumlah 60 perusahaan. Teknik penentuan sampel diterapkan untuk menentukan sampel penelitian dengan kriteria seperti pada Tabel 1.

Tabel 1. Kriteria Penentuan Sampel

No	Kriteria Sampel	Keterangan
1.	Jumlah perusahaan sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2018.	60
2.	Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan tahunan lengkap berakhir 31 Desember selama tahun observasi.	(8)
3.	Laporan keuangan perusahaan menggunakan mata uang selain Rupiah.	(21)
4.	Perusahaan ber laba negatif selama periode observasi.	(17)
Jumlah Sampel		14

Peneliti mengeliminasi perusahaan yang menyajikan laporan keuangan dengan menggunakan mata uang selain Rupiah berkaitan dengan masalah keandalan dan keterbandingan hasil analisis nilai perusahaan, berdasarkan beberapa alasan, sebagai berikut:

1. Penelitian menggunakan *price to book value* untuk mengukur nilai perusahaan. Pada nilai buku (*book value*) peneliti harus membagi nilai ekuitas dan jumlah lembar saham. Mata uang pelaporan menjadi dasar penentuan nilai ekuitas perusahaan, sehingga nilai *book value*

akan berbeda untuk perusahaan dengan mata uang yang berbeda, dimana Rp1.000 (seribu rupiah) tidak sama nilainya dengan \$1.000 (seribu dolar) untuk jumlah saham beredar yang sama, karena adanya perbedaan nilai kurs saat pelaporan.

2. Hasil telaah awal yang dilakukan peneliti terhadap laporan keuangan perusahaan menunjukkan bahwa tidak semua perusahaan menyebutkan nilai kurs konversi pada tanggal pelaporan jika penyajian mata uang selain Rupiah. Misalnya, pada laporan keuangan RAJA, BLTA dan CANI pada tahun 2017 menyebutkan bahwa nilai kurs konversinya sebesar Rp13.548, Rp13.547 dan Rp14.404 per 1 USD. Sedangkan, pada laporan keuangan PGAS, BULL dan BBRM untuk tahun 2017 tidak menyebutkan nilai kurs konversinya. Hal tersebut mengakibatkan menurunnya keandalan hasil analisis apabila peneliti secara arbitrer menerapkan nilai kurs konversi pada tanggal pelaporan jika mata uang penyajian selain Rupiah.

Jumlah akhir perusahaan yang memenuhi kriteria untuk dipilih sebagai sampel sejumlah 14 perusahaan. Dengan demikian, berdasarkan *pooling data* jumlah data yang dianalisis adalah sejumlah 56 amatan. Sumber data merupakan laporan keuangan tahunan perusahaan yang terpublikasikan dalam *website* Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *website* resmi perusahaan. Selanjutnya, data yang terkumpul dianalisis menggunakan *moderated regression analysis* dengan rumus persamaan:

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_1x_2 + \epsilon$$

Keterangan:

- Y : *Price to book value*, yaitu proksi dari nilai perusahaan periode t
- a : Konstanta
- b₁b₂b₃ : Koefisien regresi dari tiap variabel independen
- x₁ : Proksi dari profitabilitas yaitu *return on equity* periode t

- x₂ : Proksi dari struktur modal yaitu *debt to equity* periode t
- e : error

3. Hasil Analisis dan Pembahasan

Pengujian *Moderated Regression Analysis* menganalisis unsur interaksi antar variabel dalam persamaan regresi linier berganda [24]. Penerapan analisis ini dapat menunjukkan peran variabel moderasi yang menguatkan atau melemahkan hubungan antara variabel independen-dependen. Hasil analisis regresi sebelum dan setelah moderasi disajikan pada Tabel 2 dan Tabel 3.

Tabel 2. Hasil Analisis Sebelum Moderasi

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	T	
(Constant)	0,182	0,140		1,295	0,201
Profitabilitas	11,516	0,859	0,879	13,401	0,000

Tabel 3. Hasil Analisis Setelah Moderasi

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	T	
(Constant)	0,091	0,237		0,384	0,702
Profitabilitas (x ₁)	11,852	1,458	0,904	8,127	0,000
Struktur Modal (x ₂)	0,119	0,240	0,068	0,498	0,620
Profitabilitas *Struktur Modal (x ₁ x ₂)	-0,247	0,680	-0,064	-0,363	0,718

Tabel 2 menunjukkan hasil analisis regresi sebelum moderasi, yaitu menunjukkan hasil uji pengaruh profitabilitas (x₁) terhadap nilai perusahaan (Y) dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = 0,812 + 11,516x_1 + \epsilon$$

Persamaan di atas memiliki nilai konstanta 0,182 sehingga nilai perusahaan (Y) akan berada pada tingkat 0,182 jika profitabilitas (x₁) konstan. Profitabilitas (x₁) memiliki koefisien sebesar 11,516, yang bermakna akan memiliki pengaruh sebesar 11,516 terhadap nilai perusahaan apabila

meningkat satu satuan. Pada taraf pemaknaan 0,05 ($\alpha=5\%$), profitabilitas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, semakin meningkat tingkat kemampulabaan akan semakin meningkat pula nilai perusahaan.

Tabel 3 menunjukkan hasil analisis regresi moderasi variabel profitabilitas (x_1) terhadap nilai perusahaan (Y) yang dimoderasi struktur modal (Z) dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = 0,091 + 11,852x_1 + 0,119x_2 - 0,247x_{1x_2} + \epsilon$$

Hasil persamaan *moderated regression analysis* tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Nilai konstanta sebesar positif 0,091 menunjukkan bahwa jika profitabilitas (x_1), struktur modal (x_2) dan profitabilitas*struktur modal (x_1x_2) bernilai 0 maka nilai perusahaan (Y) adalah sebesar 0,091.
2. Profitabilitas (x_1) memiliki nilai koefisien positif 11,852. Hal ini menunjukkan adanya kenaikan 1% tingkat profitabilitas akan memberikan kontribusi peningkatan nilai perusahaan sebesar 11,852 dan sebaliknya, jika profitabilitas menurun sebesar 1% akan mengakibatkan nilai perusahaan turun 11.852.
3. Koefisien regresi struktur modal (x_2) sebelum interaksi sebesar positif 0,119. Kenaikan 1 % besaran struktur modal perusahaan akan mengakibatkan kenaikan nilai perusahaan sebesar 0,119 dan sebaliknya, nilai perusahaan mengalami penurunan sebesar 0,119 ketika tingkat struktur modal mengalami penurunan 1%.
4. Nilai koefisien regresi variabel profitabilitas*struktur modal (x_1x_2) sebesar negatif 0,247 menunjukkan bahwa jika terjadi peningkatan variabel profitabilitas*struktur modal (x_1x_2) sebesar 1% maka nilai perusahaan (Y) akan mengalami penurunan -0,247 tapi tidak signifikan dan sebaliknya apabila variabel profitabilitas*struktur modal

(x_1x_2) mengalami penurunan sebesar 1% maka nilai perusahaan (Y) akan mengalami penurunan sebesar 0,247 tetapi tidak signifikan.

Hasil pengujian MRA pada Tabel 3 juga mendeskripsikan signifikansi variabel-variabel yang diuji dalam persamaan baik sebelum maupun sesudah dimoderasi struktur modal. Nilai t_{hitung} profitabilitas sebelum moderasi sebesar 13,401. Nilai ini berpengaruh signifikan pada taraf pemaknaan 0,05. Sementara itu, struktur modal mempunyai nilai t_{hitung} 0,429 sebelum interaksi dengan taraf signifikansi 0,620 yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan adanya pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Lebih lanjut, setelah dilakukan interaksi antara keduanya, nilai t_{hitung} variabel interaksi itu sebesar minus 0,363 dengan nilai signifikansi 0,718 yang tidak signifikan karena lebih besar dari 0,05.

Salah satu fokus studi ini adalah mengetahui apakah profitabilitas memiliki pengaruh atas nilai perusahaan. Pengujian pada tabel 3 mengungkapkan bahwa profitabilitas terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan berdasarkan nilai signifikansinya sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05. Signifikansi ini sekaligus membuktikan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dalam hubungan antara profitabilitas dengan nilai perusahaan, sehingga hipotesis penelitian (H_1) diterima.

Koefisien regresi menunjukkan nilai positif, hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka nilai perusahaan semakin baik. Studi ini menggunakan *return on equity* sebagai proksi penilaian profitabilitas. Kenaikan rasio *return on equity* suatu perusahaan berarti juga terjadi kenaikan laba bersih, naiknya laba bersih menjadi salah satu indikasi bahwa nilai perusahaan juga naik, karena laba bersih akan menyebabkan kenaikan harga saham perusahaan yang berarti juga kenaikan nilai perusahaan. Naiknya rasio *return on equity* mendorong para investor (pemegang saham) memiliki persepsi yang baik terhadap kinerja

perusahaan, sehingga menyebabkan penilaian investor terhadap perusahaan semakin meningkat. Peningkatan persepsi investor tersebut akan mendorong peningkatan harga saham dan nilai perusahaan. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa tingkat efisiensi pemanfaatan modal perusahaan dalam memperoleh laba terefleksikan dengan semakin tingginya nilai *return on equity (profit)* [23]. Pada sisi lain, pembuktian signifikansi tersebut sejalan dengan temuan penelitian yang telah dilakukan oleh Wirajaya [10] dan Mahendra, Artini dan Suarjaya [11] yang juga menerapkan proksi *return on equity* untuk menguji pengaruh profitabilitas atas nilai perusahaan.

Hasil studi tersebut salah satunya menggambarkan pada fenomena berikut. Manajemen kebijakan perusahaan untuk dapat meningkatkan dan mempertahankan profitabilitas salah satunya dilakukan dengan perjanjian atau kontrak. PT Pelayaran Nelly Dwi Putri Tbk (NELY) sebagai salah satu sampel studi ini, merupakan perusahaan bisnis yang bergerak di bidang jasa pelayaran, jasa pemeliharaan dan perbaikan kapal. Berdasarkan kebijakan pemerintah, antara lain pengembangan dan pembangunan bidang transportasi khususnya sektor perhubungan laut, pembangunan kapal harus dilakukan di Indonesia serta adanya pembangunan pelabuhan yang terus berkelanjutan menjadikan kebutuhan penggunaan transportasi laut semakin besar. Berkaitan dengan pengelolaan profitabilitas, manajemen kebijakan NELY melakukan upaya agar pendapatan tetap terjaga dalam jangka panjang dan mengurangi risiko perusahaan atas fluktuasi profitabilitas. Kebijakan ini salah satunya dilakukan dengan perjanjian atau kontrak dengan pelanggan, hal ini dilakukan selain untuk menjaga profitabilitas dan mengurangi risiko fluktuasi juga mengurangi risiko adanya persaingan yang ketat antar perusahaan. NELY berupaya mempertahankan kontrak-kontrak yang ada antara lain melalui layanan bermutu, penerapan harga yang kompetitif,

menjaga pangsa pasar, serta menyesuaikan kegiatan operasional.

Pengelolaan modal dalam industri infrastruktur, utilitas, dan transportasi penting menjadi perhatian manajemen untuk mencapai optimalisasi tingkat struktur modal yang memungkinkan tercapainya tujuan perusahaan dalam industri itu. Dukungan terhadap kelancaran aktivitas operasional perusahaan merupakan salah satu target optimalisasi pencapaian struktur modal dan pada tahap selanjutnya diharapkan mampu memberikan nilai tambah maksimal bagi pemegang saham, sehingga nilai perusahaan diharapkan akan lebih tinggi dari kondisi sebelumnya. Pada kenyataannya, nilai perusahaan mengalami variabilitas yang antara lain diinduksi oleh pemanfaatan dana eksternal berupa utang dalam postur struktur modal nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh masuknya utang ke dalam struktur modal, terutama ketika struktur modal menginternalisasikan unsur utang didalamnya, maka aliran penghasilan ke dalam perusahaan akan fluktuatif [1]. Hal ini disebabkan penggunaan tingkat utang yang relatif tinggi menimbulkan biaya tetap, yaitu berupa pinjaman pokok dan beban bunga yang tinggi pula. Dengan demikian, pengelolaan modal memerlukan kombinasi struktur modal dan *leverage*. *Leverage* dapat dipergunakan sebagai salah satu indikator pemrediksi nilai perusahaan, sebab didalamnya terdapat potensi risiko yang harus dihadapi perusahaan kini dan di masa mendatang. Faktor ketidakpastian kelancaran operasi perusahaan merupakan refleksi dari potensi risiko dan *leverage* perusahaan, yang mengandung makna bahwa kenaikan nilai *leverage* secara gradual akan semakin memberatkan perusahaan dalam mengelola beban keuangannya yang semakin meningkat dan pada gilirannya akan meletakkan perusahaan pada posisi adanya risiko ketidakpastian terhadap kelangsungan hidupnya yang semakin tinggi [6]. Kondisi ini menunjukkan semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan dapat menurunkan

minat investor untuk menginvestasikan dananya pada saham perusahaan. Turunnya minat investor tersebut berpengaruh pada turunnya harga saham dan nilai perusahaan. Studi ini mengoperasionalkan *debt to equity ratio* yang membandingkan nilai utang jangka panjang dengan nilai ekuitas perusahaan sebagai proksi pengukuran struktur modal.

Fokus lain dalam studi ini adalah membuktikan kemampuan prediksi penilaian struktur modal yang mempengaruhi profitabilitas atas nilai perusahaan dengan memfungsikannya sebagai variabel moderasi. Fungsi sebagai pemoderasi tidak dapat dilakukan oleh struktur modal karena setelah dilakukan interaksi dengan profitabilitas, terbukti bahwa nilai signifikansinya sebesar 0,718, yang lebih besar dibandingkan dengan taraf pemaknaan yang ditentukan yaitu $\alpha=0,05$ (lihat Tabel 3). Dengan demikian, tidak terdapat bukti nyata yang menunjukkan bahwa terdapat signifikansi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan menempatkan struktur modal sebagai pemoderasinya, sehingga hipotesis penelitian (H_2) ditolak. Hal ini memberikan informasi bahwa nilai perusahaan (Y) sama sekali tidak dipengaruhi secara signifikan oleh profitabilitas (x_1) ketika struktur modal (x_2) berfungsi sebagai variabel moderasi.

Pembuktian di atas menunjukkan konsistensi output pengujian dalam studi ini dengan ketidakrelevansian atau ketiadaan signifikansian pengaruh struktur modal dalam menentukan nilai perusahaan sebagaimana dinyatakan dalam Teori MM tanpa Pajak [18],[20]. Karakteristik industri infrastruktur, utilitas, dan transportasi cenderung berorientasi pada investasi jangka panjang yang diprediksikan akan memberikan imbal hasil signifikan pada perusahaan di masa mendatang. Investasi jangka panjang idealnya dibiayai dengan utang jangka panjang untuk menjaga kelangsungan kegiatan operasional perusahaan dalam jangka pendek sekaligus mengurangi beban biaya modal atas

perolehan utang. Manfaat investasi ini akan dinikmati para pemegang saham dalam tahun-tahun dimana imbal hasil investasi secara nyata dapat direalisasikan. Bagi investor saham yang berorientasi pada *capital gain* kondisi ini kurang menarik, namun sebaliknya bagi investor yang berorientasi pada pembayaran dividen perusahaan [25],[26],[27]. Meskipun struktur modal memiliki koefisien yang positif sekalipun (dalam studi ini memiliki koefisien negatif), namun pengaruhnya tidak signifikan dalam memperkuat atau memperlemah dampak profitabilitas pada nilai perusahaan. Sehingga peran struktur modal dalam hubungan ini adalah pemoderasi semu (quasi moderator)[28],[29],[30].

Ketidakmampuan struktur modal dalam memoderasi profitabilitas untuk meningkatkan nilai perusahaan, berlawanan dengan Teori MM dengan asumsi adanya pajak (Teori MM dengan Pajak) bahwa perusahaan dapat memperoleh keuntungan dari pembayaran bunga utang sebagai pengurang pajak sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilai ekuitasnya melalui peningkatan struktur modal. Meskipun demikian, manfaat pajak ini masih memerlukan bukti empiris yang *robust*, karena adanya temuan riset yang masih saling bertentangan. Hal ini terjadi karena tarif pajak tidak bersifat dinamis, tidak selalu mengalami perubahan sepanjang waktu khususnya dalam jangka pendek, berbeda dengan keputusan investasi perusahaan yang tergantung pada dinamika operasinya [31],[32]. Lebih lanjut, untuk membuktikan manfaat pajak dari bunga utang juga membutuhkan analisis mendalam tentang determinan struktur modal lainnya seperti nilai aset berwujud yang dapat dipergunakan sebagai jaminan utang, *non-debt tax shield*, pertumbuhan perusahaan, peluang investasi, ukuran perusahaan, tingkat profitabilitas, volatilitas pendapatan, dan keunikan produk perusahaan [33],[34],[35]. Selain itu, dari sisi perusahaan terdapat kecenderungan untuk memanfaatkan pembiayaan dengan

menggunakan sumber ekuitas bukan utang apabila struktur modalnya telah “optimal” yang ditunjukkan dengan tingginya tingkat *leverage* perusahaan [36],[37]. Pada studi ini, contoh kasus pada JSMR menunjukkan bahwa manfaat pajak dengan peningkatan struktur modal tidak mampu mendongkrak nilai perusahaan. JSMR selama periode penelitian banyak melakukan pembangunan ruas jalan tol baru dan ini membutuhkan modal yang tinggi, nilai *debt to equity ratio* JSMR mengalami peningkatan dari 1,96 pada tahun 2015 menjadi 3,08 pada tahun 2018. Namun, peningkatan ini tidak menyebabkan profitabilitas perusahaan meningkat, justru mengalami penurunan dari 0,1066 pada tahun 2015 menjadi 0,1009 pada tahun 2018, sehingga nilai perusahaan juga turun dari 2,86 pada tahun 2015 menjadi 1,54 pada tahun 2018.

Ketidakmampuan moderasi struktur modal terhadap profitabilitas untuk meningkatkan nilai perusahaan juga tidak konsisten dengan Teori *Trade-off*. Teori ini menunjukkan posisi optimal utang yang mampu meningkatkan nilai perusahaan. Teori ini mengimplikasikan bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade-off* (keseimbangan) antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal perusahaan. Tingginya profitabilitas perusahaan menimbulkan perilaku untuk cenderung menurunkan pembayaran pajaknya melalui peningkatan rasio utang perusahaan, yang penambahannya akan meningkatkan penambahan biaya bunga utang sebagai pengurang pajak. Selain itu, perusahaan akan menerapkan upaya lanjutan agar beban pajak yang harus dibayarkan menjadi semakin berkurang sehingga meningkatkan tingkat laba bersihnya. Upaya tersebut salah satunya dilakukan dengan cara menyusun perencanaan pajak. Perencanaan pajak akan berhubungan dengan konsekuensi potensi besaran pajak yang harus dibayar perusahaan sehingga membutuhkan tindakan yang terukur dan terstruktur, fokus utamanya

adalah mengendalikan transaksi yang memiliki konsekuensi pajak sehingga jumlah pembayaran pajaknya lebih efisien [14],[15],[16],[17],[18],[19]. Namun efisiensi nilai pajak dan juga titik “optimal” struktur modal perusahaan yang mampu meningkatkan nilai perusahaan masih belum dapat ditentukan dengan pasti meskipun telah banyak diteliti secara empiris [38],[39],[40],[41],[42]. Oleh karena itu, masih dibutuhkan analisis lebih lanjut tentang *timing* optimalisasi struktur modal perusahaan, volatilitas aktivitas pendanaan dan investasi perusahaan, porsi kepemilikan saham, asimetri informasi, serta perilaku perusahaan dalam membiayai operasinya yang lebih mendahulukan sumber pendanaan baik internal maupun eksternal [43],[44],[45].

Uraian di atas menginformasikan bahwa penggunaan utang pada satu sisi mampu mendukung peningkatan nilai perusahaan, akan tetapi pada saat struktur modal telah mencapai titik optimalnya, proporsi utang yang semakin meningkat akan mulai menurunkan nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena adanya peningkatan biaya tetap penggunaan utang yang lebih besar dibandingkan manfaat yang akan dihasilkannya, yang salah satunya adalah penghematan pajak. Oleh karena itu, penggunaan utang untuk optimalisasi struktur modal pada proyek-proyek infrastruktur, utilitas dan transportasi, khususnya yang memiliki rentang waktu jangka panjang, perlu diperhitungkan dengan cermat *trade-off* antara peluang, biaya, dan imbal hasil investasi dalam suatu proyek. Contohnya, TMAS yang bergerak di bidang transportasi laut atau pelayaran yang menyediakan layanan manajemen perkapalan, keagenan, bongkar muat dan pengangkutan peti kemas, barang, kendaraan, penumpang dengan menggunakan kapal laut. TMAS melihat prospek baik pembangunan infrastruktur oleh pemerintah seperti keberhasilan pemerintah membangun 27 pelabuhan di seluruh Indonesia, sehingga

perusahaan memilih untuk menambah utang dan mengalokasikan dana tersebut untuk peningkatan kinerja perusahaan. Pada tahun 2016 TMAS telah menambah 31-unit kapal, 2 alat berat dan 3.500-unit peti kemas dengan ekspektasi nilai keuntungan yang tinggi di masa mendatang. Sementara itu, ASSA yang bergerak di bidang layanan transportasi yang mencakup penyewaan kendaraan untuk logistik, korporasi, layanan juru mudi, serta penjualan mobil bekas. ASSA juga melihat prospek baik pembangunan infrastruktur oleh pemerintah seperti keberhasilan pemerintah membangun jalan tol, sehingga perusahaan memilih untuk menambah utang dan mengalokasikan dana tersebut untuk peningkatan kinerja perusahaan yaitu menambah jumlah kendaraan, dengan harapan perusahaan akan mendapatkan untung yang besar di masa mendatang.

Fakta-fakta dan pembuktian di atas mendukung ketidak-konsistensian hasil studi ini dengan studi Hamidy, Wiksuana dan Artini [9] yang memberikan bukti adanya pengaruh positif signifikan *debt to equity ratio* dengan nilai perusahaan. Semakin besar penggunaan utang dalam struktur modal maka akan mengurangi laba bersih. Laba bersih yang turun dapat menurunkan harga saham yang berarti juga penurunan nilai perusahaan. Namun demikian, kondisi tersebut tidak terjadi dalam semua hal, karena jika penggunaan utang yang semakin besar, yang dikelola dengan menerapkan prinsip kehati-hatian yang tinggi dan selanjutnya dapat dimanfaatkan untuk meningkatkan kinerja keuangan, tentunya hal tersebut dapat memberikan dampak positif terhadap nilai perusahaan.

4. Simpulan

Hasil analisis, pengujian dan pembahasan yang telah diuraikan memungkinkan penarikan kesimpulan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh tingkat profitabilitas perusahaan secara positif signifikan. Dengan kata lain, nilai perusahaan

akan semakin tinggi apabila tingkat kemampulabaan perusahaan juga mengalami peningkatan. Namun, nilai perusahaan yang dipengaruhi profitabilitas ini tidak diperkuat atau diperlemah oleh kemampuan moderasi struktur modal. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan infrastruktur, utilitas, dan transportasi memiliki beban utang melebihi jumlah optimumnya, sehingga mengurangi jumlah laba bersih yang seharusnya diperoleh perusahaan dan memberi dampak pada ketidakmampuan struktur modal sebagai pemoderasi profitabilitas dalam memprediksi nilai perusahaan.

Daftar Rujukan

- [1] Puspitaningtyas Z. *Prediksi Risiko Investasi Saham*. Yogyakarta: Pandiva Buku; 2015.
- [2] Sisbintari I. Sekilas Tentang Behavioral Finance. *Jurnal Ilmu Administrasi Bisnis dan Inovasi* 2017;1:88-101. doi:[10.25139/jai.v1i2.814](https://doi.org/10.25139/jai.v1i2.814)
- [3] Karyadi H, Subroto B, Rahman AF, Maski G. The Value Relevance of Earning Measurement using Ohlson Model: A Meta-Analysis. *The International Journal of Accounting and Business Society* 2018; 26:43- 80. doi:[10.21776/ub.ijabs.2018.26.2.3](https://doi.org/10.21776/ub.ijabs.2018.26.2.3)
- [4] Riyadi S. Analisis Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2013-2015. *Jurnal Sinar Manajemen* 2018;5:38-43.
- [5] Andriushchenko K, Tepluk M, Boniar S, Ushenko N, Liezina A. Influence of Cost Drivers on Value-Oriented Management of Investment Activity of Companies. *Investment Management and Financial Innovations* 2019;16:353-64. doi:[10.21511/imfi.16\(3\).2019.31](https://doi.org/10.21511/imfi.16(3).2019.31)
- [6] Puspitaningtyas Z. Estimating Systematic Risk for the Best

- Investment Decisions on Manufacturing Company in Indonesia. *Investment Management and Financial Innovations* 2017;14:46-54. doi:[10.21511/imfi.14\(1\).2017.05](https://doi.org/10.21511/imfi.14(1).2017.05)
- [7] Khoirunnisa F, Purnamasari I, Tanuatmodjo H. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Tekstil dan Garmen. *Journal of Business Management Education* 2018;3:11-31. doi:doi.org/10.17509/jbme.v3i2.14211
- [8] Nuswandari C. Determinan Struktur Modal dalam Perspektif Pecking Order Theory dan Agency Theory. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan* 2013;2:92-102.
- [9] Hamidy RR, Wiksuana IGB, Artini LGS. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Properti dan Estate di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana* 2015;4:665-82.
- [10] Wirajaya IGA. Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 2013, 4:358-72.
- [11] Mahendra AD, Artini LGS, Suarjaya AAG. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan* 2012;6:130-38.
- [12] Hung DN, Cuong PD, Ha VTB. Effect of Financial Statements Information on Firms' Value: Evidence from Vietnamese listed Firms. *Investment Management and Financial Innovations* 2018; 15:210-18. doi:[10.21511/imfi.15\(4\).2018.17](https://doi.org/10.21511/imfi.15(4).2018.17)
- [13] Puspitaningtyas Z. Assessment of Financial Performance and the Effect on Dividend Policy of the Banking Companies listed on the Indonesia Stock Exchange. *Banks and Bank Systems* 2019;14:24-39. doi:[10.21511/bbs.14\(2\).2019.03](https://doi.org/10.21511/bbs.14(2).2019.03)
- [14] Harjito DA. Teori Pecking Order dan Trade-Off dalam Analisis Struktur Modal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis* 2011;15:187-96.
- [15] Yuliati S. Pengujian Pecking Order Theory: Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Industri Manufaktur di BEI Periode Setelah Krisis Moneter. *POLITEKNOSAINS* 2011; 10:56-69.
- [16] Setiawati AASMD, Putra IW. Pengujian Trade Off Theory pada Struktur Modal Perusahaan dalam Indeks Saham Kompas 100. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 2015; 13:705-22.
- [17] Nosita F. Struktur Modal Optimal dan Kecepatan Penyesuaian: Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia. *Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan* 2016;20:305-24. doi:[10.24034/j25485024.y2016.v20.i3.56](https://doi.org/10.24034/j25485024.y2016.v20.i3.56)
- [18] Sartono A. *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*. Edisi ke 4. Yogyakarta: BPF; 2017.
- [19] Sianipar S. Pengaruh Struktur Modal dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Sektor Makanan dan Minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *JOM FISIP* 2017; 4:1-14.
- [20] Abidin Z, Yusniar MW, Ziyad M. Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen dan Size terhadap Nilai Perusahaan: Studi pada Perusahaan Properti di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Wawasan Manajemen* 2014; 2:91-102. doi:[10.20527/jwm.v3i1.5](https://doi.org/10.20527/jwm.v3i1.5)
- [21] Apriada K, Suardikha MS. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal dan Profitabilitas pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana* 2016; 5:201-18.

- [22] Puspitaningtyas Z. Efek Moderasi Kebijakan Dividen dalam Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Akuntansi, Ekonomi, dan Manajemen Bisnis* 2017;5:173-80.
- [23] Puspitaningtyas Z. Empirical Evidence of Market Reactions Based on Signaling Theory in Indonesia Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations* 2019;16:66-77.
doi:[10.21511/imfi.16\(2\).2019.06](https://doi.org/10.21511/imfi.16(2).2019.06)
- [24] Ghozali I. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS. Edisi Ketujuh. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro; 2016.
- [25] Dhankar RS. Capital Markets and Investment Decision Making, 1st ed., Springer Nature India Private Limited; 2019.
- [26] Miglo A. Timing of Earnings and Capital Structure. *The North American Journal of Economics and Finance* 2017;40:1-15.
doi:[10.1016/j.najef.2017.01.001](https://doi.org/10.1016/j.najef.2017.01.001)
- [27] Li L, Islam SZ. Firm and Industry Specific Determinants of Capital Structure: Evidence from the Australian Market. *International Review of Economics and Finance* 2019;59:425-37.
doi:[10.1016/j.iref.2018.10.007](https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.10.007)
- [28] Cahyono S, Surasni NK, Hermanto. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Pemoderasi pada Perusahaan Sektor Pertanian yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Magister Manajemen Universitas Mataram* 2019;8:323-337.
doi:[10.29303/jmm.v8i4.455](https://doi.org/10.29303/jmm.v8i4.455)
- [29] Munthe ILS. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Manufaktur Industri Barang Konsumsi Sub Sektor Makanan dan Minuman Tahun 2014-2017. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Finansial Indonesia* 2018;1:15-22.
doi:[10.31629/jiafi.v1i2.1229](https://doi.org/10.31629/jiafi.v1i2.1229)
- [30] Vaicondam Y, Ramakrishnan S. Capital structure, Capital Investment and Profitability among Malaysian Listed Firms. *International Journal of Engineering & Technology* 2018;7:14-25. doi:[10.14419/ijet.v7i4.9.20609](https://doi.org/10.14419/ijet.v7i4.9.20609)
- [31] Heider F, Ljungqvist A. As Certain as Debt and Taxes: Estimating the Tax Sensitivity of Leverage from State Tax Changes. *Journal of Financial Economics* 2015;118:684-712
doi:[10.1016/j.jfineco.2015.01.004](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.01.004)
- [32] Blouin J, John E. Core JE, Guay W. Have the Tax Benefits of Debt Been Overestimated? *Journal of Financial Economics* 2010;98:195-213.
doi:[10.1016/j.jfineco.2010.04.005](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.04.005)
- [33] Kayo EK, Kimura H. Hierarchical Determinants of Capital Structure. *Journal of Banking and Finance* 2011; 35:358-71.
doi:[10.1016/j.jbankfin.2010.08.015](https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.08.015)
- [34] Ramli NA, Latan H, Solovida GT. Determinants of Capital Structure and Firm Financial Performance - A PLS-SEM Approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 2019;71:148-60.
doi:[10.1016/j.qref.2018.07.001](https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001)
- [35] Orlova S, Harper JT, Sun L, Determinants of Capital Structure Complexity. *Journal of Economics and Business* 2020. In Press, Corrected Proof, Available online 14 February 2020.
doi:[10.1016/j.jeconbus.2020.105905](https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2020.105905)
- [36] Handoo A, Sharma K. A Study on Determinants of Capital Structure in India. *IIMB Management Review* 2014;26:170-82.
doi:[10.1016/j.iimb.2014.07.009](https://doi.org/10.1016/j.iimb.2014.07.009)
- [37] Amir MA, Elisabeth PE. The Firm-

- specific Determinants of Capital Structure-An Empirical Analysis of Firms before and during the Euro Crisis. *Research in International Business and Finance* 2019; 47:150-61.
doi:[10.1016/j.ribaf.2018.07.007](https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.07.007)
- [38] Wang Z, Zhu W. Equity Financing Constraints and Corporate Capital Structure: A Model. *China Finance Review International* 2013;3:322-39.
doi:[10.1108/CFRI-12-2012-0110](https://doi.org/10.1108/CFRI-12-2012-0110)
- [39] De Marco A, Mangano G, Zou XY. Factors Influencing the Equity Share of Build-Operate Transfer Projects. *Built Environment Project and Asset Management* 2012;2:70-85.
doi:[10.1108/20441241211235062](https://doi.org/10.1108/20441241211235062)
- [40] Feng K, Xiong W, Wang S, Wu C, Xue Y. Optimizing an Equity Capital Structure Model for Public-Private Partnership Projects Involved with Public Funds. *Journal of Construction Engineering and Management* 2017;143.
doi:[10.1061/\(ASCE\)CO.1943-7862.0001349](https://doi.org/10.1061/(ASCE)CO.1943-7862.0001349)
- [41] Dierker M, Lee I, Seo SW. Risk Changes and External Financing Activities: Tests of the Dynamic Trade-off Theory of Capital Structure. *Journal of Empirical Finance* 2019; 52:178-200.
doi:[10.1016/j.jempfin.2019.03.004](https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.03.004)
- [42] Haddad K, Lotfaliei B. Trade-off Theory and Zero Leverage. *Finance Research Letters* 2019; 31:165-70.
doi:[10.1016/j.frl.2019.04.011](https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.04.011)
- [43] Nicodano G, Regis L. A Trade-off Theory of Ownership and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 2019;131:715-35.
doi:[10.1016/j.jfineco.2018.09.001](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.09.001)
- [44] Jong Ad, Verbeek M, Verwijmeren P. Firms' Debt-Equity Decisions when the Static Trade-off Theory and the Pecking Order Theory Disagree. *Journal of Banking and Finance* 2011;35:1303-14.
doi:[10.1016/j.jbankfin.2010.10.006](https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.10.006)
- [45] Leary MT, Roberts MR. The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry. *Journal of Financial Economics* 2010;95:332-55.
doi:[10.1016/j.jfineco.2009.10.009](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.10.009)