

PERAN TAX PLANNING SEBAGAI PEMODERASI DETERMINAN NILAI PERUSAHAAN

¹Ratih Juwita*, ²Antoni, ³S.S.P. Pandjaitan

^{1,3}Fakultas Ekonomi Universitas Gunadarma

Jl. Margonda Raya No. 100, Depok 16424, Jawa Barat

¹juwitaratih9@gmail.com, ²nadali@yahoo.com, ³ssppsndjaitan2016@gmail.com

*Corresponding author: ¹juwitaratih9@gmail.com

Abstrak

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui kemampuan tax planning memoderasi kebijakan dividen, biaya modal, agency cost terhadap nilai perusahaan. Tax planning sebagai strategi perusahaan dalam meminimumkan beban pajak terhutang perusahaan, dengan efisiensi itu maka nilai perusahaan meningkat. Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel eksogen yaitu kebijakan dividen, biaya modal dan agency cost. Selain itu penelitian ini menggunakan variabel endogen berupa nilai perusahaan dan variabel moderating yaitu tax planning. Penelitian ini menggunakan analisis deskriptif untuk menggambarkan variabel penelitian dan statistic verifikatif untuk menguji hipotesis dengan alat bantu Structural Equation Modelling (SEM). Hasil penelitian menunjukkan tax planning mampu menjalankan perannya sebagai moderating pada pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dan pengaruh agency cost terhadap nilai perusahaan sedangkan pengaruh biaya modal terhadap nilai perusahaan. Tax planning tidak mampu meoderasi pengaruh keduanya.

Kata Kunci: *agency cost, biaya modal maksimal, moderasi, nilai perusahaan, tax planning.*

Abstract

The purpose of this research is to find out the ability of tax planning to moderate dividend policies, capital costs, agency costs to the value of the company. Tax planning as a company strategy in minimizing the tax burden owed by the company, with that efficiency then the value of the company increases. This research uses secondary data in the form of financial statements of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2019. The variables used in this study are exogenous variables namely dividend policy, capital cost and agency cost. In addition, this study uses endogenous variables in the form of company values and moderating variables, namely tax planning. This research uses descriptive analysis to describe research variables and verificative statistics to test hypotheses with structural equation odelling (SEM). The results showed that tax planning was able to carry out its role as moderating on the effect of dividend policy on corporate value and the influence of agency costs on the value of the company, while the influence of capital costs on the value of the company tax planning was not able to encode the influence of both.

Keywords: *agency cost, corporate value, maximum capital cost, moderation, tax planning.*

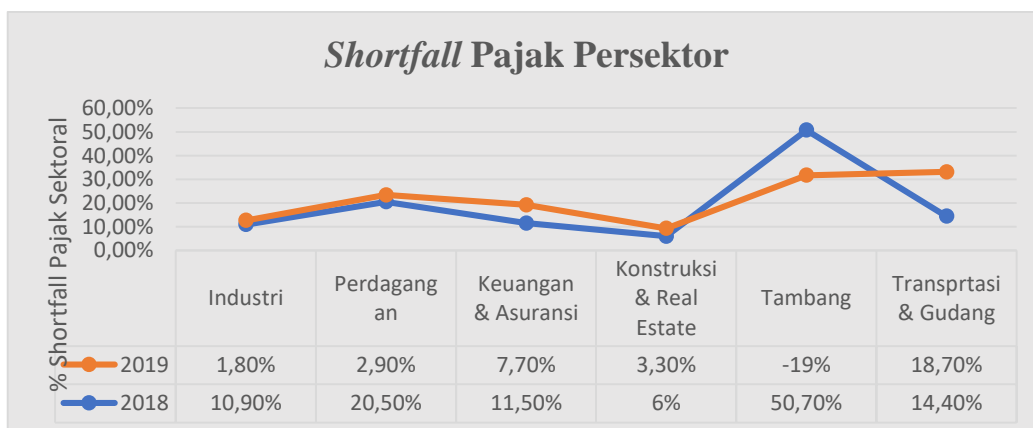
PENDAHULUAN

Perusahaan sebagai entitas usaha menggunakan faktor produksi untuk memaksimalkan laba dan mencapai *going concern*. Strategi yang dilakukan perusahaan dalam mewujudkan tujuan tersebut, dengan meningkatkan nilai perusahaan. Makin tinggi

nilai perusahaan, maka *return* yang diterima pemegang saham melalui dividen dan *capital gain* juga makin tinggi. *Firm value*, harus dicapai dan dimaksimalkan oleh manajemen perusahaan (Brigham & Daves, 2010). Upaya yang dapat dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk mencapai dan memaksimalkan *firm value*, salah satunya melalui kebijakan dividen. Dividen merupakan bagian dari laba bersih yang dihasilkan perusahaan selama periode tertentu. Penelitian Bhattacharya (1979) menjelaskan tentang konsep *Dividend Signaling Theory* yang membahas tentang pengumuman pembagian dividen oleh manajemen perusahaan, sebagai informasi positif bagi *investor* tentang kinerja perusahaan.

Penelitian Margaretha dan Asmariyani (2009) menjelaskan bahwa penentuan proporsi dividen dan laba ditahan menyebabkan timbulnya benturan kepentingan di antara manajemen dengan *investor*. Benturan kepentingan tersebut disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara *investor* dengan manajemen perusahaan. *Investor* menginginkan pembagian dividen dalam jumlah yang tinggi, sedangkan manajemen memiliki keinginan agar laba bersih perusahaan digunakan untuk ekspansi usaha. Penelitian Crutchley dan Hansen, (1989), menjelaskan bahwa ketika perusahaan dihadapkan pada *agency cost*, maka perusahaan dapat menyelesaikannya dengan berbagai kebijakan, salah satunya melalui kebijakan struktur modal. Struktur modal perusahaan bersumber dari modal sendiri dan modal eksternal. Tambahan modal eksternal, dapat diperoleh perusahaan melalui kreditur dan *investor*. Modal eksternal dalam wujud hutang dapat meningkatkan efisiensi penggunaan struktur modal, karena dapat menurunkan penggunaan modal sendiri. Selain itu, biaya hutang yang timbul karenanya dapat mengurangi beban pajak, sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

The political cost hypothesis (Scott, 2015) menjelaskan bahwa perusahaan akan melakukan manajemen laba atas keuntungan yang dihasilkan, untuk meminimalkan jumlah pajaknya tetapi masih dalam bingkai peraturan perpajakan. Efisiensi pajak melalui *tax planning* dilakukan perusahaan dengan tujuan untuk memaksimalkan laba setelah pajak. Efisiensi pajak melalui *tax planning* dapat meningkatkan laba setelah pajak, dan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran pemegang saham dan keinginan manajemen untuk pengembangan usaha dapat terwujud. Temuan ini diperkuat oleh penelitian Desai dan Dharmapala (2006), yang menyebutkan bahwa *tax panning* dilakukan perusahaan memberikan keuntungan bagi *investor* dan memenuhi *oportunistic* manajer terhadap peningkatan kesejahteraan dan perluasan usaha.



Gambar 1. Shortfall Pajak Persektor di Indonesia Tahun 2018 – 2019

Sumber: Data Kemenkeu, 2019

Undang - Undang KUP No. 28 tahun 2007 pasal 12 ayat 1 menetapkan sistem pemungutan pajak yang dianut di Indonesia adalah sistem *self assesment system*. *Self assesment system* merupakan sistem yang memberikan wewenang kepada wajib pajak untuk menghitung, menetapkan, dan melaporkan sendiri besarnya pajak yang terutang. Sehingga sistem tersebut memberikan peluang bagi perusahaan sebagai wajib pajak badan untuk melakukan *tax planning*. *Tax planning* dilakukan perusahaan dengan tujuan penghematan pajak terutang, dan memaksimalkan laba setelah pajak. Di sisi lain praktik *tax planning* yang dilakukan wajib pajak tentunya akan mengurangi penerimaan pajak di Indonesia (Halim & Sarwoko, 2014, p.7). Seperti terlihat pada Gambar 1.

Gambar 1 menjelaskan kondisi penerimaan pajak dari sektor industri, perdagangan, keuangan & asuransi, konstruksi *realestate* dan tambang mengalami *shortfall* di Indonesia pada tahun tahun 2019. Pencapaian pertumbuhan penerimaan pajak sektor manufaktur hanya tumbuh sebesar 1,80%, jumlah tersebut jauh lebih rendah jika dibandingkan dengan tahun 2018 yang mengalami pertumbuhan sebesar 10,90%. Kondisi tersebut dipengaruhi oleh faktor domestik dan kondisi ekonomi makro. Kondisi makro yang mempengaruhi turunnya penerimaan pajak di Indonesia diantaranya adalah depresiasi kurs rupiah terhadap USD dari US\$14.152 menjadi US\$15.000, kenaikan harga minyak dunia dari US\$ 61,9 menjadi US\$70, kenaikan tingkat inflasi dari 3,0% menjadi 3,5%, turunnya komoditi ekspor USD 14,15 juta menjadi 10,35 Juta.

Industri manufaktur merupakan bagian dari entitas perusahaan terbuka yang memiliki tujuan untuk memaksimalkan laba dan meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu indikator nilai perusahaan tercermin melalui kinerja saham di Bursa Efek Indonesia. Kinerja saham industri manufaktur pada periode 2019 didominasi oleh sektor industri dasar dan kimia. Tingginya kinerja saham sektor industri dasar dan kimia dibandingkan dengan sektor aneka industri dan barang konsumsi, dikarenakan pada tahun 2019 produksi kertas di China mengalami *deficit*, sehingga permintaan bubuk kertas di Indonesia menjadi meningkat. Emiten bubuk kertas di Indonesia mampu memenuhi 26% kebutuhan kertas dunia. Industri manufaktur merupakan entitas usaha yang menjadi *leading sector* perekonomian di Indonesia. Hal ini disebabkan kontribusi industri manufaktur pada perekonomian Indonesia cukup tinggi. Pada tahun 2019 kontribusi manufaktur terhadap pertumbuhan Poduk Domestik Bruto (PDB) di Indonesia sebesar 19,79%.

Efek berantai yang diberikan sektor manufaktur melalui Produk Domestik Bruto diantaranya melalui pertumbuhan ekspor di Indonesia. Pada tahun 2019 kontribusi manufaktur terhadap ekspor didominasi oleh sektor makanan dan minuman, logam serta sektor kimia dan farmasi. Besarnya proporsi sektor makanan dan minuman menyumbang ekspor manufaktur sebesar USD 10,56 miliar, sektor logam menyumbang USD 6,52 miliar, sektor kimia dan farmasi menyumbang USD 5,38 miliar. Efek berantai lainnya yang disumbangkan manufaktur adalah proporsi Produk Domestik Bruto melalui penyerapan tenaga kerja yang menunjukkan peningkatan dari tahun 2018 sebesar 18,17% menjadi 18,25% pada tahun 2019 (Badan Pusat Statistik, 2019).

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Farrar dan Selwyn (1967), Black dan Scholes (1974), Akbar dan Stark (2003), penelitian ini menggunakan *Dividend Payout Ratio* dengan pendekatan *Retention Ratio* dan *Investment Opportunity Set* dalam mengukur kebijakan dividen, sedangkan penelitian sebelumnya menggunakan *Dividend Payout Ratio* dengan pendekatan laba bersih dan dividen yang dibagikan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kebijakan dividen, biaya modal (cost of capital) agency cost secara langsung ataupun melalui variabel intervening (tax planning) terhadap nilai perusahaan agar membantu industry manufaktur dalam membuat

strategi korporat untuk meningkatkan nilai perusahaannya, serta bagi Otoritas Jasa Keuangan maupun Kementerian Keuangan dapat meningkatkan literasi dan minat masyarakat dalam berinvestasi. Penelitian ini merupakan bagian dari disertasi Juwita tahun (2021) yang membahas tentang determinan nilai perusahaan melalui *tax planning* dengan *good corporate governance* sebagai variabel pemoderasi.

KERANGKA TEORI

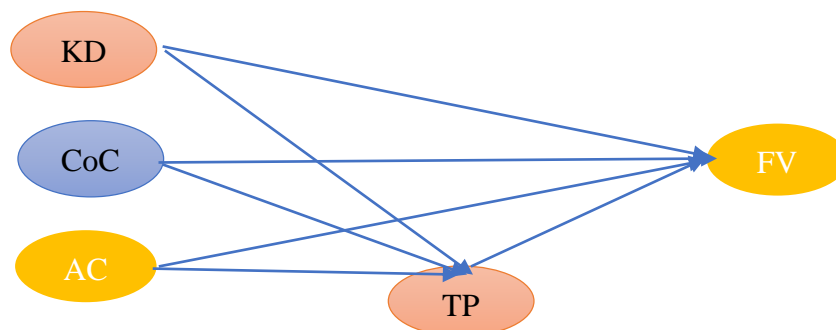
Nilai perusahaan sebagai nilai lebih harga jual setelah digunakan membayar hutang yang tercermin dalam pergerakan harga saham. Jogyanto (2015) menjelaskan bahwa pergerakan harga saham meningkatkan nilai perusahaan.

Tax planning, menurut Pohan (2013) sebagai perilaku perencanaan pajak dengan memanfaatkan kelemahan peraturan, penelitian terkait *tax planning* adalah Desai dan Dharmapala (2009), Rusdy (2014), *tax planning* mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Kebijakan dividen menurut Riyanto (2010) merupakan ketentuan perusahaan tentang earning yang dibagikan pada pemegang saham dan keinginan perusahaan untuk menahannya. Penelitian tentang kebijakan dividen adalah Chen dan Steiner (1999), menjelaskan kebijakan dividen, kebijakan hutang, kepemilikan saham dapat mengurangi masalah keagenan sehingga meningkatkan kinerja perusahaan.

Biaya modal menurut Harjito dan Martono (2003) sebagai biaya untuk memperoleh hutang jangka panjang, saham preferen, dan laba ditahan yang digunakan untuk mendanai investasi perusahaan. Penelitian O'Byrne dan Young (2001) menyatakan bahwa biaya modal yang efektif dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Agency cost merupakan interaksi *principal* dengan agen menurut penelitian Ujijhanto dan Pramuka (2012) biaya keagenan mempengaruhi tujuan perusahaan.



Gambar 2. Model Penelitian

Pada Gambar 2. menjelaskan bahwa kebijakan dividen (KD), berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis ini merujuk pada *Bird in the Hand Theory*. Biaya modal (*Cost of Capital*) dan *agency cost* (AC) berdampak negatif pada nilai perusahaan (*Firm Value*), hipotesis ini merujuk pada *agency theory*. Berikut ini adalah hipotesis yang disusun untuk penelitian ini.

Hipotesis (H1) : kebijakan dividen melalui *Tax Planning* (TP) meningkatkan nilai perusahaan

Hipotesis (H2) : biaya modal (*Cost of Capital*) melalui *tax planning* meningkatkan nilai perusahaan

Hipotesis (H3) : *agency cost* melalui *tax planning* meningkatkan nilai perusahaan.

Hipotesis (H4): kebijakan dividen, biaya modal (*Cost of Capital*), *agency cost* melalui *tax planning* meningkatkan nilai perusahaan.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh kebijakan dividen melalui tax planning terhadap nilai perusahaan

Signaling theory menjelaskan bahwa kebijakan dividen dianggap sebagai signal informasi positif yang diterima investor terhadap kinerja perusahaan, menjelaskan bahwa pembagian dividen yang tinggi kepada investor mencerminkan tingginya nilai perusahaan. *The Bird in The Hand Theory* yang dinyatakan oleh Brigham dan Huston (2018), beranggapan bahwa dividen memiliki nilai pasti dibandingkan dengan *capital gain*. Perbedaan tarif pajak dividen dan *capital gain* menyebabkan investor lebih menyukai *capital gain*. Gitman (2000) menjelaskan bahwa bagi sekelompok pemegang tertentu lebih menginginkan saham atas kebijakan dividen, karena dianggap lebih menguntungkan bagi mereka.

H1: Kebijakan dividen melalui *tax planning* berdampak pada peningkatan nilai perusahaan

Pengaruh biaya modal (*Cost of Capital*) melalui tax planning terhadap nilai perusahaan

Myers (2001), mengungkapkan tentang *trade-off theory*. *Trade-off theory* menjelaskan bahwa langkah perusahaan agar struktur modalnya optimal dengan memperhatikan pajak, biaya keagenan, *financial distress*, kebijakan hutang dan tindakan menyelaraskan *asimetric information*. Efisiensi hutang terjadi pada saat penghematan pajak mencapai titik maksimal terhadap *cost of financial distress*. *Agency approach*, merupakan strategi perusahaan dalam menekan timbulnya masalah keagenan. Putra (2009) menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal dapat diubah proporsi dan sumbernya agar meningkatkan nilai perusahaan. Brigham dan Houston (2018), menyebutkan bahwa makin tinggi proporsi hutang maka harga saham juga makin tinggi, akan tetapi pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Hal itu karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya.

H2: Biaya modal (*Cost of Capital*) melalui *tax planning* berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Pengaruh agency cost melalui tax planning terhadap nilai perusahaan

Teori Keagenan Jensen dan Meckling (1976), pada dasarnya menyebutkan bahwa opportunistic antara agent dan principal dapat menimbulkan konflik. Watts dan Zimmerman (1978) menjelaskan bahwa, konflik kepentingan yang terjadi dalam interaksi manajer, pemegang saham dan pemerintah menyangkut pajak dan subsidi. Biaya keagenan muncul sebagai biaya untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Riantani & Faizal, 2012). Biaya keagenan dapat diminimalkan dengan pengumuman kebijakan dividen. Al Shabibi dan Ramesh (2011), menjelaskan bahwa penerapan *Good Corporate Governance* dengan menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajemen perusahaan dapat mengurangi *agency cost*. Cheng, Cullinan dan Zhang (2014), menemukan efek penghindaran pajak yang dilakukan perusahaan dapat meningkatnya *agency cost*. Aryani (2011) menjelaskan bahwa tata kelola perusahaan yang tercermin dalam kepemilikan pemerintah, institusi dan asing berdampak pada *agency cost*.

H3: *Agency cost* melalui *tax planning* berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Sumber data sekunder yang digunakan adalah laporan keuangan emiten yang tergolong dalam klasifikasi B (manufaktur) berdasarkan *Jakarta Stock Exchange-Industrial Classification (JASICA)* selama periode 2019 yang diakses melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini meliputi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Klasifikasi sektor industri menurut *Jakarta Stock Exchange – Industrial Classification (JESICA)* dikelompokkan menjadi sembilan sektor dalam tiga kategori seperti terlihat pada Gambar 3.



Gambar 3. Klasifikasi Sektor Industri menurut Bursa Efek Indonesia

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2019

Pemilihan perusahaan manufaktur sebagai subjek penelitian karena manufaktur sebagai leading sector perekonomian Indonesia. Data kinerja keuangan, harga saham, financial sustainability dikumpulkan menggunakan annual report yang dipublikasi Bursa Efek Indonesia pada periode 2019. Metode penyampelan yang digunakan dalam penelitian ini adalah probability sampling. Jumlah sampel dalam penelitian ini sebanyak 161 perusahaan manufaktur, yang tergabung dalam sektor kimia dasar, aneka industri dan sektor makanan dan minuman. Analisis dalam penelitian ini menggunakan SEM.

Pengukuran Variabel Penelitian

Tabel 1. Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Indikator	Skala
<i>Kebijakan Dividen (KD)</i>	<i>Deviden Payout Ratio, Solvabilitas, dan Investmen Opportunity to Set</i>	Rasio
<i>Cost Of Capital (CoC)</i>	<i>Biaya Hutang, Biaya Modal Sendiri, Earning Per Share</i>	Rasio
<i>Agency Cost (AC)</i>	<i>SGA, Ukuran Komisaris, DER</i>	Rasio
<i>Tax Planning (TP)</i>	<i>EBIT, EAT, adan Tax Avoidance</i>	Rasio
<i>Nilai Perusahaan (VF)</i>	<i>Harga Saham, Total Hutang, Goodwill, PBV.</i>	Rasio

Metode Analisis Data

Penelitian ini diukur dengan analisis deskriptif dan verifikatif . Analisis deskriptif yang dilakukan untuk menggeneralisasi karakteristik masing –masing varibel dengan nilai minimum, maksimum, rata- rata, dan standar deviasi.

Uji Reliabilitas

Menggunakan *Cronbach Alpha Coefficien*, variabel dikatakan reliabel jika nilai *Cronbach Alpha Coefficien* di atas 0.60 atau mendekati 1 (Hartono, 2008).

Uji Validitas

Menggunakan validitas konvergen dengan faktor loading > 0.05 dan *Average Variance Extracted (AVE)* melebihi 0.05, dan validitas diskriminan dengan membandingkan akan AVE konstruk lebih tinggi dari korelasi laten yang dapat dilihat dari nilai cross loading (Solihin dan Ratmono, 2013)

Uji Multikolonieritas

Menggunakan nilai toleransi dan *Variance Inflation Factor (VIF)* $< 10\%$

Uji Goodness – of- fit- Model

Digunakan untuk memperoleh model yang tepat dalam penelitian

Uji Hipotesis

Tingkat kepercayaan yang digunakan dalam penelitian ini sebesar 5%, dengan kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis.

Ho : p value < 0.05

Ha : p value > 0.05

HASIL DAN PEMBAHASAN

Testing of Data Quality

Variabel dikatakan reliabel jika memiliki nilai Cronbach Alpha coefficien bernilai di atas 0,60 atau mendekati 1. Hasil uji reliabilitas seperti terlihat pada Tabel 1. sebagai berikut.

Tabel 1. Uji Reliabilitas

Variabel	Composite reliability coefficients	Conbach's alpha coefficients
Kebijakan Dividen	0,874	0,812
<i>Cost of Capital</i>	0,876	0,812
<i>Agency Cost</i>	0,889	0,836
<i>Tax Planning</i>	0,919	0,884
Nilai Perusahaan	0,879	0,817

Alat uji validitas yang digunakan adalah uji validitas konstruk, baik validitas konvergen dan diskriminan. Validitas konvergen dievaluasi menggunakan nilai faktor loading $> 0,05$ dan *Average Variance Extracted (AVE)* melebihi 0,05 seperti

terlihat pada Tabel 2. Validitas diskriminan diperoleh dengan membandingkan akar AVE konstruk lebih tinggi dari korelasi laten tersebut, yang terlihat dari nilai cross loading (Solihin dan Ratmono, 2013). Nilai masing – masing cross loading di atas 0,05 dan nilai p di bawah 0,0001. Hal itu menunjukkan uji validitas konvergen terpenuhi.

Tabel 2. Average Variance Extracted (AVE)

KD	CoC	AC	TP	FV
0.635	0.643	0.670	0.741	0.646

Uji validitas diskriminan terpenuhi. Dengan terpenuhinya uji validitas konvergen dan validitas diskriminan pada penelitian ini, maka penelitian ini memenuhi uji validitas.

Hasil pengolahan data penelitian menggunakan SEM dengan diperoleh luaran seperti terlihat pada Tabel 3. sebagai berikut.

Tabel 3. Hasil R Square

	R Square	R Square Adjusted
TP	0.435	0.418
FV	0.615	0.598

Tabel 3 menjelaskan pengaruh simultan kebijakan dividen, biaya modal, agency cost terhadap *tax planning* sebesar 0.435 atau sebesar 43,5%. Pengaruh simultan kebijakan dividen, biaya modal, *agency cost* terhadap nilai perusahaan sebesar 0,615 atau 61,5%.

Tabel 4. Hasil Specific Indirect Effects

	Original Sampel	t. Statistics	P. Value
KD -> TP -> VF	0.070	2.491	0.013
CoC -> TP -> VF	0.076	1.871	0.061
AC -> TP -> VF	0.105	2.281	0.023

Hipotesis 1 menyatakan bahwa kebijakan dividen melalui *tax planning* berdampak pada peningkatan nilai perusahaan .H1 diterima, ditunjukkan pada Tabel 4. *Value* bernilai $0,013 < 0,05$ dan original sampel bernilai positif, artinya kebijakan dividen secara tidak langsung (melalui *tax planning*) mampu meningkatkan nilai perusahaan sebesar 1,3%.

Hipotesis 2 menyatakan bahwa biaya modal melalui *tax planning* berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. H2 ditolak, ditunjukkan pada Tabel 4. *Value* bernilai $0,061 > 0,05$ dan original sampel bernilai positif, artinya kebijakan dividen secara tidak langsung (melalui *tax planning*) tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Hipotesis 3 menyatakan bahwa *agency cost* melalui *tax planning* berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. H3 diterima, ditunjukkan pada Tabel 4. *Value* bernilai $0,023 < 0,05$ dan original sampel bernilai positif, artinya *agency cost* secara tidak langsung (melalui *tax planning*) mampu meningkatkan nilai perusahaan sebesar 2,3%.

Pembahasan

Hipotesis 1 menunjukkan bahwa kebijakan dividen melalui *tax planning* meningkatkan nilai perusahaan. Temuan kami memperkuat teori positif akuntansi dari Watts dan Zimmerman (1978), yang menyebutkan bahwa perusahaan akan memberikan insentif material dari laba yang diperoleh, melalui efisiensi pajak. *Tax Preference Theory* menurut Myers (2001), investor menghendaki agar perusahaan menahan laba setelah pajak yang dialokasikan untuk dividen dalam bentuk kas. Laba setelah pajak sebaiknya digunakan untuk membiayai investasi. Alasan pertimbangan tersebut dikarenakan dividen kas cenderung dikenakan pajak yang tinggi daripada capital gain. Proporsi Dewan Direksi adalah sebagai upaya perusahaan mewujudkan tata kelola perusahaan (Irawan & Farahmita (2012).

Perbedaan tarif pajak atas dividen dan capital gain dengan proporsi 0,1% untuk capital gain dan 10% untuk dividen menjadi salah satu pertimbangan penting bagi investor dan perusahaan dalam mengalokasikan laba bersihnya. Keputusan perusahaan dalam membagi dividen juga tidak terlepas dari keinginan manajemen dalam mengalokasikan dananya pada investasi – investasi yang menguntungkan. Industri manufaktur berdasarkan *Prompt Manufacturing Index* (PMI) tahun 2019 berada pada angka 52,65 %. Angka tersebut menjelaskan posisi manufaktur pada level ekspansi. Emiten yang tergabung dalam industri manufaktur memanfaatkan laba bersihnya untuk tujuan ekspansi dengan tujuan penghematan pajak dan peningkatan modal kerja untuk tujuan ekspansi usaha. Hal ini dibuktikan dengan meningkatnya industri kelas menengah untuk, makanan dan minuman dan industri tembakau tumbuh sebesar 5.898 unit industri dengan proporsi ketiganya masing – masing sebesar 55,16% dan 52,73%. Selain itu, ekspansi industri manufaktur juga terlihat pada naiknya indeks peningkatan persediaan barang jadi mencapai 53,29% dan penyerapan tenaga kerja meningkat pada level ekspansi sebesar 51,22 %. Realisasi penerimaan pajak manufaktur menurun 1,8% dibandingkan tahun 2018 senilai Rp365,39 triliun. Penurunan penerimaan pajak sektor manufaktur didukung adanya insentif fiskal yang diberikan pemerintah seperti percepatan amortisasi (tax allowance), Pph dividen 10% kepada wajib pajak asing, adanya kompensasi kerugian dan percepatan restitusi pajak.

Hipotesis 2 menunjukkan bahwa biaya modal melalui tax planning meningkatkan nilai perusahaan. Temuan penelitian ini memperkuat Putra (2009) mengemukakan struktur modal dapat dioptimalkan dengan meningkatkan proporsi hutang (*financial leverage*) daripada modal sendiri. Brigham dan Houston (2019) juga menyebutkan makin tinggi proporsi hutang maka makin tinggi juga harga saham, akan tetapi pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil dari pada biaya yang ditimbulkannya. Modal kerja merupakan sumber dana yang sangat penting bagi perusahaan. Kelangsungan hidup perusahaan sangat tergantung terhadap besar kecilnya modal kerja yang dimiliki Kondisi pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2019 stagnan pada level 5%. Kondisi tersebut menyebabkan defisit neraca perdagangan manufaktur mencapai USD 23 miliar. Pemerintah melakukan berbagai macam kebijakan dalam mendorong pertumbuhan manufaktur dari sisi modal kerjanya. Peraturan Menteri Keuangan (PMK) No. 110 tahun 2018 merupakan salah satu bentuk kebijakan pemerintah dalam mendorong modal kerja industri manufaktur. Peraturan tersebut menyangkut kebijakan tarif pajak barang konsumsi luar negeri.

Pemerintah menaikkan tarif pajak penghasilan (PPh) pasal 22 terhadap 1.147 barang konsumsi. Tujuan agar menjaga pertumbuhan industri manufaktur dalam negeri, melalui peningkatan penjualan. Harapan pemerintah industri manufaktur mampu meningkatkan modal kerjanya sehingga dapat menjamin hutang perusahaan. Program BPJS yang diberikan kepada 217 juta penerima. Pemerintah membantu meningkatkan modal kerja industri farmasi dengan peningkatan *health service* dan penjualan alat-alat kesehatan. Output yang dihasilkan atas berbagai macam kebijakan tersebut menurut data kementerian perindustrian menyebutkan akumulasi peningkatan Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN) dan Penanaman Modal Asing (PMA) sebesar 4 %. Dari total nilai investasi manufaktur sebesar Rp222.3 triliun.

Hipotesis 3 menunjukkan bahwa *agency cost* melalui *tax planning* meningkatkan nilai perusahaan. Temuan kami memperkuat Januarti (2004), positif berfungsi sebagai sarana menyajikan dan mengkomunikasikan informasi akuntansi keuangan kepada pengguna informasi. Al Shabibi dan Ramesh (2011), menjelaskan penerapan *Good Corporate Governance* dengan menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajemen perusahaan dapat mengurangi *agency cost*. Cheng et.al (2014), menemukan bahwa efek penghindaran pajak dengan meningkatnya *agency cost*. Aryani (2011) tata kelola perusahaan yang tercermin dalam kepemilikan pemerintah, institusi dan asing berdampak pada *agency cost*. Watts dan Zimmerman (1978) menjelaskan bahwa konflik kepentingan antara manajer dengan pemerintah berkaitan dengan mentransfer kekayaan yang dimiliki perusahaan kepada masyarakat melalui regulasi dan kebijakan pajak, subsidi dan lainnya. Biaya keagenan sebagai biaya dalam memaksimalkan nilai perusahaan (Riantani & Faizal, 2012). Biaya keagenan dapat diminimumkan dengan pengumuman kebijakan dividen. Giriati (2015). Cheng et. al (2014), menemukan bahwa efek penghindaran pajak dengan meningkatnya *agency cost*. Data PMI-BI menyebutkan ekspansi manufaktur tahun 2019 ditunjang oleh volume produksi (53,42%), volume pesanan (53,27%) volume persediaan barang jadi (56,56%). Ekspansi volume produksi tahun 2018 ke 2019 mengalami penurunan sebesar 22%. Turunnya permintaan barang produksi menyebabkan penjualan industri manufaktur hanya tumbuh 1,1%. Melemahnya kinerja manufaktur berakibat pada masalah keagenan yang menyertainya. Dari sisi pajak penurunan tersebut penerimaan pajak manufaktur tercatat sebesar Rp215,58 triliun, sehingga mengalami kontraksi -4,8% (y-o-y). Dari sisi kepentingan investor penurunan kinerja manufaktur berakibat turunnya return yang mereka peroleh.

SIMPULAN DAN SARAN

Merujuk pada hasil analisis data, pengujian hipotesis, dan pembahasan, kami menemukan: pertama, kebijakan dividen melalui *tax planning* meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa *return* saham dalam bentuk dividen dan citra baik perusahaan, merupakan daya tarik investor dalam memilih entitas publik yang layak bagi mereka dalam melakukan investasi. Emiten melakukan *tax planning* sebagai bentuk efisiensi biaya dalam meningkatkan laba bersih perusahaan. Temuan ini sesuai dengan *signalling theory* dan *hypothesis bonus plan* dari *positive accounting theory* tentang strategi perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan yang dibangun melalui kepercayaan investor dengan memberikan sinyal positif berupa informasi keuangan perusahaan.

Kedua, biaya modal melalui *tax planning* tidak berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa efisiensi biaya modal dapat dilakukan

dengan pemilihan dan penggunaan struktur modal secara efektif, sehingga manfaat atas modal lebih tinggi daripada proporsi biaya modal yang ditanggung perusahaan. Efisiensi pendanaan struktur modal yang berasal dari kreditur dan investor tercapai melalui penghematan pajak dan ketatnya pengawasan pihak eksternal. Temuan ini sesuai dengan *trade off theory* yang menyebutkan dalam menentukan struktur modal agar optimal, perusahaan melibatkan faktor pajak, dengan menyelaraskan asimetris informasi sebagai bentuk manfaat atas penggunaan hutang.

Ketiga, *agency cost* melalui *tax planning* meningkatkan nilai perusahaan Hasil ini menunjukkan bahwa *tax planning*, dapat dilakukan untuk menekan *agency cost*. Temuan ini mendukung *agency theory* yang menyebutkan semua individu akan mengutamakan kepentingannya sendiri, *tax planning* sebagai efisiensi biaya mampu menekan masalah keagenan. Kontribusi agent sangat penting bagi perusahaan melalui investasinya sehingga apresiasi investor menjadi prioritas bagi prinsipal.

Bagi penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel – variabel makro seperti tingkat inflasi, kurs, sehingga dapat memperkuat cakupan determinan nilai perusahaan dari sisi internal perusahaan yang sudah diteliti dan juga dari sisi eksternal perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Akbar, S. & Stark, A. W. (2003). Deflators, net shareholder cash flows, dividends, capital contributions and estimated models of corporate valuation. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(9 & 10), 1211–1233.
- Al Shabibi, B. K, & Ramesh, G. (2011). An empirical study on the determinants of dividend policy in the UK. *International Research Journal of Finance and Economics*, 80(1), 105-120.
- Aryani, D.S. (2011). Manajemen laba pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Informasi Akuntansi*, 1(2), 200-220.
- Badan Pusat Statistik. (2019). Statistik Indonesia 2019. Jakarta: BPS.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259- 270.
- Black, F. & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1–22.
- Brigham, E.F. & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed). Boston: Cengage learning.
- Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2010). *Intermediate financial management* (10th ed.) Boston: Cengage learning.
- Brigham, E.F, & Houston, J. F. (2018). *Dasar-dasar manajemen Keuangan*, Buku Dua (edisi 14). Jakarta: Salemba Empat.
- Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt Policy, and dividend policy. *The Financial Review*, 34(1), 119-136.
- Cheng, Z., Cullinan, C. P., & Zhang. J. (2014). Free cash flow, growth opportunities, and dividends: Does cross listing of shares matter?. *The Journal of Applied Business Research*, 3(2), 587-598. doi.org/10.19030/jabr.v30i2.8428
- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A Test of agency theory of managerial ownership corporate leverage and corporate dividends. *Financial Management*, 18(4), 36-46.

- Desai, M.A. & Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 145-179.
- Farrar, D.F., & Selwyn, L. L. (1967). Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Tax Journal*, 20(4), 444-454.
- Giriati. (2016). Free cash flow, dividend policy, investment opportunity set, opportunistic behavior and firm's value (A study about agency theory). *Procedia-social and behavioral Sciences*, 219(2016), 248-254. doi:10.1016/j.sbspro.2016.05.013
- Gitman, L.J. (2007). *Principles of managerial finance* (12th ed), International Edition. United States: Pearson Education, Inc.
- Halim, A. & Sarwoko. (2014). *Manajemen keuangan (Dasar-dasar pembelanjaan perusahaan)*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Harjito, A. & Martono. (2003). *Manajemen keuangan*. (Edisi kedua, cetakan pertama) Yogyakarta: EKONISIA.
- Hartono. (2008). *SPSS 16.0 Analisis data statistika dan penelitian*. Yogyakarta: Pustaka Pelajar.
- Irawan, H.P., & Farahmita, A. (2012). *Pengaruh kompensasi manajemen dan corporate governance terhadap manajemen pajak perusahaan* (Undergraduate's thesis). Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
- Januarti, I. (2004). Pendekatan dan kritik teori akuntansi positif. *Jurnal Akuntansi dan Auditing (JAA)*, 1(1), 83-94.
- Jensen, M.C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen., G.R., Solberg, D.P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.
- Jogiyanto, H. M. (2015). *Teori portofolio dan analisis investasi* (Edisi ke 10). Yogyakarta: BPF.
- Juwita, R. (2021). *Determinan nilai perusahaan melalui tax planning dengan good corporate governance sebagai variabel pemoderasi* (Doctoral's thesis). Universitas Gunadarma.
- Margaretha, F., & Asmariansi, A. (2009). Faktor-faktor agency theory yang mempengaruhi hutang. *Media Riset Bisnis dan Manajemen*, 9(1), 1-20.
- Myers, S. C. (2001) Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102. doi.org:10.1257/jep.15.2.81
- Peraturan Menteri Keuangan (PMK) No. 110. (2018) tentang Perubahan atas Peraturan Menteri Keuangan Nomor 24/PMK.010/2017 tentang Pungutan PPh Pasal 22.
- Pohan, C. A. (2013). *Manajemen perpajakan strategi perencanaan dan bisnis*(Edisi Revisi). Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Putra, B. A. (2009). *Pengaruh kualitas audit terhadap nilai perusahaan dengan manajemen laba sebagai variabel intervening di industri perbankan Indonesia* (Undergraduate's thesis). Fakultas Ekonomi, Universitas Sebelas Maret, Solo.
- Riantani, S., & Faizal, A. (2012). Analisis dividend payout ratio, management ownership, institutional ownership dan agency cost serta pengaruhnya terhadap harga saham (Studi pada Industri perkebunan yang Listing di BEI). Universitas Widyatama, Bandung, Retrieved from: http://digilib.mercubuana.ac.id/manager/t!@file_artikel_abstrak/Isi_Abstraksi_357545495421.pdf

- Riyanto, B. (2010). *Dasar-dasar pembelanjaan perusahaan*. Yogyakarta: Penerbit BPFPE.
- Scott, W.R. (2015). *Financial accounting theory* (7th ed). Canada: Prentice Hall.
- Sholihin, M., & Ratmono, D. (2013). Analisis SEM-PLS dengan WarpPLS 3.0. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- O'Byrne, S.F. & Young, S.D. (2001). *EVA Manajemen berdasarkan nilai*. Jakarta: Salemba Empat.
- Undang - Undang KUP No. 28. (2007). tentang Ketentuan Umum dan Tata Cara Perpajakan di Indonesia (KUP).
- Ujiyhanto, M. U. & Pramuka, B. A. (2007). Mekanisme corporate governance, manajemen laba dan kinerja keuangan (Studi pada perusahaan go publik sektor manufaktur). *Relevansi Teori dan Riset Akuntansi dalam Mempertanggung Sustainabilitas Sektor Swasta dan Peningkatan Kinerja Sektor Publik*. Prosiding Simposium Nasional Akuntansi X, Makasar, 26-28 Juli. Retrieved from: <http://accounting.feb.ub.ac.id/simposium-nasional-akuntansi/sna-10-makassar/>
- Watts, R.L. & Zimmerman. J.L (1978). Toward a positive theory of the determinations of accounting standards. *Accounting Review*, 53(1), 112-133.