



PENGARUH PENGHINDARAN PAJAK DAN STRUKTUR MODAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN SEKTOR PROPERTI DAN *REAL ESTATE*

Okky Julio Putra
Direktorat Jenderal Pajak

Alamat Korespondensi: okkyjulio.putra@pajak.go.id

INFORMASI ARTIKEL

Diterima Pertama
[29062022]

Dinyatakan Diterima
[07082022]

KATA KUNCI:

Penghindaran Pajak, struktur modal, nilai perusahaan, properti, *real estate*

KLASIFIKASI JEL:

H2

ABSTRAK

This study aims to determine the effect of tax avoidance and capital structure on the value of property and real estate companies listed on the IDX. This research is quantitative research using panel data. Based on the results of purposive sampling, the data used are 26 property and real estate companies during 2012-2016. The year 2017 was not used as research data because there were discrepancies in the data on the amount of taxes paid due to changes in tax rates. The results show that tax avoidance and capital structure have a positive effect on firm value. The results of this study can be used by the Directorate General of Taxes in formulating supervision strategies and regulations regarding tax incentives for taxpayers in the property and real estate sector. For investors and lenders, the results of this study can be used as a factor that can be considered in every decision making to invest and provide debt to property and real estate companies in Indonesia.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh penghindaran pajak dan struktur modal terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan data panel. Berdasarkan *hasil purposive sampling*, data yang digunakan adalah sebanyak 26 perusahaan properti dan *real estate* selama tahun 2012-2016. Tahun 2017 tidak digunakan sebagai data penelitian karena terdapat ketimpangan data jumlah pajak yang dibayar akibat adanya perubahan tarif pajak. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penghindaran pajak dan struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini dapat digunakan oleh Direktorat Jenderal Pajak dalam menyusun strategi pengawasan dan peraturan mengenai insentif pajak kepada Wajib Pajak sektor properti dan *real estate*. Bagi investor dan *lender*, hasil penelitian ini dapat dijadikan salah satu faktor yang dapat dipertimbangkan dalam setiap pengambilan keputusan untuk berinvestasi dan memberikan hutang kepada perusahaan properti dan *real estate* di Indonesia.

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pajak merupakan kontribusi wajib yang dibayarkan oleh warga negara kepada negara menurut Undang-Undang. Termasuk dalam pengertian warga negara adalah badan. Salah satu bentuk badan adalah perusahaan, sehingga perusahaan termasuk dalam kategori wajib pajak. Alvarez dan Marzal (2012) menjelaskan bahwa topik mengenai bagaimana mengelola pajak perusahaan menjadi perhatian para eksekutif keuangan dalam menentukan 92% keputusan bisnis global.

Tujuan utama dari perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan salah satu indikator yang dapat digunakan oleh para pemangku kepentingan untuk mengukur kinerja dari perusahaan. Salah satu permasalahan dalam hubungan antara wajib pajak (perusahaan) dengan otoritas pajak (pemerintah) adalah perbedaan tujuan antar masing-masing pihak. Menurut Sartono (2011) tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Untuk itu segala upaya dilakukan demi memaksimalkan keuntungan dan meminimalkan beban pajak.

Penghindaran pajak merupakan salah satu upaya intervensi yang dapat dilakukan oleh manajemen untuk mempengaruhi nilai perusahaan. Desai dan Dharmapala (2009) menjelaskan bahwa hubungan signifikan antara penghindaran pajak dengan nilai perusahaan dapat terjadi bila perusahaan memiliki tata kelola yang baik. Herdiyanto dan Ardiyanto (2015) menjelaskan bahwa hubungan positif antara tindakan penghindaran pajak dan nilai perusahaan di Indonesia dapat terjadi karena pengawasan pajak di Indonesia masih tergolong lemah sehingga perusahaan di Indonesia tidak harus menyembunyikan tindakan penghindaran pajak yang dilakukan dalam suatu tata kelola yang baik. Lebih lanjut dijelaskan bahwa perusahaan mendapatkan sumber daya lebih dari tindakan penghindaran pajak. Tindakan penghindaran pajak akan meminimalkan arus kas keluar untuk pembayaran pajak. Kas yang ada dapat digunakan oleh perusahaan untuk menunjang kegiatan-kegiatan produktif lain untuk meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian Abdul Wahab dan Holland (2012) menunjukkan hasil yang sama yaitu terdapat hubungan positif antara intensitas perencanaan pajak dengan nilai perusahaan di Inggris.

Penghindaran pajak yang dilakukan oleh manajemen juga berkaitan dengan bagaimana perusahaan menentukan struktur modal. Biaya bunga hutang merupakan salah satu biaya yang dapat dikurangkan dari penghasilan menurut pasal 6 Undang-Undang Pajak Penghasilan. Modigliani dan Miller (1963) memberikan kesimpulan bahwa keuntungan pajak akibat dari penggunaan hutang meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan disebabkan karena secara fiskal bunga hutang merupakan beban yang dapat dikurangkan sehingga dapat meminimalisasi beban pajak.

Beberapa penelitian yang telah dilakukan terkait hubungan antara struktur modal dengan nilai

perusahaan properti dan *real estate* di Indonesia menghasilkan kesimpulan yang belum konsisten. Hasil penelitian Puspitaningrum (2016) menjelaskan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate*. Hal ini karena investor cenderung lebih fokus dan mempertimbangkan besarnya nilai profitabilitas dari suatu perusahaan ketika akan melakukan investasi dibandingkan pada nilai hutang dari perusahaan. Hamidy et al (2015) menyimpulkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* di Indonesia. Lebih lanjut disimpulkan bahwa struktur modal dari perusahaan properti dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia belum mencapai titik optimalnya.

Di sisi lain terdapat peraturan yang dikeluarkan pemerintah terkait pembatasan struktur pendanaan perusahaan untuk membatasi pengurangan beban bunga hutang dalam menghitung penghasilan kena pajak. Menurut KMK Nomor 1002/KMK.04/1984 tentang Penentuan Perbandingan Antara Hutang dan Modal Sendiri untuk Keperluan Pengenaan Pajak Penghasilan, untuk keperluan penghitungan Pajak Penghasilan besarnya perbandingan antara hutang dan modal sendiri (*debt equity ratio*) ditetapkan setinggi-tingginya 3:1. Aturan ini bertolak belakang dengan tujuan perusahaan dalam memaksimalkan pendanaan hutang karena hanya bagian dari biaya hutang yang termasuk dalam batas maksimal rasio yang bisa dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak.

Penelitian ini menggunakan perusahaan sektor properti dan *real estate* sebagai objek penelitian. Menurut laporan yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia, perusahaan properti dan *real estate* masih menunjukkan tren pertumbuhan yang baik di Indonesia pada triwulan IV-2017. Namun demikian pertumbuhan permintaan dan penawaran serta prospek investasi yang meningkat tidak secara langsung berpengaruh pada kenaikan nilai perusahaan sektor properti dan *real estate* di Indonesia. Kondisi tersebut belum juga membaik di tahun 2018. Indeks harga saham sektor properti dan *real estate* pada tahun 2018 mengalami penurunan yang signifikan sebesar 9,64% dari tahun 2017 berdasarkan *IDX Statistics* 2018 yang dirilis Bursa Efek Indonesia.

Selain itu rata-rata pertumbuhan penerimaan pajak pada Klasifikasi Lapangan Usaha Real Estat tahun 2013-2017 termasuk dalam kategori yang paling lambat yaitu 3,22% per tahun berdasarkan Laporan Tahunan DJP tahun 2017. Tahun 2016 penerimaan pajak dari sektor real estat turun sangat signifikan dari Rp 24.026,48 miliar di tahun 2015 menjadi 19.402,85 miliar dan hanya tumbuh sedikit menjadi Rp 20.590,98 miliar di tahun 2017.

Atas latar belakang yang telah penulis paparkan di atas, penulis tertarik untuk melakukan suatu penelitian mengenai pengaruh dari variabel bebas yang mencakup kegiatan penghindaran pajak dan pemilihan struktur modal terhadap variabel terikat yaitu nilai perusahaan.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian dan ruang lingkup penelitian yang telah dijelaskan sebelumnya, masalah dalam penelitian ini adalah “Bagaimana pengaruh penghindaran pajak dan struktur modal terhadap nilai perusahaan sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?”

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan ruang lingkup penelitian dan rumusan masalah yang telah dijelaskan sebelumnya, tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis bagaimana pengaruh penghindaran pajak dan struktur modal terhadap nilai perusahaan sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2. KERANGKA TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Husnan, 2008). Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat para investor lebih percaya terhadap kinerja perusahaan dan prospek perusahaan tersebut di masa mendatang. Nilai perusahaan yang maksimal diharapkan juga dapat memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham. Brigham, et. al. (2013), Bodie, et. al. (2014), Horne dan Wachowicz (2005), maupun Saphiro dan Moles (2014) mengungkapkan hal yang serupa bahwa berdasarkan *theory of the firm*, tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham atau nilai perusahaan (*value of the firm*).

Nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan metode Tobin's Q. Rasio Tobin's Q merupakan alternatif rasio yang dikembangkan oleh Profesor James Tobin (1976). Tujuan teori Tobin's Q adalah untuk mempelajari Rasio Q sebagai penjelasan dari kegiatan investasi. Fiakas (2005) dalam Sudiyatno (2010) menjelaskan bahwa Tobin's Q merupakan rasio dari nilai pasar aset perusahaan yang dihitung dengan menjumlahkan nilai pasar dari jumlah saham yang beredar dengan total hutang (*enterprise value*) terhadap *replacement cost* dari aset perusahaan (nilai buku aset). Lebih lanjut dijelaskan bahwa bila perusahaan menurut pasar memiliki nilai yang lebih besar dari nilai dasarnya (nilai buku) maka perusahaan akan memiliki dana lebih untuk terus meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

Sudiyatno dan Puspitasari (2010) menjelaskan bahwa semakin besar nilai Tobin's Q suatu perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar aset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku aset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut.

2.2. Struktur Modal

Struktur modal menggambarkan komposisi pendanaan dari suatu perusahaan yang terdiri dari 2

(dua) sumber yaitu hutang dan modal sendiri. Salah satu teori mengenai struktur modal dijelaskan melalui *trade off theory*. Keputusan penggunaan hutang dalam struktur modal telah mempertimbangkan keuntungan pajak yang merupakan hasil dari berkurangnya penghasilan akibat bertambahnya biaya bunga. *Trade off theory* menjelaskan mengenai. *Trade off theory* mengindikasikan bahwa semakin besar bagian hutang dalam struktur modal maka akan berpengaruh pada meningkatnya nilai perusahaan. Struktur modal berkaitan dengan rasio *leverage* perusahaan. Horne dan Wachowicz (2005) memaparkan bahwa *leverage* menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya sehingga besar kecilnya *leverage* perusahaan akan mempengaruhi laba per saham, tingkat risiko, dan juga harga saham.

Berbeda dengan *trade off theory*, teori Modigliani dan Miller (teori MM) menyatakan hal yang berbeda. Modigliani dan Miller menyusun teori MM yang menjelaskan bahwa risiko total untuk seluruh pemegang saham tidak berubah walaupun struktur modal perusahaan mengalami penurunan. Hal ini karena selalu terdapat perlindungan atas nilai investasi pada setiap keputusan pembagian struktur modal antara hutang atau modal sendiri.

Teori selanjutnya mengenai struktur modal adalah teori *pecking order*. Myers and Majluf (1984) pada Vo and Ellis (2017) menjelaskan bahwa teori *pecking order* membangun suatu sistem preferensi pemilihan struktur modal perusahaan dimana urutan preferensi yang terjadi adalah mulai dari penggunaan pendanaan internal terlebih dahulu dilanjutkan dengan hutang dan terakhir penerbitan saham. Teori mengenai struktur modal terus berlanjut sampai dengan hubungannya dengan teori agensi dimana menurut Vo dan Ellis (2017) hasil penelitian masih menghasilkan prediksi yang berbeda-beda terkait bagaimana struktur modal perusahaan yang paling optimal. Hal ini terjadi karena hasil penelitian tergantung pada karakteristik khusus hubungan agensi di perusahaan dan biaya agensi terkait.

2.3. Penghindaran Pajak

Definisi penghindaran pajak dalam penelitian ini adalah tindakan meminimalisasi beban pajak yang legal secara hukum dan masih berada pada koridor perundang-undangan (Chasbiandani dan Martani, 2012). Lebih lanjut Kutcher et al (2012) mengungkapkan bahwa penghindaran pajak adalah kegiatan yang dilakukan oleh para manajer untuk mengurangi beban pajak dan meningkatkan level dari profit perusahaan. Hanlon et al (2010) menyatakan bahwa tindakan penghindaran pajak merupakan salah satu tindakan perencanaan pajak yang secara eksplisit bertujuan untuk mengurangi jumlah pajak suatu perusahaan.

Menurut Nanik dan Ratna (2015) penghindaran pajak dimaknai dari dua sudut pandang yang berbeda. Pertama adalah makna dari perspektif teori tradisional

yang menyatakan bahwa penghindaran pajak adalah tindakan yang dilakukan oleh manajemen untuk meningkatkan pendapatan setelah pajak sehingga pada akhirnya menjadi keuntungan bagi pemegang saham. Perspektif pertama menjelaskan penghindaran pajak sebagai tindakan perusahaan untuk mengurangi transfer sumber daya dari pemegang saham ke pemerintah sehingga meningkatkan kekayaan pemegang saham/nilai perusahaan. Kedua adalah penghindaran pajak dilihat dari sudut pandang *agency theory*. Dalam *agency theory* dijelaskan tentang dua pelaku ekonomi yang saling bertentangan kepentingan, yaitu prinsipal dan agen. Menurut sudut pandang *agency theory*, kegiatan penghindaran pajak yang dilakukan oleh manajer dapat menyebabkan berkurangnya nilai perusahaan ketika manajer mempunyai kesempatan untuk membuat penghasilan secara akuntansi *understated* dan juga insentif untuk mengurangi kewajiban pajak perusahaan dengan membuat penghasilan kena pajak *understated* atau mengurangi transparansi informasi.

Dyrenge et al (2008) menjelaskan bahwa tindakan penghindaran pajak memanfaatkan kelemahan-kelemahan terkait dengan peraturan perundang-undangan. Lebih lanjut Dyrenge et al (2008) mengembangkan suatu teori baru terkait bagaimana mengukur penghindaran pajak suatu perusahaan. Pengukuran tersebut dirumuskan berdasarkan kemampuan perusahaan untuk membayar sejumlah pajak secara kas untuk setiap dolar laba sebelum pajak. Dyrenge et al (2008) menggunakan *Cash Effective Tax Rate* (CETR) sebagai sarana untuk mengatasi kelemahan GAAP *Effective Tax Rate* (GAAP ETR) yang telah lama digunakan sebagai indikator pengukuran penghindaran pajak. Kelemahan GAAP ETR menurut Dyrenge et al (2008) adalah penggunaan beban pajak sebagai pembagi laba sebelum pajak.

2.4. Pengembangan Hipotesis

2.4.1. Pengaruh Penghindaran Pajak Terhadap Nilai Perusahaan

Terdapat 2 (dua) teori utama yang menjelaskan hubungan antara penghindaran pajak dengan nilai perusahaan. Pertama adalah teori tradisional yang menyatakan bahwa penghindaran pajak adalah tindakan yang dilakukan oleh manajemen untuk meningkatkan pendapatan setelah pajak sehingga pada akhirnya menjadi keuntungan bagi pemegang saham. Perspektif pertama menjelaskan penghindaran pajak sebagai tindakan perusahaan untuk mengurangi transfer sumber daya dari pemegang saham ke pemerintah sehingga meningkatkan kekayaan pemegang saham/nilai perusahaan. Kedua adalah penghindaran pajak dilihat dari sudut pandang *agency theory*. Menurut sudut pandang *agency theory*, kegiatan penghindaran pajak yang dilakukan oleh manajer dapat menyebabkan berkurangnya nilai perusahaan ketika manajer mempunyai kesempatan untuk membuat penghasilan secara akuntansi *understated* dan juga insentif untuk mengurangi

kewajiban pajak perusahaan dengan membuat penghasilan kena pajak *understated* atau mengurangi transparansi informasi.

Teori tradisional masih dianggap sebagai teori yang mendasari banyak hasil penelitian terkait hubungan antara penghindaran pajak dengan nilai perusahaan. Beberapa penelitian yang dilakukan dengan menggunakan objek perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menghasilkan kesimpulan yang sama. Nugroho dan Agustia (2017) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif signifikan antara *tax avoidance* dengan *firm value*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin rendah CETR dari suatu perusahaan maka semakin tinggi nilai perusahaan. Herdiyanto dan Ardiyanto (2015) menjelaskan bahwa rendahnya pengawasan pajak di Indonesia mendukung hasil penelitian yang menunjukkan bahwa tindakan penghindaran pajak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Lestari dan Wardhani (2015) menggunakan objek penelitian berupa perusahaan yang terdaftar di BEI selama tahun 2010-2011. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perencanaan pajak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Variabel berupa *board diversity* berhasil memoderasi pengaruh perencanaan pajak terhadap nilai perusahaan.

Atas dasar teori dan hasil penelitian sebelumnya, hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₁ : Penghindaran pajak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2.4.2. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Terdapat beberapa teori yang mendasari adanya pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan. *Trade off theory* menyatakan bahwa keputusan penggunaan hutang dalam struktur modal telah mempertimbangkan keuntungan pajak yang merupakan hasil dari berkurangnya penghasilan akibat bertambahnya biaya bunga. *Trade off theory* menjelaskan mengenai bagaimana menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan atas pemilihan penggunaan hutang dalam struktur modal sehingga pada titik tertentu bisa memaksimalkan nilai perusahaan. *Trade off theory* mengindikasikan bahwa semakin besar bagian hutang dalam struktur modal maka akan berpengaruh pada meningkatnya nilai perusahaan.

Teori lainya adalah teori MM yang menjelaskan bahwa risiko total untuk seluruh pemegang saham tidak berubah walaupun struktur modal perusahaan mengalami penurunan. Namun asumsi-asumsi yang ada dalam teori MM tidak terjadi dalam pasar, sehingga kurang tepat bila dijadikan sebuah dasar dalam penelitian ini. Asumsi yang harus dipenuhi oleh teori MM adalah adanya pasar modal yang sempurna, adanya investor yang bertindak rasional, adanya risiko bisnis yang sama, tidak adanya pajak, dan adanya nilai distribusi profitabilitas yang sama untuk semua

investor. Penelitian Niasari (2017) dan Hamidy dkk (2015) menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan properti dan *real estate* di Indonesia.

Atas dasar teori dan hasil penelitian sebelumnya, hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H2 : Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

3. METODE PENELITIAN

3.1. Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012- 2016. Atas data tersebut akan dilakukan beberapa prosedur pengambilan data sehingga didapatkan data dengan kriteria-kriteria tertentu yang telah ditetapkan sebelumnya. Pemilihan interval selama lima tahun dipilih dengan tujuan untuk mendapatkan jumlah data yang cukup sehingga hasil penelitian menghasilkan kesimpulan yang merepresentasikan kondisi nyata di lapangan. Penulis tidak menggunakan data laporan keuangan tahun 2017 karena pada tahun 2017 terdapat perubahan kebijakan tarif pajak yang mengakibatkan ketimpangan data jumlah pajak yang dibayar pada sektor properti dan *real estate* antara data laporan keuangan tahun 2017 dengan tahun-tahun sebelumnya. Perubahan tarif ini diatur dalam Peraturan Pemerintah Nomor 34 Tahun 2016 tentang Pajak Penghasilan Atas Penghasilan dari Pengalihan Hak Atas Tanah dan/atau Bangunan, dan Perjanjian Pengikatan Jual Beli Atas Tanah dan/Atau Bangunan Beserta Perubahannya.

Data laporan keuangan diperoleh dari situs Bursa Efek Indonesia dan situs *Bloomberg*. Atas data tersebut dilakukan *purposive sampling* melalui 4 (empat) kriteria yang telah ditentukan sebelumnya. Kriteria pertama adalah perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2016. Terdapat 50 perusahaan sektor properti dan *real estate* berdasarkan Laporan IDX Statistics tahun 2016.

Kriteria kedua adalah perusahaan properti dan *real estate* yang menerbitkan laporan keuangan secara lengkap untuk periode pelaporan 2012-2016. Pemilihan data dalam kriteria kedua ini dilakukan dengan mengeliminasi perusahaan-perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) setelah tahun 2012 atau perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia setelah tahun 2016. Selain itu penulis juga melakukan eliminasi terhadap perusahaan-perusahaan yang *delisting* dari Bursa Efek Indonesia selama rentang waktu penelitian, yaitu tahun 2012-2016. Atas dasar kriteria tersebut, didapatkan 3 perusahaan yang melakukan IPO setelah tahun 2012 ataupun *delisting* dari Bursa Efek Indonesia selama rentang waktu tahun 2012-2016.

Kriteria ketiga adalah perusahaan properti dan *real estate* yang tidak mengalami kerugian untuk

periode pelaporan 2012-2016. Alasan pemilihan kriteria ini adalah agar tidak terdapat bias dalam menginterpretasikan hasil pengukuran. Nilai CETR yang sama bisa muncul dalam 2 (dua) kondisi yang berbeda. Kondisi pertama adalah ketika perusahaan memiliki *cash tax paid positif* dan menghasilkan laba. Kondisi kedua adalah ketika perusahaan memiliki *cash tax paid negatif* akibat restitusi yang lebih besar dan mengalami rugi. Kedua kondisi tersebut akan menghasilkan nilai CETR yang sama sehingga dapat mendistorsi hasil pengukuran. Atas dasar kriteria ketiga, didapatkan 12 perusahaan yang mengalami kerugian selama rentang waktu tahun 2012-2016.

Kriteria keempat adalah perusahaan properti dan *real estate* yang memiliki data lengkap terkait variabel yang diuji dalam penelitian ini. Penulis melakukan eliminasi penuh terhadap suatu perusahaan yang dalam salah satu tahunnya tidak memberikan data secara lengkap terkait variabel yang diuji dalam penelitian ini. Atas dasar kriteria keempat, didapatkan 9 perusahaan yang tidak memberikan informasi lengkap mengenai variabel yang diuji dalam penelitian ini.

Setelah melakukan prosedur pemilihan data, didapatkan data sejumlah 26 perusahaan sektor properti dan *real estate* yang dijadikan data pengamatan dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan data panel yang terdiri dari data 26 perusahaan selama 5 tahun, sehingga jumlah observasi dalam penelitian ini adalah 130 observasi. Tabel 3.1 menjelaskan mengenai prosedur pemilihan data yang dilakukan oleh penulis.

Tabel 3.1 Pemilihan Data

Kriteria	Jumlah	Ukuran
Perusahaan terdaftar di BEI tahun 2016	50	Perusahaan
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan secara tidak lengkap	(3)	Perusahaan
Perusahaan yang mengalami kerugian	(12)	Perusahaan
Perusahaan yang memiliki data tidak lengkap terkait variabel yang diuji	(9)	Perusahaan
Total Data Tahun Observasi	26 5 130	Perusahaan Tahun Perusahaan-Tahun

Sumber : Diolah Penulis

3.2. Variabel Penelitian

a. Nilai Perusahaan

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan diukur menggunakan Tobin's Q. Fiakas (2005) menjelaskan bahwa Tobin's Q merupakan rasio dari nilai pasar aset perusahaan yang

diukur oleh nilai pasar dari jumlah saham yang beredar dan hutang (*enterprise value*) terhadap *replacement cost* dari aktiva perusahaan. Menurut Tobin (1969), perusahaan yang memiliki Q tinggi memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi dan manajemen memiliki performa yang baik dalam pengelolaan aktivitya. Sukamulja (2004) menjelaskan bahwa Tobin's Q merupakan indikator pengukuran nilai perusahaan yang tepat karena Tobin's Q juga memasukkan unsur hutang dalam penilaian perusahaan. Dengan memasukkan seluruh sumber aset perusahaan, maka nilai perusahaan yang tercermin tidak hanya berfokus pada sudut pandang pemegang saham saja, melainkan juga dari pihak kreditur. Lebih lanjut dijelaskan bahwa Tobin's Q juga melibatkan nilai pasar aset perusahaan. Semakin besar nilai pasar aset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku aset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan lebih dalam membeli suatu perusahaan.

Rumus Tobin's Q telah mengalami beberapa modifikasi dalam perkembangannya. Rumus Tobin's Q yang digunakan dalam penelitian ini adalah rumus yang digunakan dalam penelitian Chung dan Pruitt (1994). Rumus tersebut telah digunakan secara konsisten karena disederhanakan di berbagai simulasi permainan dunia nyata. Lebih lanjut dijelaskan bahwa rumus versi ini secara statistik mendekati Tobin's Q asli dan menghasilkan perkiraan 99,6% dari formulasi aslinya yang digunakan oleh Lindenberg and Ross (1981). *Market value of all outstanding shares* dihitung melalui perkalian antara jumlah saham yang beredar pada tanggal neraca dengan harga saham penutupan pada tanggal neraca. *Debt* merupakan nilai total hutang perusahaan yang dihitung melalui kewajiban jangka pendek ditambah dengan kewajiban jangka panjang. *Total Assets* merupakan nilai buku dari total aset perusahaan yang dihitung dari aset lancar ditambah aset tidak lancar.

$$Tobin's Q = \frac{(Market Value of All Outstanding Shares + Debt)}{Total Assets}$$

b. Penghindaran Pajak

Penghindaran pajak dalam penelitian ini diukur menggunakan CETR. Duat et al (2018) menggunakan CETR untuk mengukur penghindaran pajak. Menurut Dyreng et al (2008) CETR mengatasi kelemahan dari proksi *Effective Tax Rate* (ETR) karena menggambarkan keseluruhan aktivitas yang mengurangi pembayaran pajak (secara kas). *Cash Tax Paid* merupakan kas yang dibayarkan untuk pajak yang diambil dari Laporan Arus Kas perusahaan tahun bersangkutan, sedangkan *Income Before Taxes* merupakan laba sebelum pajak yang diambil dari Laporan Laba Rugi perusahaan tahun bersangkutan.

$$CETR = \frac{Cash Tax Paid}{Income Before Taxes}$$

c. Struktur Modal

Struktur modal merupakan perbandingan antara dua sumber pendanaan perusahaan yaitu total hutang dan modal yang berasal dari saham. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini untuk menggambarkan struktur modal adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). Hutang yang digunakan dalam penelitian ini adalah total hutang sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Niasari (2017). Penggunaan *debt to equity ratio* sebagai indikator juga didukung oleh penelitian Kusumajaya (2011), Hamidy dkk (2015), Rahmatika (2016), dan Puspitaningrum (2016) yang menyatakan bahwa struktur modal merupakan perbandingan antara hutang dengan modal sendiri perusahaan.

$$DER = \frac{Total Debt}{Total Equity}$$

d. Variabel Kontrol

Variabel kontrol yang pertama adalah *Price Earning Ratio* (PER). Penggunaan PER sebagai variabel kontrol sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hermuningsih (2013) dan Puspitaningrum (2016). Niasari (2017) membuktikan bahwa PER berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* di Indonesia. Rumus yang digunakan untuk menghitung PER dalam penelitian ini adalah sesuai dengan penjelasan Houston (2010) yaitu rasio harga per saham biasa terhadap laba per saham (*Earning per Share*).

Kedua adalah kualitas auditor. Indikator yang digunakan dalam menentukan kualitas auditor adalah variabel *dummy* dengan nilai 1 untuk perusahaan yang diaudit oleh *Big Four* dan 0 untuk selain itu. Penggunaan kualitas auditor sebagai variabel kontrol dalam menentukan nilai perusahaan sesuai dengan penelitian Wilson (2008).

Ketiga adalah *Earning per Share* (EPS). Penggunaan EPS sebagai variabel kontrol sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chasbiandani dan Martani (2012). Dijelaskan bahwa rumus yang digunakan untuk menghitung EPS adalah *net income* perusahaan dibandingkan dengan harga saham perusahaan.

Keempat adalah *Return on Asset* (ROA). Penggunaan ROA sebagai variabel kontrol sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Puspitaningrum (2016). ROA digunakan sebagai proksi dalam mengukur profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* di Indonesia.

Kelima adalah umur perusahaan. Penggunaan Umur Perusahaan (AGE) sebagai variabel kontrol sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Halim dan Christiawan (2016) dan Kinanti (2009). Umur perusahaan didefinisikan sebagai lamanya perusahaan beroperasi sejak tahun berdirinya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Keenam adalah *Net Profit Margin* (NPM). Penggunaan NPM sebagai variabel kontrol sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Perdana (2017). NPM digunakan sebagai proksi dalam mengukur profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. NPM merupakan perbandingan antara laba bersih perusahaan dengan total penjualan.

3.3. Model Penelitian

Berdasarkan landasan teori, hipotesis yang dibangun, dan variabel-variabel yang telah dijelaskan sebelumnya, penulis mengusulkan model penelitian sebagai berikut :

$$FIRMVALUE_{i,t+5} = \alpha_i + \beta_1 CETR_{i,t+5} + \beta_2 DER_{i,t+5} + \beta_3 PER_{i,t+5} + \beta_4 BIG_{i,t+5} + \beta_5 EPS_{i,t+5} + \beta_6 ROA_{i,t+5} + \beta_7 AGE_{i,t+5} + \beta_8 NPM_{i,t+5} + \epsilon_{i,t}$$

Keterangan :

- I = Perusahaan
- t+5 = Tahun 2012-2016
- FIRMVALUE = Nilai Perusahaan
- CETR = Penghindaran Pajak
- DER = Struktur Modal
- PER = *Price Earning Ratio*
- BIG = Kualitas Auditor
- EPS = *Earning per Share*
- ROA = *Return on Asset*
- AGE = Umur perusahaan
- NPM = *Net Profit Margin*
- α = Konstanta
- $\beta 1-8$ = Koefisien Regresi
- ϵ = *Error* (Kesalahan Pengganggu)

Pengujian variabel terikat terhadap variabel bebas dilakukan dengan regresi data panel. Pemilihan model regresi akan dilakukan untuk mendapatkan model regresi yang tepat. Dari model regresi yang terpilih akan dilakukan uji asumsi klasik dan pengujian hipotesis melalui analisis pada model regresi tersebut.

4. HASIL PENELITIAN

4.1. Hasil Uji Regresi

Berdasarkan hasil dari uji *chow*, *hausman*, dan *lagrange multiplier* yang telah dilakukan, diperoleh model terbaik dalam penelitian ini adalah *Random Effect Model*. Sehingga untuk menjawab uji hipotesis penelitian, hasil yang digunakan adalah hasil dari uji *Random Effect Model*. Pada *Random Effect Model*, dapat ditarik kesimpulan bahwa secara bersama-sama atau simultan variabel-variabel dalam penelitian ini yaitu nilai perusahaan dan struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dalam tabel 4.1 juga menunjukkan bahwa nilai koefisien determinasi (*R-squared*) adalah sebesar 0,3727. Nilai tersebut menggambarkan bahwa variabel penghindaran pajak dan struktur modal dalam model penelitian ini dapat menjelaskan variasi nilai dari variabel nilai perusahaan sebesar 0,3727. Sisanya sebesar 0,6273 dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak dibahas dalam penelitian ini. Nilai koefisien

determinasi tersebut dianggap baik meskipun terbatas karena variabel bebas yang digunakan sebagai indikator dalam menentukan nilai perusahaan di dalam penelitian ini hanya dibatasi pada 2 (dua) variabel yang memiliki kaitan dengan tindakan manajemen pajak yang dilakukan oleh perusahaan, padahal faktor penentu nilai perusahaan sektor properti dan *real estate* sangat beragam dan luas di lapangan. Selain itu penelitian-penelitian sejenis yang membahas mengenai nilai perusahaan menghasilkan nilai koefisien determinasi yang besarnya rata-rata sama.

Tabel 4.1 : Hasil Regresi

Variabel Bebas	Common Effect	Fixed Effect	Random Effect
CETR	-0.266253	-0.2962349	-0.36698928*
DER	0.4057647**	0.2974522	0.3378208*
PER	0.0054555***	0.003167***	0.00374278***
BIG	0.2342153	0	0.28073586
EPS	0.000125	0.0009511*	0.00051193
ROA	0.0486044***	0.0126434	0.02308567*
AGE	0.026775**	-0.0238697	0.01750492
NPM	-0.0011969**	-0.0004586	-0.00062912
_cons	-0.2252272	1.527226	0,25966622
N	130	130	130
R-squared	0.3754	0.08855	0.3727
Prob. (F-Statistic)	0.0000	0,0000	0,0000

*Tingkat signifikansi 5%

**Tingkat signifikansi 1%

***Tingkat signifikansi 0.1%

Sumber : Diolah dari Hasil Aplikasi Stata 13

Hasil uji-t (uji parsial) untuk masing-masing variabel juga menunjukkan bahwa variabel penghindaran pajak dan struktur modal secara parsial berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil uji-t digambarkan dalam tabel 4.2 sebagai berikut :

Tabel 4.2 : Uji Signifikansi Parsial (Uji-t)

Variable	Coefficient	Std. Error	Z	P> z
CETR	-0.36698928	0.1474497	-2.49	0.013
DER	0.3378208	0.1441109	2.34	0.019
PER	0.00374278	0.0007848	4.77	0.000
BIG	0.28073586	0.2332093	1.20	0.229
EPS	0.00051193	0.0002676	1.91	0.056
ROA	0.02308567	0.0088356	2.61	0.009
AGE	0.01750492	0.0120725	1.45	0.147
NPM	-0.00062912	0.0003239	-1.94	0.052
_cons	0,25966622	0.3694348	0.70	0.482

Sumber : Diolah dari Hasil Aplikasi Stata 13

4.2. Pembahasan

a. Pengaruh Penghindaran Pajak Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan uji regresi didapatkan bahwa nilai $P>|z|$ dari variabel CETR kurang dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa CETR memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin kecil nilai dari CETR maka semakin besar upaya penghindaran pajak yang dilakukan oleh perusahaan.

Oleh karena itu koefisien negatif pada CETR bermakna positif untuk penghindaran pajak, sehingga hipotesis 1 dari penelitian ini terbukti yaitu penghindaran pajak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu dari Herdiyanto dan Ardiyanto (2015), Nugroho dan Agustia (2017), dan Lestari dan Wardhani (2015) yang menjelaskan bahwa tindakan penghindaran pajak memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Selain itu Alvarez and Marsal (2012) menyatakan bahwa manajemen pajak adalah aspek penting yang sekarang sedang berkembang luas. Lebih lanjut dijelaskan bahwa topik mengenai perpajakan mengambil peranan yang sangat besar dalam pengambilan suatu keputusan bisnis.

Pengambilan suatu keputusan bisnis erat hubungannya dengan bagaimana keputusan tersebut bisa menghasilkan keuntungan yang sebesar-besarnya bagi perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Tujuan utama dari perusahaan tersebut yang membuat suatu tindakan penghindaran pajak menjadi penting. Dengan penghindaran pajak maka beban pajak bisa ditekan sehingga biaya perusahaan menjadi berkurang. Mekanisme demikian menjadikan perusahaan dengan tarif efektif pajak yang lebih rendah dapat menghasilkan laba yang lebih besar, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini membuktikan bahwa pasar bereaksi terhadap informasi pajak yang diungkapkan perusahaan. Rasio Tobin's Q yang digunakan sebagai proksi nilai perusahaan membuktikan bahwa perusahaan dengan tarif efektif pajak yang lebih rendah memiliki rasio nilai pasar terhadap nilai buku yang lebih tinggi. Secara teori dapat dijelaskan bahwa pajak menjadi salah satu informasi yang diperhatikan oleh pasar untuk mengambil suatu keputusan. Pengambilan keputusan tersebut akan mengakibatkan terbentuknya harga suatu saham yang merupakan salah satu variabel dalam perhitungan rasio Tobin's Q.

Penelitian terdahulu mengenai pengaruh penghindaran pajak terhadap nilai perusahaan belum menghasilkan hasil yang konsisten. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian dari Hanlon dan Slemrod (2009) yang mendapatkan hasil bahwa pasar bereaksi negatif pada tindakan *tax avoidance*. Hanlon dan Slemrod (2009) menjelaskan bahwa pengaruh dari *tax avoidance* terhadap nilai perusahaan tergantung pada bagaimana sudut pandang pasar dalam menilai suatu tindakan *tax avoidance*. Bila pasar melihat bahwa tindakan *tax avoidance* merupakan sebuah tindakan *tax planning* yang dilakukan perusahaan untuk mengoptimalkan beban pajak maka pasar akan bereaksi positif. Namun sebaliknya, bila pasar melihat tindakan *tax avoidance* sebagai tindakan penggelapan pajak yang melanggar aturan maka pasar akan bereaksi negatif.

Apabila penjelasan Hanlon dan Slemrod (2009) dijadikan dasar sebagai pendukung hasil penelitian ini,

dapat disimpulkan bahwa terdapat dua kemungkinan alasan bagaimana pasar di Indonesia bereaksi terhadap tindakan penghindaran pajak. Pertama, pasar bereaksi positif terhadap tindakan penghindaran pajak karena melihat hal tersebut merupakan salah satu upaya dari perusahaan untuk meminimalkan beban pajak secara legal sehingga dapat membuat laba setelah pajak menjadi lebih tinggi nilainya. Kedua, pasar tetap bereaksi positif terhadap tindakan penghindaran pajak meskipun menurut mereka tindakan penghindaran pajak yang dilakukan perusahaan merupakan suatu tindakan ketidakpatuhan terhadap peraturan perundang-undangan. Alasan kedua dijelaskan lebih lanjut oleh Martani dkk (2010) yang menyatakan bahwa alasan terdapat pengaruh positif antara *book tax different* dengan nilai perusahaan adalah karena di Indonesia *tax avoidance* lebih dianggap sebagai manfaat daripada risiko. Hal ini disebabkan oleh masih banyaknya *loop holes* pada peraturan perundang-undangan perpajakan yang membuat kurangnya kepastian hukum. Selain itu penegakan hukum di bidang perpajakan di Indonesia masih dianggap lemah, sehingga menjadi faktor penguat persepsi pasar bahwa tingkat risiko deteksi *tax avoidance* di Indonesia juga rendah.

Penelitian dengan menggunakan objek perusahaan di Indonesia terkait pengaruh penghindaran pajak terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Lestari dan Wardhani (2015). Penelitian ini menggunakan objek penelitian berupa perusahaan yang terdaftar di BEI selama tahun 2010-2011. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penghindaran pajak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dalam landasan teori telah dijelaskan bahwa terdapat dua perspektif dalam penghindaran pajak. Pertama adalah perspektif dari teori tradisional yang menyatakan bahwa penghindaran pajak adalah tindakan yang dilakukan oleh manajemen untuk meningkatkan pendapatan setelah pajak sehingga pada akhirnya menjadi keuntungan bagi pemegang saham. Perspektif pertama menjelaskan penghindaran pajak sebagai tindakan perusahaan untuk mengurangi transfer sumber daya dari pemegang saham ke pemerintah sehingga meningkatkan kekayaan pemegang saham/nilai perusahaan. Kedua adalah penghindaran pajak dilihat dari sudut pandang *agency theory*. Menurut sudut pandang *agency theory*, kegiatan penghindaran pajak yang dilakukan oleh manajer dapat menyebabkan berkurangnya nilai perusahaan ketika manajer mempunyai kesempatan untuk membuat penghasilan secara akuntansi *understated* dan juga insentif untuk mengurangi kewajiban pajak perusahaan dengan membuat penghasilan kena pajak *understated* atau mengurangi transparansi informasi.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa praktik penghindaran pajak di Indonesia sejalan dengan teori tradisional sesuai dengan penelitian Desai and Dharmapala (2005) dan Wahab and Holland (2012). Perusahaan berusaha melakukan transfer

kekayaan dari pemerintah ke pemegang saham dengan meminimalkan beban pajak. Namun lebih lanjut dijelaskan bahwa perspektif kedua bisa terjadi pada mekanisme perencanaan pajak di Indonesia namun tetap dapat meningkatkan nilai perusahaan. Menurut Desai dan Dharmapala (2005) *tax avoidance* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dimana kepemilikan institusional yang baik memperkuat hubungan tersebut. Hal ini berarti *agency problem* dapat diatasi karena para pemegang saham dapat mengontrol perilaku manajer agar tetap bekerja demi tujuan utama perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan.

Tidak banyak penelitian mengenai pengaruh penghindaran pajak perusahaan sektor properti dan *real estate* di Indonesia terhadap suatu variabel terikat sebelumnya. Hal ini karena pajak yang dikenakan pada kegiatan usaha properti dan *real estate* sebagian besar adalah pajak penghasilan final yang memiliki perbedaan karakteristik dengan pajak penghasilan non final. Pada pajak penghasilan final, pajak yang telah dipungut oleh pihak lain atau disetor sendiri sudah bersifat final sehingga penghasilannya tidak diperhitungkan kembali pada waktu menghitung penghasilan kena pajak. Selain itu jumlah pajak yang dibayar juga bukan merupakan kredit pajak dalam menghitung kekurangan pembayaran pajak di akhir tahun.

Sartika (2015) menyimpulkan bahwa tingkat penghindaran pajak pada perusahaan yang dikenai pajak penghasilan final lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang dikenai pajak penghasilan non final. Hal ini dibuktikan dengan rata-rata CETR perusahaan konstruksi, properti, dan *real estate* tahun 2009-2013 yang nilainya hanya 0,341. Sedangkan rata-rata CETR untuk perusahaan selain itu di tahun 2009-2013 nilainya mencapai 0,264. Wijayanti dan Budiman (2013) menjelaskan bahwa hal ini terjadi karena pajak atas penghasilan yang dikenakan pajak final sudah dianggap selesai ketika pajak tersebut dipungut oleh pihak lain atau disetor sendiri. Sedangkan untuk penghasilan yang dikenai pajak non final, peluang penghindaran pajak menjadi lebih besar karena pajak yang dibayar merupakan kredit pajak di akhir tahun dan penghasilannya diperhitungkan juga di akhir tahun sehingga terdapat celah peraturan perundang-undangan yang dapat dimanfaatkan, seperti menurunkan penghasilan atau menaikkan beban. Utama (2011) melakukan penelitian untuk melihat kepatuhan PT Baruga Asrinusa Development dalam menerapkan Peraturan Pemerintah Nomor 71 Tahun 2008 tentang Pembayaran Pajak Penghasilan atas Penghasilan dari Pengalihan Hak atas Tanah dan/atau Bangunan. Hasilnya adalah bahwa PT Baruga Asrinusa Development yang merupakan salah satu perusahaan *real estate* di Indonesia telah melaksanakan kewajiban perpajakan sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Atas dasar hal-hal yang telah dijelaskan di atas dapat disimpulkan bahwa peluang perusahaan properti dan *real estate* di Indonesia untuk melakukan tindakan penghindaran pajak tergolong kecil. Pada kenyataannya kondisi yang demikian, berdasarkan data, tidak menguntungkan perusahaan properti dan *real estate* sebagai wajib pajak dalam hal usaha meningkatkan nilai perusahaan. Indeks harga saham sektor properti dan *real estate* pada tahun 2018 mengalami penurunan yang signifikan sebesar 9,64% dari tahun 2017 berdasarkan IDX Statistics 2018 yang dirilis Bursa Efek Indonesia. Di sisi lain penerimaan pajak tetap tumbuh meskipun lambat. Rata-rata pertumbuhan penerimaan pajak pada Klasifikasi Lapangan Usaha *real estate* tahun 2013-2017 termasuk dalam kategori yang paling lambat yaitu 3,22% per tahun berdasarkan Laporan Tahunan DJP tahun 2017.

b. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan uji regresi didapatkan bahwa nilai $P > |z|$ dari variabel DER kurang dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa DER memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien dari variabel DER bernilai positif yang menunjukkan adanya pengaruh positif. Sehingga hipotesis 2 dari penelitian ini terbukti yaitu struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Hasil penelitian ini sejalan dengan salah satu teori mengenai struktur modal yaitu *trade off theory*. Artinya bahwa keputusan penggunaan hutang oleh manajemen perusahaan dalam struktur modal telah mempertimbangkan keuntungan pajak yang merupakan hasil dari berkurangnya penghasilan akibat bertambahnya biaya bunga. *Trade off theory* menjelaskan mengenai bagaimana menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan atas pemilihan penggunaan hutang dalam struktur modal sehingga pada titik tertentu bisa memaksimalkan nilai perusahaan. *Trade off theory* mengindikasikan bahwa semakin besar bagian hutang dalam struktur modal maka akan berpengaruh pada meningkatnya nilai perusahaan.

Hasil dari penelitian ini berbeda dengan penelitian Vo and Ellis (2017). Vo and Ellis (2017) mencoba menginvestigasi pengaruh struktur modal dengan nilai perusahaan yang terdaftar di Ho Chi Minh City Stock Exchange pada periode tahun 2007-2013. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal yang diprosikan menggunakan *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa secara proporsional biaya dalam berhutang lebih besar daripada keuntungan yang diperoleh perusahaan dari memilih hutang sebagai sumber pendanaannya. Lebih lanjut dijelaskan bahwa investor akan mengalami kerugian bila masuk ke dalam perusahaan yang memiliki strategi *leverage* tinggi.

Beberapa penelitian di Indonesia terkait topik yang sama menghasilkan kesimpulan yang sama dengan penelitian ini. Hamidy dkk (2015) melakukan

penelitian di Indonesia mengenai pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* tahun 2008-2012. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal yang diprosikan dengan DER berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Lebih lanjut dijelaskan bahwa pengaruh positif ini terjadi karena penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan sektor properti dan *real estate* di Indonesia belum mencapai titik optimalnya. Penambahan hutang yang dilakukan perusahaan dijaga untuk tetap berada pada titik optimalnya sehingga manfaat dari penggunaan hutang masih lebih besar dari pengorbanan yang dikeluarkan. Penggunaan hutang dilakukan hanya untuk tujuan ekspansi perusahaan yang akan membawa manfaat bagi perusahaan di masa yang akan datang, seperti naiknya harga saham yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Nilai koefisien dari variabel DER pada penelitian ini menunjukkan nilai yang sama besarnya dengan penelitian Niasari (2017). Penelitian Niasari (2017) bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur modal, perputaran modal kerja, *price earning ratio*, *investment opportunity set*, dan *economic value* terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* di BEI. Hasil penelitian secara parsial menunjukkan struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dari kelima variabel bebas yang dijadikan hipotesis, struktur modal memiliki pengaruh yang dominan terhadap nilai perusahaan bila dilihat dari nilai koefisien yaitu sebesar 0,3378208. Nilai tersebut menggambarkan setiap kenaikan satu basis poin struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0.3378208 bila variabel lain dianggap konstan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa di Indonesia, strategi pemilihan struktur modal telah sesuai dengan *trade off theory* dimana peningkatan proporsi hutang dalam struktur modal dapat meningkatkan nilai perusahaan karena belum melebihi titik optimalnya. Hal ini juga berarti bahwa penggunaan hutang dapat mengurangi beban pajak dan biaya agensi perusahaan. Namun perlu diperhatikan bahwa penentuan penggunaan hutang dalam suatu struktur modal dipengaruhi oleh faktor yang berbeda-beda. Putra (2009) dalam penelitiannya mengungkapkan beberapa hal yang mempengaruhi penggunaan hutang di struktur modal suatu perusahaan, seperti *times interest earned*, *debt to total assets ratio*, *return on equity*, dan *return on assets*. Sedangkan Jianjun Miao (2015) menyimpulkan bahwa salah satu faktor penentu penggunaan hutang dalam struktur modal adalah faktor teknologi, seperti perkembangan teknologi maupun risiko teknologi. Dari berbagai teori yang ada dan hasil penelitian-penelitian sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa banyak faktor yang mempengaruhi pemilihan penggunaan hutang dalam suatu struktur modal demi mencapai titik optimal.

Dilihat dari sudut pandang manajemen pajak, terdapat aturan dari pemerintah di Indonesia yang dapat menjadi salah satu faktor yang diperhatikan

perusahaan dalam menggunakan hutang di struktur modalnya. Peraturan tersebut adalah KMK Nomor 1002/KMK.04/1984 tentang Penentuan Perbandingan Antara Hutang dan Modal Sendiri untuk Keperluan Pengenaan Pajak Penghasilan yang dikeluarkan pemerintah untuk membatasi pengurangan beban bunga hutang dalam menghitung penghasilan kena pajak. Untuk keperluan penghitungan Pajak Penghasilan besarnya perbandingan antara hutang dan modal sendiri (*debt equity ratio*) ditetapkan setinggi-tingginya tiga dibanding satu (3 : 1). Secara substansi, sebenarnya aturan ini bertolak belakang dengan tujuan perusahaan dalam memaksimalkan pendanaan hutang karena hanya bagian dari biaya hutang yang termasuk dalam batas maksimal rasio yang bisa dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak.

4. KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan uji regresi dapat disimpulkan bahwa CETR memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin kecil nilai dari CETR maka semakin besar upaya penghindaran pajak yang dilakukan oleh perusahaan. Oleh karena itu koefisien negatif pada CETR bermakna positif untuk penghindaran pajak, sehingga hipotesis 1 dari penelitian ini terbukti yaitu penghindaran pajak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* tahun 2012-2016 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selanjutnya dapat disimpulkan juga bahwa DER memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien dari variabel DER bernilai positif yang menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis 2 dari penelitian ini terbukti yaitu struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* tahun 2012-2016 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Hasil penelitian ini telah merepresentasikan apa yang terjadi pada dunia nyata, bahwa tindakan penghindaran pajak berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Berdasarkan data, nilai perusahaan properti dan *real estate* sedang berada pada tren turun yang salah satunya disebabkan oleh terbatasnya tindakan penghindaran pajak yang dilakukan oleh perusahaan. Terbatasnya tindakan penghindaran pajak yang dilakukan oleh perusahaan tersebut membuat beban pajak yang ditanggung oleh perusahaan menjadi lebih tinggi yang berdampak pada bertumbuhnya penerimaan pajak sektor properti dan *real estate* meskipun lambat.

Menurut penulis kondisi seperti ini tidak menguntungkan pihak perusahaan maupun DJP. Atas dasar hal tersebut penulis memberikan saran agar DJP sebagai otoritas pajak segera menjalankan fungsi regulasi pajak dengan merumuskan peraturan mengenai insentif perpajakan untuk sektor properti dan *real estate*. Selain itu dapat dipertimbangkan untuk mengubah basis pajak final di sektor properti dan *real estate* menjadi berbasis pembukuan sehingga perusahaan lebih leluasa melakukan tindakan

manajemen pajak yang legal untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Disamping itu, penegakan hukum juga harus diperkuat untuk memberikan pesan kepada masyarakat bahwa penegakan hukum pajak di Indonesia telah kuat dan adil sehingga pasar akan memiliki persepsi bahwa tindakan penggelapan pajak yang tidak legal adalah sebuah risiko, bukan sebuah *benefit*.

5. IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Pertama, penelitian ini hanya memilih data pengamatan sampai pada tahun 2016 karena adanya perbedaan tarif pajak di tahun selanjutnya pada sektor properti dan *real estate* berdasarkan Peraturan Pemerintah Nomor 34 Tahun 2016. Diharapkan penelitian selanjutnya bisa memperluas tahun pengamatan, sehingga data penelitian yang didapatkan lebih banyak. Untuk menghindari bias, penelitian selanjutnya dapat dibuat dengan tujuan untuk membandingkan pengaruh pengurangan tarif pajak tersebut terhadap nilai perusahaan properti dan *real estate* di Indonesia.

Kedua, proksi yang digunakan untuk menentukan tindakan penghindaran pajak dalam penelitian ini adalah CETR berdasarkan penelitian Dyreng et al (2008). Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan proksi lain seperti *GAAP Effective Tax Rate* (GAAP ETR) dan *Book-Tax Difference* (BTD), sehingga pengaruh penghindaran pajak terhadap nilai perusahaan dapat lebih dipastikan bukti empirisnya.

Ketiga, variabel yang digunakan sebagai indikator dalam menentukan nilai perusahaan di dalam penelitian ini dibatasi pada variabel data keuangan yang memiliki kaitan dengan tindakan manajemen pajak yang dilakukan oleh perusahaan. Penelitian selanjutnya diharapkan bisa meneliti pengaruh tindakan manajemen pajak berdasarkan data non keuangan seperti kebijakan pajak perusahaan, pengetahuan pajak perusahaan, maupun risiko pajak perusahaan sehingga bisa didapatkan gambaran yang lebih utuh mengenai pengaruh tindakan manajemen pajak terhadap nilai perusahaan.

Keempat, penelitian ini menggunakan rasio Tobin's Q sebagai proksi dari nilai perusahaan. Kelemahan dari rasio Tobin's Q ini berkaitan dengan data yang digunakan untuk menghitung nilai rasio ini. Data berupa *replacement cost* dari aktiva sulit didapatkan, oleh karena itu rumus yang digunakan disini adalah *modified Tobin's Q* sesuai dengan penelitian Chung dan Pruitt (1994). Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan data *replacement cost* aktiva perusahaan untuk menghitung Tobin's Q sehingga bisa didapatkan indikator yang lebih akurat terkait nilai perusahaan. Indikator nilai perusahaan seperti *Price to Book Value* dan *Market Capitalization* juga bisa digunakan demi kemudahan mendapatkan data.

Kelima, penelitian ini menghasilkan angka *goodness of fit* yang termasuk cukup atau sedang. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat meningkatkan

koefisien determinasi dengan menambah beberapa variabel, baik variabel bebas maupun variabel kontrol yang memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sektor properti dan *real estate* di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA (REFERENCES)

Buku

- Agus, Sartono. 2011. Manajemen Keuangan (Teori dan Aplikasi). Edisi keempat. Cetakan ketujuh. Yogyakarta : BPFE Yogyakarta
- Alvarez & Marsal. (2012). *CFO matters: Tax perspectives survey highlights*. Alvarez & Marsal.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, Alan J. Marcus, dan Ravi Jain. 2014. Investments. Asia Global Edition. Singapore: McGraw-Hill Education.
- Brigham, Eugene F., Joel F. Houston, Hsu Jun-Ming, Kong Yoon Kee dan A.N Bany-Arriffin. 2013. Essentials of Financial Management. Third Edition. Singapore: Cengage Learning Asia Pte Ltd.
- Gujarati, Damodar N. 2004. Basic Econometrics. 4th edition. New York : McGraw-Hill Education
- Horne, James C. Van dan Wachowicz, John M. 2005. Fundamental of Financial Management. Jakarta: Salemba Empat
- Husnan, Suad. 2008. Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang). Buku 1. Yogyakarta: BPFE
- Maulana, Teguh I. Dan Pyam P.S. Amin Muchtar. 2018. Modul Metode Penelitian Akuntansi. Tangerang Selatan : Politeknik Keuangan Negara STAN
- Merchant, Kenneth A., Wim A. Van der Stede. 2014. Sistem Pengendalian Manajemen. Edisi 3. Jakarta : Salemba Empat
- Saphiro, Alan C dan Moles, Peter. 2014. Multinational Financial Management. United Kingdom: John Wiley & Son Ltd.
- Sekaran, Uma dan Roger Bougie. 2017. Metode Penelitian untuk Bisnis. Edisi 6. Jakarta : Salemba Empat
- Singarimbun, Masri dan Effendi, Sofyan Effendi. 2008. Metode Penelitian Survei Edisi Revisi. Jakarta : LP3ES.
- Sugiyono. 2015. Metode Penelitian Pendidikan (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan R&D). Bandung : CV. Alfabeta.

Titman, Sheridan, Arthur J. Keown, John D. Martin. 2011. *Financial Management : Principles and Applications*. Eleventh Edition. Boston : Prentice Hall

Jurnal dan Sumber Lainnya

Abdul Wahab, N. S., & Holland, K. (2012). Tax planning, corporate governance and equity value. *The British Accounting Review*, 44(2), 111-124.

Bryant-Kutcher, L. A., Guenther, D. A., & Jackson, M. (2012). How do crosscountry differences in corporate tax rates affect firm value? *The Journal of the American Taxation Association*, 34(2), 1-17.

Bursa Efek Indonesia. 2019. *IDX Statistics 2018*. Jakarta: Research and Development Division Indonesian Stock and Exchange.

Chasbiandani, Tryas, Dwi Martani. 2012. Pengaruh Tax Avoidance Jangka Panjang Terhadap Nilai Perusahaan. Jakarta : Universitas Indonesia

Desai dan Dharmapala.(2005). Corporate tax avoidance and firm value.*The Review of Economics and Statistics*. 91 (3), 537 – 546

Direktorat Jenderal Pajak. 2017. Laporan Tahunan Direktorat Jenderal Pajak 2017. Jakarta : Direktorat Jenderal Pajak

Duan, T., Ding, Rong., Hou, W., Zhang J. Z. 2018. The Burden of Attention: CEO Publicity and Tax Avoidance. *Journal of Business Research*, 87, 90-101.

Dyrenge, S., Hanlon, M., & Maydew, E. (2008). Long-run corporate tax avoidance. *The Accounting Review*, 83, 61–82.

Halim, Helga Adeline, Yulius Yogi Christiawan. 2017. Pengaruh Penerapan Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran Perusahaan dan Umur Perusahaan Sebagai Variabel Kontrol. *Business Accounting Review*, Vol. 5, No. 2, Agustus 2017 (181-192)

Hamidy, Rahman Rudi, I Gusti Bagus Wiksuana, Luh Gede Sri Artini. 2015. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Properti dan *Real estate* di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana* 4.10 (2015), 665-682

Hanlon, Michael, Joel Slemrod. 2009. What tax aggressiveness signal? Evidence from stock Price reaction to news about tax shelter

involvement.*Journal of Public Economics* 93.Pp 126 – 141.

Hanlon,M and Heitzman, S. 2010. A Review Of Tax Research. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 127-78.

Herdiyanto dan Ardiyanto. 2015. Pengaruh Tax Avoidance Terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*. Volume 4, Nomor 3, Tahun 2015, Halaman 1-10.

Hermuningsih, Sri. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Sruktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik Di Indonesia.Yogyakarta: University of Sarjanawiyata Taman siswa Yogyakarta

Hossain, Saad Md Maroof. 2016. Effect of Goal Congruence on Employee Dysfunctional Behavior During Budgetary Participation : A Mediated Moderation Study. University of Guelph

Kamaliah, Akbar N., Kinanti, L. 2009. Analisis Pengaruh Rasio Aktivitas, Leverage Keuangan, Ukuran dan Umur Perusahaan terhadap Profitabilitas Perusahaan Wholesale and Retail Trade yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi*, 17(3), 10- 23

Martani, Dwi. Debby Fitriasari dan Yulianti.(2010). Influence of BTD towards earnings persistence and firm value for the period of 1999 – 2007.*The 3rd and 2nd Doctoral Colloquium FE UI*. 27 – 28 Oktober 2010

Nanik, L., & Ratna, W. (2015). The effect of the tax planning to firm value with moderating board diversity. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5, 315-323.

Niasari, Saptawanti. 2017. Faktor- Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Property dan *Real estate* yang Terdaftar di BEI Tahun 2013-2016. Jakarta : Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah.

Nugroho dan Agustia. 2017. Corporate Governance, Tax Avoidance, and Firm Value. *AFEBI Accounting Review*. Vol.02, No.02, December 2017

Perdana, Yuna Ristin. 2017. Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening. Malang : Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim

- Puspitaningrum, Roshinta. 2016. Pengaruh Risiko Bisnis, Profitabilitas, dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Properti dan *Real estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Yogyakarta : Universitas Gadjah Mada
- Putra, Indra Adi. 2009. Analisis Capital Structure dan Hubungannya dengan Performa Keuangan dan Nilai Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia. Depok : Universitas Indonesia
- PwC and Urban Land Institute. 2018. Emerging Trends in *Real estate* : Asia Pasific 2017. Washington D.C : PwC and Urban Land Institute.
- PwC and Urban Land Institute. 2019. Emerging Trends in *Real estate* : Asia Pasific 2018. Washington D.C : PwC and Urban Land Institute.
- Rahmatika, L. R. (2016). Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. Skripsi Universitas Muhamadiyah Surakarta.
- Roch, Maria Teresa Soler. 2012. Tax Administration Versus Taxpayer : A New Deal ? World Tax Journal, Vol. 4 (2012), 282-296
- Sartika, Mimi. 2015. Analisis Perbedaan Penghindaran Pajak (Tax Avoidance) pada Perusahaan yang Dikenai Pajak Penghasilan Final dan Perusahaan yang Dikenai Pajak Penghasilan Tidak Final. Jurnal FEKON Vol. 2 No. 1 Februari 2015 : Universitas Riau
- Sudiyatno, Bambang dan Elen Puspitasari. 2010. Tobin's Q dan Altman Z-Score Sebagai Indikator Pengukuran Kinerja Perusahaan. Kajian Akuntansi Vol. 2 No.1, Hal. 9-11 : Universitas Stikubank
- Sukamulja, Sukmawati. 2004. Good Corporate Governance di Sektor Keuangan: Dampak GCG Terhadap Kinerja Perusahaan (Kasus di Bursa Efek Jakarta). BENEFIT, Vol.8, No. 1, hlm. 1-25.
- Utama, Muhammad Rachmat Putra. 2011. Analisis Pengaruh Pemungutan PPh Final atas Pengalihan Hak atas Tanah dan/atau Bangunan pada aspek Keuangan Perusahaan *Real estate* PT Baruga Asrinusa Development. Skripsi Fakultas Ekonomi : Universitas Hasanuddin.
- Vo, Xuan Vinh and Craig Ellis. 2017. An Empirical Investigation of Capital Structure and Firm Value in Vietnam. Finance Research Letters 22 (2017), 90-94.
- Wijayanti, Provita dan Judi Budiman. 2013. Analisis Perbedaan Penghindaran Pajak (Tax Avoidance) Pada Perusahaan yang dikenai Pajak Penghasilan Final dan Perusahaan yang dikenai Pajak Penghasilan Tidak Final. Prosiding Simposium Nasional Perpajakan 4
- Wilson, M. (2008). An empirical analysis of the decline in the information content of earnings following restatements. The Accounting Review, 83, 519-548.

Peraturan Perundang-Undangan

- Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2018 Tentang Perubahan Keempat atas Undang- Undang Nomor 7 Tahun 1983 Tentang Pajak Penghasilan
- Peraturan Pemerintah Nomor 71 Tahun 2008 tentang Pembayaran Pajak Penghasilan atas Penghasilan dari Pengalihan Hak atas Tanah dan/atau Bangunan
- Peraturan Pemerintah Nomor 34 Tahun 2016 tentang Pajak Penghasilan Atas Penghasilan dari Pengalihan Hak Atas Tanah dan/ atau Bangunan, dan Perjanjian Pengikatan Jual Beli Atas Tanah dan/ Atau Bangunan Beserta Perubahannya.
- Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1002/KMK.04/1984 tentang Penentuan Perbandingan Antara Hutang dan Modal Sendiri untuk Keperluan Pengenaan Pajak Penghasilan
- Peraturan Direktur Jenderal Pajak Nomor PER-25/PJ/2017 tentang Pelaksanaan Penentuan Besarnya Perbandingan Antara Utang dan Modal Perusahaan untuk Keperluan Penghitungan Pajak Penghasilan dan Tata Cara Pelaporan Utang Swasta Luar Negeri