

PERBEDAAN KINERJA KEUANGAN DAN NILAI PERUSAHAAN SEBELUM DAN SESUDAH PROGRAM TOL LAUT

Vadilla febriana¹, R.A. Norromadani Yuniati^{2*}, Ovi Prina Gastriani^{3*},

^{1,2,3} Politeknik perkapalan negeri surabaya, Surabaya, Indonesia

Email: vadillafebriana@gmail.com¹, norromadani.y@ppns.ac.id², ovigastriani@ppns.ac.id³

*Corresponding author: vadillafebriana@gmail.com¹

Abstrak: Sektor transportasi dan logistik berperan penting dalam distribusi barang dan konektivitas antarwilayah di Indonesia. Namun, biaya logistik tinggi dan keterbatasan konektivitas masih menjadi tantangan. Pada 2015, pemerintah mengimplementasikan Program Tol Laut untuk memperlancar distribusi dan mengurangi disparitas harga. Penelitian ini bertujuan menganalisis perbedaan kinerja keuangan dan nilai perusahaan sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebelum dan sesudah implementasi program. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif komparatif. Sampel terdiri atas empat perusahaan yang dipilih melalui *purposive sampling*. Data sekunder berupa laporan keuangan tahunan dan harga saham dikumpulkan melalui dokumentasi periode 2006-2024, yaitu 2006-2014 sebelum dan 2016-2024 sesudah implementasi. Kinerja keuangan diukur dengan analisis *DuPont* dan *Earnings Per Share* (EPS), sedangkan nilai perusahaan diukur dengan *Price Earnings Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV). Analisis meliputi statistik deskriptif, uji normalitas *Kolmogorov-Smirnov*, dan *Wilcoxon Signed-Rank Test* karena sebagian besar data tidak berdistribusi normal. Hasil menunjukkan tidak terdapat perbedaan signifikan pada *DuPont* dan PBV, sedangkan EPS dan PER berbeda signifikan. Rata-rata *DuPont*, EPS, dan PER menurun, sementara PBV meningkat. Temuan ini menunjukkan perubahan antarindikator dan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi perusahaan serta pemerintah dalam mengevaluasi kinerja dan kebijakan logistik nasional..

Kata kunci: kinerja keuangan; nilai perusahaan; program tol laut; sektor transportasi dan logistik; transportasi laut

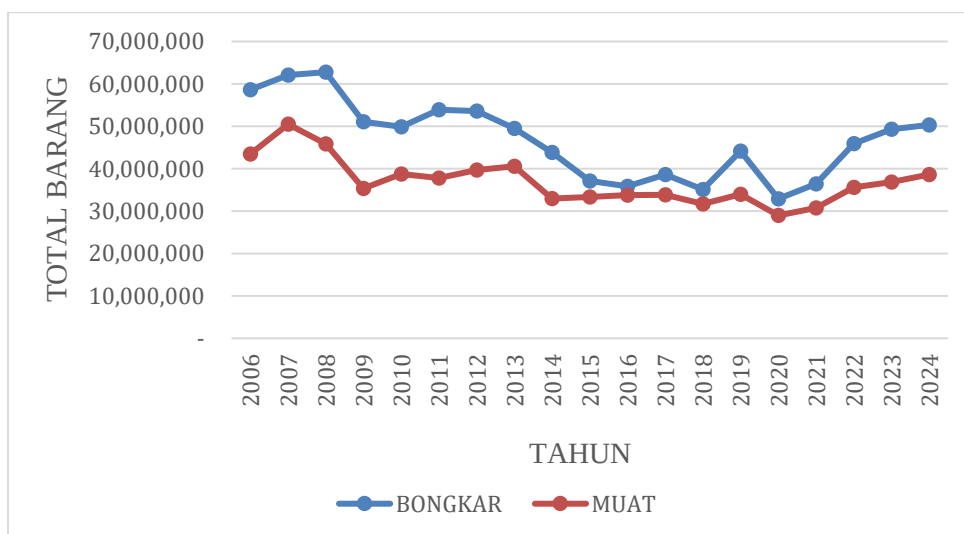
Abstract: The transportation and logistics sector plays an important role in goods distribution and interregional connectivity in Indonesia. However, high logistics costs and limited connectivity remain challenges. In 2015, the government implemented the Sea Toll Program to facilitate distribution and reduce price disparities. This study analyzes differences in financial performance and firm value among transportation and logistics companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) before and after implementation. This comparative quantitative study selected four companies using *purposive sampling*. Secondary data from annual financial statements and stock prices were collected through documentation for 2006-2024, covering 2006-2014 before and 2016-2024 after implementation. Financial performance was measured using *DuPont Analysis* and *Earnings Per Share* (EPS), while firm value was measured using the *Price Earnings Ratio* (PER) and *Price to Book Value* (PBV). Analysis included descriptive statistics, the *Kolmogorov-Smirnov* normality test, and the *Wilcoxon Signed-Rank Test* because most data were not normally distributed. Results showed no significant differences in *DuPont Analysis* and PBV, whereas EPS and PER differed significantly. Average *DuPont Analysis*, EPS, and PER decreased, while PBV increased. These findings indicate variation across indicators and may inform companies' evaluations and the government's review of national logistics policies.

Keywords: financial performance; firm value; logistics and transportation sector; sea toll program; sea transportation

PENDAHULUAN

Sektor transportasi dan logistik memiliki peran penting dalam mendukung integrasi ekonomi nasional, terutama bagi Indonesia yang merupakan negara kepulauan. Tingginya biaya logistik, ketidakseimbangan distribusi barang antarwilayah, serta keterbatasan konektivitas menjadi tantangan yang selama ini memengaruhi efisiensi sistem logistik nasional. Untuk mengatasi permasalahan tersebut, pemerintah mengimplementasikan Program Tol Laut pada tahun 2015 sebagai kebijakan strategis yang bertujuan meningkatkan konektivitas antarwilayah, memperlancar distribusi barang, menurunkan biaya logistik, serta mengurangi disparitas harga antara Indonesia bagian barat dan timur.

Implementasi Program Tol Laut diharapkan mampu meningkatkan aktivitas distribusi dan efisiensi logistik nasional. Data Badan Pusat Statistik menunjukkan bahwa aktivitas bongkar muat di pelabuhan utama Indonesia cenderung mengalami peningkatan setelah implementasi Program Tol Laut. Aktivitas bongkar meningkat dari 36,38 juta ton pada tahun 2021 menjadi 50,31 juta ton pada tahun 2024, sedangkan aktivitas muat meningkat dari 30,76 juta ton menjadi 38,59 juta ton pada periode yang sama. Kondisi tersebut mengindikasikan adanya peningkatan aktivitas logistik dan perbaikan konektivitas distribusi barang setelah implementasi kebijakan tersebut.



Gambar 1 Total Bongkar Muat di Pelabuhan Utama

Peningkatan aktivitas logistik tersebut berpotensi memberikan dampak terhadap kinerja perusahaan sektor transportasi dan logistik. Perusahaan yang mampu memanfaatkan peningkatan aktivitas distribusi secara efektif cenderung memperoleh efisiensi operasional yang lebih baik, sehingga dapat meningkatkan profitabilitas dan memperkuat posisi keuangan perusahaan. Selain itu, perubahan kondisi operasional juga dapat memengaruhi persepsi investor terhadap prospek perusahaan yang pada akhirnya tercermin pada nilai perusahaan. Dalam perspektif *signaling theory*, informasi mengenai peningkatan kinerja operasional dapat menjadi sinyal positif bagi investor dalam menilai prospek perusahaan di masa mendatang.

Peningkatan aktivitas logistik tidak selalu diikuti oleh peningkatan kinerja keuangan maupun nilai perusahaan. Kinerja perusahaan juga dipengaruhi oleh berbagai faktor lain, seperti kondisi ekonomi makro, risiko bisnis, fluktuasi harga bahan bakar, serta efektivitas pengelolaan perusahaan. Selain itu, berbagai evaluasi menunjukkan bahwa implementasi Program Tol Laut masih menghadapi sejumlah kendala, seperti ketidakseimbangan muatan (*load imbalance*), keterbatasan fasilitas pelabuhan, serta masih adanya disparitas harga di beberapa wilayah Indonesia. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa manfaat Program Tol Laut belum tentu dirasakan secara merata oleh seluruh perusahaan sektor transportasi dan logistik.

Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa perubahan kondisi perusahaan setelah implementasi Program Tol Laut belum memperlihatkan hasil yang seragam. Wiyono & Daryanto (2020) menemukan bahwa kinerja keuangan perusahaan pelabuhan setelah implementasi Program Tol Laut cenderung lebih rendah dibandingkan periode sebelumnya. Sementara itu, Tindaon & Daryanto (2020) menunjukkan adanya perubahan kinerja keuangan perusahaan pelabuhan setelah implementasi program tersebut. Berbeda dengan temuan tersebut, Wahid & Prasetya (2024) menemukan bahwa Program Tol Laut mampu meningkatkan pendapatan perusahaan BUMN sektor transportasi laut, meskipun peningkatan pendapatan tersebut belum sepenuhnya mencerminkan keberlanjutan finansial perusahaan. Temuan-temuan tersebut mengindikasikan bahwa peningkatan aktivitas atau pendapatan perusahaan setelah implementasi Program Tol Laut tidak selalu sejalan dengan perbaikan kinerja keuangan secara menyeluruh. Fenomena ini menunjukkan pentingnya mengevaluasi kondisi perusahaan melalui berbagai indikator keuangan, bukan hanya berdasarkan perubahan pendapatan atau satu aspek kinerja tertentu.

Selain menunjukkan hasil yang beragam, penelitian terdahulu masih memiliki keterbatasan dalam cakupan objek dan aspek yang dikaji. Sebagian besar penelitian sebelumnya berfokus pada perusahaan pelabuhan atau perusahaan BUMN sektor transportasi laut serta lebih menitikberatkan pada aspek kinerja keuangan. Dengan demikian, masih terdapat ruang penelitian untuk mengkaji perubahan kondisi perusahaan pada sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan mempertimbangkan aspek kinerja keuangan sekaligus nilai perusahaan. Kesenjangan ini penting untuk dikaji karena perubahan kinerja keuangan perusahaan tidak serta-merta menggambarkan bagaimana pasar menilai perusahaan tersebut. Oleh karena itu, analisis yang mencakup kedua aspek tersebut diperlukan untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai kondisi perusahaan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut.

Berdasarkan fenomena dan kesenjangan penelitian tersebut, keterbaruan penelitian ini terletak pada penggabungan pengukuran kinerja keuangan menggunakan analisis *DuPont* dan *Earnings Per Share* (EPS) serta pengukuran nilai perusahaan menggunakan *Price Earnings Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV). Penelitian ini juga menggunakan perusahaan sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di BEI sebagai objek kajian, sehingga analisis tidak hanya berfokus pada perusahaan pelabuhan atau perusahaan BUMN sektor transportasi laut. Penggunaan empat indikator tersebut diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih menyeluruh mengenai perubahan kinerja keuangan dan nilai perusahaan dalam periode sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut.

Dengan demikian, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menguji perbedaan kinerja keuangan serta nilai perusahaan sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di BEI sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut, dengan kinerja keuangan diukur menggunakan analisis *DuPont* dan EPS, sedangkan nilai perusahaan

diukur menggunakan PER dan PBV. Periode sebelum implementasi mencakup tahun 2006-2014, sedangkan periode sesudah implementasi mencakup tahun 2016-2024. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai perbedaan kondisi perusahaan pada kedua periode tersebut serta menjadi bahan evaluasi bagi perusahaan dan pemangku kebijakan dalam meninjau perkembangan sektor transportasi dan logistik.

KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS[

Signaling Theory

Signaling theory diperkenalkan oleh Spence (1973) untuk menjelaskan bagaimana pihak yang memiliki informasi lebih lengkap menyampaikan sinyal kepada pihak lain guna mengurangi asimetri informasi. Dalam konteks perusahaan, manajemen bertindak sebagai penyedia informasi, sedangkan investor sebagai penerima sinyal untuk menilai kondisi dan prospek perusahaan. Ross (1976) mengembangkan teori ini dengan menjelaskan bahwa keputusan keuangan dan kinerja perusahaan dapat menjadi sinyal bagi investor. Informasi dalam laporan keuangan dan kebijakan manajemen digunakan untuk menilai profitabilitas, risiko, dan keberlanjutan kinerja perusahaan (Brigham & Houston, 2019). Sinyal tersebut selanjutnya dapat memengaruhi persepsi investor yang tercermin dalam harga saham dan nilai perusahaan (Gumanti, 2017; Fahmi, 2012).

Dalam penelitian ini, Program Tol Laut diposisikan sebagai perubahan kebijakan eksternal yang berpotensi memengaruhi kondisi operasional perusahaan transportasi dan logistik. Perubahan kondisi tersebut dapat tercermin melalui kinerja keuangan yang diukur menggunakan analisis *DuPont* dan *Earnings Per Share* (EPS), serta persepsi pasar terhadap perusahaan yang diukur menggunakan *Price Earnings Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV). Dengan demikian, *signaling theory* digunakan sebagai landasan untuk memahami bagaimana informasi mengenai kondisi dan kinerja perusahaan dapat berkaitan dengan penilaian investor terhadap perusahaan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut.

Agency theory

Agency theory menjelaskan hubungan antara pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*) yang berpotensi menimbulkan konflik kepentingan akibat perbedaan tujuan dan asimetri informasi. Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa perbedaan akses informasi antara manajemen dan pemegang saham dapat memicu *agency problem* ketika keputusan manajemen tidak sepenuhnya selaras dengan kepentingan pemilik perusahaan Subroto & Endaryati (2024). Konflik tersebut menimbulkan *agency cost*, yang meliputi biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya penjaminan (*bonding cost*), dan kerugian residual (*residual loss*). Konflik kepentingan juga dapat mendorong manajemen mengutamakan kepentingan pribadi atau tujuan jangka pendek dibandingkan peningkatan nilai perusahaan (Hayat dkk., 2018).

Dalam penelitian ini, *agency theory* menjadi landasan untuk memahami pentingnya pengelolaan perusahaan dan pengambilan keputusan manajerial dalam menghadapi perubahan lingkungan operasional akibat implementasi Program Tol Laut. Pengawasan dan pengendalian yang efektif diperlukan agar keputusan manajemen tetap berorientasi pada kepentingan perusahaan. Kondisi tersebut relevan untuk dikaji melalui kinerja keuangan yang diukur menggunakan analisis *DuPont* dan *Earnings Per Share* (EPS), serta nilai perusahaan yang diukur menggunakan *Price Earnings Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV). Keempat indikator tersebut digunakan untuk membandingkan kondisi perusahaan sebelum dan sesudah implementasi program, bukan untuk menyimpulkan secara langsung

bahwa perubahan yang terjadi disebabkan oleh konflik keagenan.

DuPont

Program Tol Laut merupakan kebijakan pemerintah yang bertujuan meningkatkan konektivitas antardaerah, memperlancar distribusi barang, serta menekan biaya logistik nasional. Bagi perusahaan sektor transportasi dan logistik, peningkatan aktivitas distribusi diharapkan dapat meningkatkan efisiensi operasional melalui pemanfaatan aset yang lebih optimal dan peningkatan volume pelayanan. Menurut (Brigham and Houston, 2019), peningkatan efisiensi operasional dan pendapatan perusahaan dapat berdampak pada peningkatan profitabilitas apabila perusahaan mampu mengendalikan biaya yang timbul dari aktivitas operasionalnya. Dengan demikian, peningkatan aktivitas logistik akibat implementasi Program Tol Laut berpotensi meningkatkan kinerja keuangan perusahaan transportasi dan logistik.

Dalam perspektif signaling theory, informasi yang menunjukkan prospek usaha yang baik akan dipersepsikan sebagai sinyal positif oleh investor dan pemangku kepentingan lainnya. Menurut (Spence, 1973), sinyal positif yang diberikan perusahaan maupun lingkungan industrinya dapat mengurangi asimetri informasi dan memengaruhi penilaian pasar terhadap prospek perusahaan. Oleh karena itu, keberhasilan implementasi Program Tol Laut dapat dipersepsikan sebagai sinyal positif mengenai prospek industri transportasi dan logistik yang pada akhirnya mendorong peningkatan kinerja perusahaan.

Kinerja keuangan dalam penelitian ini diukur menggunakan *DuPont* karena metode tersebut mampu memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai profitabilitas perusahaan melalui integrasi margin laba, efisiensi penggunaan aset, dan struktur pendanaan perusahaan. Analisis *DuPont* memungkinkan peneliti mengidentifikasi sumber perubahan profitabilitas perusahaan secara lebih rinci dibandingkan rasio keuangan tunggal. Perubahan kondisi operasional akibat implementasi Program Tol Laut diperkirakan akan memengaruhi komponen-komponen tersebut secara simultan. Peningkatan aktivitas distribusi dapat mempercepat perputaran aset dan meningkatkan laba perusahaan, sedangkan ketidakefisienan implementasi kebijakan dapat menimbulkan biaya tambahan yang justru menekan profitabilitas perusahaan.

Penelitian (Wiyono and Daryanto, 2020) menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan pelabuhan mengalami perubahan setelah implementasi Program Tol Laut. Temuan serupa juga ditemukan oleh (Tindaon and Daryanto, 2020) yang menunjukkan adanya perubahan kinerja keuangan perusahaan pelabuhan milik negara setelah implementasi kebijakan tersebut. Berdasarkan argumentasi teoritis dan hasil penelitian terdahulu, implementasi Program Tol Laut diduga menimbulkan perbedaan kinerja keuangan perusahaan yang diukur menggunakan *DuPont*.

H1 : Terdapat perbedaan *DuPont* sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut.

Earnings Per Share (EPS)

Implementasi Program Tol Laut tidak hanya berpotensi memengaruhi efisiensi operasional perusahaan, tetapi juga kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi pemegang saham. Peningkatan konektivitas dan kelancaran distribusi barang dapat meningkatkan volume aktivitas usaha perusahaan transportasi dan logistik. (Brigham and Houston, 2019) menjelaskan bahwa peningkatan laba bersih perusahaan akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham apabila tidak diikuti oleh peningkatan jumlah saham beredar yang signifikan. Sebaliknya, apabila implementasi Program Tol Laut belum mampu menciptakan efisiensi yang optimal, maka peningkatan aktivitas operasional belum tentu diikuti oleh peningkatan laba perusahaan.

Dalam perspektif *signaling theory*, informasi mengenai kinerja perusahaan merupakan sinyal yang digunakan investor untuk menilai prospek perusahaan di masa mendatang. (Spence, 1973) menjelaskan bahwa informasi yang dipublikasikan perusahaan dapat mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor. Salah satu indikator kinerja yang sering digunakan investor adalah *Earnings Per Share* (EPS), yaitu rasio yang menunjukkan besarnya laba bersih yang diperoleh untuk setiap lembar saham yang beredar. Semakin tinggi nilai EPS, semakin besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham sehingga dapat meningkatkan daya tarik perusahaan di mata investor. Oleh karena itu, perubahan kondisi operasional yang terjadi setelah implementasi Program Tol Laut berpotensi memengaruhi EPS perusahaan.

Penelitian (Hidayat, 2021) menunjukkan bahwa perubahan kondisi eksternal dapat menimbulkan perbedaan EPS perusahaan yang signifikan. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa perubahan lingkungan bisnis dan kebijakan dapat memengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi pemegang saham. Berdasarkan argumentasi tersebut, implementasi Program Tol Laut diduga menimbulkan perbedaan EPS perusahaan sebelum dan sesudah kebijakan diberlakukan.

H2 : Terdapat perbedaan EPS sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut.

Price Earning Ratio (PER)

Price Earnings Ratio (PER) merupakan rasio yang menunjukkan seberapa besar harga pasar saham dibandingkan dengan laba per lembar saham yang dihasilkan perusahaan. Rasio ini mencerminkan bagaimana investor menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba serta prospek pertumbuhan perusahaan di masa mendatang (Brigham and Houston, 2019). Semakin tinggi nilai PER, semakin tinggi pula ekspektasi investor terhadap pertumbuhan laba perusahaan di masa depan. Oleh karena itu, PER sering digunakan sebagai indikator penilaian pasar terhadap kinerja dan prospek perusahaan.

Implementasi Program Tol Laut berpotensi menciptakan peluang bagi perusahaan sektor transportasi dan logistik melalui peningkatan konektivitas distribusi dan aktivitas logistik. Namun, manfaat kebijakan tersebut tidak akan secara otomatis meningkatkan nilai perusahaan apabila manajemen tidak mampu mengelola sumber daya perusahaan secara efektif. Menurut (Jensen and Meckling, 1976), hubungan antara *principal* dan *agent* berpotensi menimbulkan konflik kepentingan karena masing-masing pihak memiliki tujuan yang berbeda. Kondisi tersebut dapat menimbulkan *agency problem* yang menyebabkan keputusan manajemen tidak selalu menghasilkan nilai maksimal bagi pemegang saham. Oleh karena itu, kemampuan manajemen dalam memanfaatkan peluang bisnis menjadi faktor penting yang memengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan.

Implementasi Program Tol Laut berpotensi menciptakan peluang bagi perusahaan sektor transportasi dan logistik melalui peningkatan konektivitas antardaerah, kelancaran distribusi barang, serta peningkatan aktivitas logistik nasional. Namun, manfaat kebijakan tersebut tidak secara otomatis meningkatkan nilai perusahaan apabila manajemen tidak mampu mengelola sumber daya perusahaan secara efektif. Sebaliknya, apabila manajemen mampu memanfaatkan peluang yang diberikan oleh Program Tol Laut secara optimal, maka investor akan memiliki ekspektasi yang lebih baik terhadap prospek perusahaan sehingga dapat tercermin pada perubahan nilai PER.

Penelitian (Hidayat, 2021) menunjukkan bahwa perubahan kondisi lingkungan bisnis dapat memengaruhi nilai perusahaan yang diprosikan dengan PER. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa perubahan faktor eksternal dapat memengaruhi persepsi

investor terhadap prospek perusahaan. Berdasarkan argumentasi teoritis dan temuan empiris tersebut, implementasi Program Tol Laut diduga menimbulkan perbedaan nilai PER pada perusahaan sektor transportasi dan logistik.

H3 : Terdapat perbedaan PER sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut.

Price to Book Value (PBV)

Price to Book Value (PBV) merupakan rasio yang menggambarkan sejauh mana pasar menghargai nilai buku perusahaan. Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana pasar menghargai nilai perusahaan dibandingkan dengan nilai bukunya (Brigham and Houston, 2019). Nilai PBV yang tinggi menunjukkan bahwa investor memiliki keyakinan terhadap kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai tambah dan menghasilkan kinerja yang baik di masa mendatang. Dalam *agency theory*, peningkatan nilai perusahaan merupakan tujuan utama yang diharapkan oleh pemegang saham sebagai *principal*. Untuk mencapai tujuan tersebut, manajemen sebagai *agent* dituntut mampu mengelola sumber daya perusahaan secara efektif dan mengambil keputusan yang selaras dengan kepentingan pemegang saham.

Implementasi Program Tol Laut memberikan peluang bagi perusahaan sektor transportasi dan logistik untuk meningkatkan efisiensi operasional, memperluas aktivitas usaha, serta meningkatkan daya saing perusahaan. Namun, keberhasilan perusahaan dalam memanfaatkan peluang tersebut sangat bergantung pada kemampuan manajemen dalam merespons perubahan lingkungan bisnis. Apabila manajemen mampu mengoptimalkan manfaat Program Tol Laut, maka kinerja perusahaan berpotensi meningkat dan mendorong investor memberikan penilaian yang lebih tinggi terhadap perusahaan. Sebaliknya, apabila manfaat kebijakan tidak dapat dimanfaatkan secara optimal akibat adanya *agency problem* atau keputusan manajerial yang kurang efektif, maka peningkatan nilai perusahaan mungkin tidak terjadi meskipun peluang eksternal tersedia.

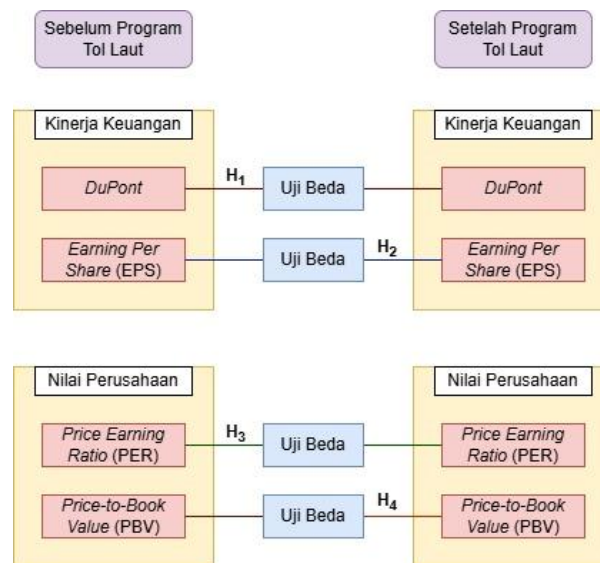
Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa perubahan kondisi operasional dan kinerja perusahaan dapat memengaruhi nilai perusahaan yang tercermin melalui indikator pasar. Oleh karena itu, implementasi Program Tol Laut sebagai kebijakan yang secara langsung berkaitan dengan aktivitas perusahaan sektor transportasi dan logistik diduga dapat memengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan yang tercermin pada perubahan nilai PBV.

H4 : Terdapat perbedaan PBV sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut.

METODE PENELITIAN

Kerangka Penelitian

Penelitian ini menganalisis hubungan antara kinerja keuangan dan nilai perusahaan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Program ini diduga memengaruhi aspek operasional, efisiensi, dan profitabilitas perusahaan sektor transportasi dan logistik, yang kemudian diuji menggunakan metode uji beda untuk melihat perbedaan signifikan antarperiode.



Gambar 2 Kerangka Penelitian

Kinerja keuangan dalam penelitian ini diukur menggunakan *DuPont* dan *Earnings Per Share* (EPS), di mana *DuPont* menggambarkan profitabilitas, efisiensi aset, dan struktur pendanaan perusahaan, sedangkan EPS menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba per saham. Sementara itu, nilai perusahaan diukur menggunakan *Price Earnings Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV) yang mencerminkan respon pasar terhadap kinerja perusahaan, dengan PER menunjukkan penilaian pasar terhadap laba dan PBV menggambarkan perbandingan nilai pasar dengan nilai buku. Seluruh variabel tersebut diuji untuk melihat perbedaan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut melalui hipotesis H_1 hingga H_4 pada perusahaan sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di BEI.

Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan komparatif yang bertujuan menganalisis perbedaan kinerja keuangan dan nilai perusahaan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Penelitian ini termasuk dalam penelitian eksplanatif (*explanatory research*), karena penelitian ini tidak hanya menggambarkan kondisi yang terjadi, tetapi juga menjelaskan adanya perbedaan kinerja keuangan dan nilai perusahaan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut.

Periode Penelitian

Periode pengamatan dalam penelitian ini ditetapkan selama sembilan tahun sebelum dan sembilan tahun sesudah implementasi Program Tol Laut, yaitu tahun 2006–2024 dengan tahun 2015 sebagai tahun implementasi kebijakan (t_0).



Penetapan periode tersebut dilakukan untuk memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai kondisi perusahaan sebelum dan sesudah penerapan kebijakan, sehingga dapat terlihat perubahan kinerja dalam jangka waktu yang relatif panjang. Pendekatan before-after digunakan untuk membandingkan kondisi perusahaan pada kedua periode pengamatan tersebut guna mengidentifikasi adanya perbedaan kinerja keuangan.

dan nilai perusahaan. Dengan demikian, periode penelitian ini menjadi dasar dalam menganalisis perubahan yang terjadi pada variabel penelitian, yang selanjutnya disajikan dalam bentuk grafik pada masing-masing indikator.

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi ini dipilih karena sektor transportasi dan logistik memiliki peran penting dalam distribusi barang dan konektivitas antardaerah, yang relevan dengan tujuan Program Tol Laut dalam memperlancar distribusi logistik nasional. Perusahaan yang bergerak di bidang transportasi laut menjadi fokus penelitian karena aktivitas operasionalnya berkaitan dengan pengangkutan barang antarpulau, sehingga relevan untuk mengkaji perbedaan kinerja keuangan dan nilai perusahaan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut.

Sampel ditentukan menggunakan metode *purposive sampling* karena tidak seluruh perusahaan dalam populasi memiliki karakteristik dan kelengkapan data yang sesuai dengan kebutuhan penelitian. Pemilihan sampel didasarkan pada beberapa pertimbangan, yaitu kesinambungan pencatatan perusahaan di BEI, ketersediaan laporan keuangan tahunan dan data harga saham, serta kesesuaian bidang usaha dengan konteks Program Tol Laut. Kelengkapan data diperlukan agar indikator kinerja keuangan yang diukur menggunakan analisis *DuPont* dan *Earnings Per Share* (EPS), serta indikator nilai perusahaan berupa *Price Earnings Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV), dapat dihitung secara konsisten. Selain itu, perusahaan dengan saham tidur dikecualikan agar pengukuran nilai perusahaan melalui indikator berbasis harga saham tidak bergantung pada harga yang kurang aktif terbentuk di pasar.

Periode pengamatan mencakup tahun 2006-2014 sebelum implementasi dan 2016-2024 sesudah implementasi Program Tol Laut, sedangkan tahun 2015 dikecualikan karena merupakan tahun implementasi program. Pemisahan periode tersebut bertujuan untuk membandingkan kondisi perusahaan pada dua periode pengamatan yang berbeda. Berdasarkan kriteria dan pertimbangan tersebut, diperoleh empat perusahaan sebagai sampel penelitian.

Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan dan data harga saham yang dipublikasikan melalui Bursa Efek Indonesia serta sumber pendukung lainnya. Data dikumpulkan menggunakan metode dokumentasi dengan mengunduh laporan keuangan dan data pasar yang relevan sesuai kebutuhan penelitian.

Definisi Operasional Variabel

Variabel penelitian terdiri atas kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Kinerja keuangan diproksikan menggunakan *DuPont* dan *Earnings Per Share* (EPS), sedangkan nilai perusahaan diproksikan menggunakan *Price Earnings Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV). Operasionalisasi variabel penelitian disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1 Operasionalisasi Variabel

No	Variabel	Proksi	Formula
1	Kinerja Keuangan	<i>DuPont Analysis</i>	$ROE = ROA \times Equity Multiplier$
		<i>Earning Per Share (EPS)</i>	$EPS = \frac{EAT}{Jumlah Saham Beredar}$
2	Nilai Perusahaan	<i>Price Earning Ratio (PER)</i>	$PER = \frac{Harga Saham}{EPS}$
		<i>Price-to-Book Value (PBV)</i>	$PBV = \frac{Harga Saham}{BVPS}$

Teknik Analisis data

Analisis data dilakukan secara bertahap. Tahap awal dilakukan perhitungan masing-masing variabel penelitian untuk periode sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Selanjutnya dilakukan uji normalitas menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* untuk menentukan metode pengujian yang sesuai. Data yang berdistribusi normal dianalisis menggunakan *Paired Sample t-test*, sedangkan data yang tidak berdistribusi normal dianalisis menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test*. Pengujian dilakukan pada tingkat signifikansi 5% untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada DuPont, EPS, PER, dan PBV sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian, meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), serta standar deviasi pada masing-masing variabel sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Hasil analisis ini bertujuan untuk melihat kecenderungan perubahan kinerja keuangan dan nilai perusahaan secara awal sebelum dilakukan pengujian lebih lanjut.

Tabel 2 Analisis Statistik deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<i>DuPont</i> Sebelum Program	36	-1,10	3,68	1,14	1,27
<i>DuPont</i> Sesudah Program	36	-2,96	2,04	0,58	0,92
EPS Sebelum Program	36	-989,18	1609,93	178,07	470,98
EPS Sesudah Program	36	-255,37	1560,00	96,41	312,28
PER Sebelum Program	36	-72,99	808,14	33,07	136,85
PER Sesudah Program	36	-101,88	58,91	1	30,90
PBV Sebelum Program	36	0,02	39,77	7,98	11,11
PBV Sesudah Program	36	0,07	59,32	8,92	16,97
Valid N (listwise)	36				

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif, rata-rata *DuPont* menurun dari 1,14 sebelum implementasi Program Tol Laut menjadi 0,58 setelah implementasi Program Tol Laut. Rata-rata EPS juga mengalami penurunan dari 178,07 menjadi 96,41, sedangkan rata-

rata PER menurun dari 33,07 menjadi 1,00. Berbeda dengan ketiga variabel tersebut, rata-rata PBV justru mengalami peningkatan dari 7,98 menjadi 8,92 setelah implementasi Program Tol Laut. Temuan ini menunjukkan bahwa secara deskriptif implementasi Program Tol Laut belum diikuti oleh peningkatan kinerja keuangan perusahaan yang tercermin pada DuPont, EPS, dan PER. Namun demikian, peningkatan PBV mengindikasikan bahwa pasar masih memberikan penilaian yang relatif lebih tinggi terhadap nilai perusahaan setelah implementasi Program Tol Laut. Meskipun demikian, perubahan rata-rata tersebut belum dapat digunakan untuk menarik kesimpulan akhir sehingga perlu dikonfirmasi melalui pengujian hipotesis.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas dalam penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal sebagai syarat penggunaan uji statistik parametrik. Pengujian normalitas menggunakan metode *Kolmogorov-Smirnov* dipilih karena jumlah sampel dalam penelitian ini lebih dari 30 ($n=36$), sehingga sesuai digunakan untuk menguji distribusi data pada sampel berukuran besar. Uji ini dilakukan terhadap data selisih (*difference*) antara periode sebelum dan sesudah untuk memastikan bahwa data memenuhi asumsi normalitas. Data dinyatakan berdistribusi normal apabila nilai signifikansi (*Asymp. Sig.*) $> 0,05$.

Tabel 3 Hasil Uji Normalitas

	<i>Kolmogorov-Smirnov</i>			
	<i>Statistic</i>	<i>df</i>	<i>Sig.</i>	<i>Keterangan</i>
DuPont Sebelum Program	0,135	35	0,105	Berdistribusi Normal
DuPont Sesudah Program	0,265	35	$<,001$	Tidak Berdistribusi Normal
EPS Sebelum Program	0,326	35	$<,001$	Tidak Berdistribusi Normal
EPS Sesudah Program	0,405	35	$<,001$	Tidak Berdistribusi Normal
PER Sebelum Program	0,412	35	$<,001$	Tidak Berdistribusi Normal
PER Sesudah Program	0,213	35	$<,001$	Tidak Berdistribusi Normal
PBV Sebelum Program	0,247	35	$<,001$	Tidak Berdistribusi Normal
PBV Sesudah Program	0,259	35	$<,001$	Tidak Berdistribusi Normal

a. *Lilliefors Significance Correction*

Hasil uji normalitas menggunakan *Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan bahwa hanya variabel *DuPont* sebelum implementasi Program Tol Laut yang berdistribusi normal dengan nilai signifikansi sebesar 0,105 ($> 0,05$). Sementara itu, variabel *DuPont* sesudah program, EPS, PER, dan PBV pada periode sebelum maupun sesudah implementasi Program Tol Laut memiliki nilai signifikansi kurang dari 0,05 sehingga tidak berdistribusi normal. Oleh

karena sebagian besar data tidak memenuhi asumsi normalitas, pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test*.

Uji Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan untuk mengetahui perbedaan kinerja keuangan dan nilai perusahaan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Pengujian menggunakan *Wilcoxon Signed-Rank Test* karena sebagian besar data tidak berdistribusi normal. Keputusan pengujian didasarkan pada nilai signifikansi 0,05. Apabila nilai signifikansi kurang dari 0,05, terdapat perbedaan yang signifikan antara kedua periode, sedangkan nilai signifikansi lebih dari 0,05 menunjukkan tidak terdapat bukti yang cukup untuk menyatakan adanya perbedaan signifikan.

Tabel 4 Uji *Wilcoxon Signed Rank Test*

Rasio	z	Asymp. Sig (2-tailed)	Kesimpulan
<i>DuPont</i>	-0,283	0,777	Tidak terdapat perbedaan
EPS	-4,148	<,001	Terdapat perbedaan
PER	-5,159	<,001	Terdapat perbedaan
PBV	-0,566	0,572	Tidak terdapat perbedaan

Berdasarkan Tabel 4, hasil *Wilcoxon Signed-Rank Test* menunjukkan bahwa *DuPont* memiliki nilai signifikansi 0,777 dan PBV sebesar 0,572, keduanya lebih besar dari 0,05. Dengan demikian, tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada kedua indikator tersebut sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Meskipun rata-rata *DuPont* menurun dari 1,14 menjadi 0,58 dan PBV meningkat dari 7,98 menjadi 8,92, perubahan tersebut tidak signifikan secara statistik. Oleh karena itu, hipotesis yang menyatakan adanya perbedaan pada *DuPont* dan PBV tidak didukung oleh hasil pengujian.

Sebaliknya, EPS dan PER masing-masing memiliki nilai signifikansi kurang dari 0,001, sehingga terdapat perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Secara deskriptif, rata-rata EPS menurun dari 178,07 menjadi 96,41, sedangkan rata-rata PER menurun dari 33,07 menjadi 1,00. Hasil ini menunjukkan bahwa perbedaan signifikan pada kedua indikator tersebut terjadi bersamaan dengan penurunan nilai rata-ratanya. Dengan demikian, hipotesis mengenai adanya perbedaan EPS dan PER didukung oleh hasil pengujian.

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa perbedaan signifikan ditemukan pada EPS dan PER, tetapi tidak pada *DuPont* dan PBV. Temuan ini memperlihatkan bahwa perubahan kondisi perusahaan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut tidak seragam pada seluruh indikator yang diteliti. Namun, hasil tersebut tidak serta-merta membuktikan bahwa perubahan terjadi akibat Program Tol Laut.

Perbedaan *DuPont* Sebelum dan Sesudah Implementasi Program Tol Laut

Hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test* menunjukkan bahwa rasio *DuPont* tidak mengalami perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa implementasi Program Tol Laut belum diikuti oleh perubahan kinerja keuangan yang konsisten pada perusahaan sektor transportasi dan logistik. Meskipun analisis statistik deskriptif menunjukkan penurunan rata-rata rasio *DuPont* setelah implementasi program, perubahan tersebut tidak terjadi secara seragam pada seluruh perusahaan sampel sehingga tidak menghasilkan perbedaan yang signifikan secara statistik.

Analisis komponen pembentuk rasio *DuPont* menunjukkan bahwa perubahan *Net Profit Margin* (NPM), *Total Asset Turnover* (TATO), dan *Equity Multiplier* (EM) bervariasi pada masing-masing perusahaan. Sebagian perusahaan mengalami penurunan profitabilitas, sedangkan perusahaan lainnya menunjukkan perubahan efisiensi penggunaan aset atau struktur pendanaan. Variasi tersebut menyebabkan perubahan rasio *DuPont* berbeda antarperusahaan sehingga belum menunjukkan pola perubahan kinerja keuangan yang signifikan secara keseluruhan.

Hasil penelitian ini dapat dikaitkan dengan *Signaling Theory* yang menjelaskan peran informasi perusahaan dalam membentuk persepsi investor terhadap kondisi dan prospek perusahaan. Tidak signifikannya perbedaan rasio *DuPont* menunjukkan bahwa perubahan kinerja keuangan perusahaan antara periode sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut belum menunjukkan pola yang konsisten. Dalam konteks ini, peningkatan konektivitas dan aktivitas distribusi logistik belum tentu diikuti oleh perbaikan indikator kinerja keuangan yang dapat menjadi informasi positif bagi investor. Oleh karena itu, kemampuan perusahaan dalam meningkatkan profitabilitas dan efisiensi penggunaan aset menjadi aspek penting dalam mendukung terbentuknya persepsi positif terhadap prospek perusahaan.

Hasil penelitian sejalan dengan *Signaling Theory* yang menjelaskan peran informasi perusahaan dalam membentuk persepsi investor terhadap kondisi dan prospek perusahaan. Tidak signifikannya perbedaan rasio *DuPont* menunjukkan bahwa perubahan kinerja keuangan perusahaan antara periode sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut belum menunjukkan pola yang konsisten. Dalam konteks ini, peningkatan konektivitas dan aktivitas distribusi logistik belum tentu diikuti oleh perbaikan indikator kinerja keuangan yang dapat menjadi informasi positif bagi investor. Oleh karena itu, kemampuan perusahaan dalam meningkatkan profitabilitas dan efisiensi penggunaan aset menjadi aspek penting dalam mendukung terbentuknya persepsi positif terhadap prospek perusahaan.

Dalam kondisi saat ini, ketika efisiensi distribusi dan daya saing sektor transportasi dan logistik tetap menjadi aspek penting, hasil penelitian ini memberikan implikasi bahwa keberhasilan konektivitas logistik perlu diikuti dengan penguatan kinerja internal perusahaan. Perusahaan perlu mengevaluasi efisiensi operasional dan kemampuan menghasilkan laba, sedangkan pemerintah perlu mempertimbangkan kondisi keuangan perusahaan sebagai salah satu aspek evaluasi program. Dengan demikian, peningkatan konektivitas logistik tidak dapat langsung diartikan sebagai peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Namun, hasil penelitian ini hanya menunjukkan perbedaan kondisi sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut, sehingga belum membuktikan bahwa perubahan tersebut secara langsung disebabkan oleh program tersebut.

Perbedaan EPS Sebelum dan Sesudah Implementasi Program Tol Laut

Hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test* menunjukkan bahwa *Earnings Per Share* (EPS) mengalami perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Hasil tersebut menunjukkan adanya perubahan kemampuan perusahaan sektor transportasi dan logistik dalam menghasilkan laba per lembar saham antara kedua periode. Analisis statistik deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata EPS mengalami penurunan setelah implementasi program. Kondisi ini mengindikasikan bahwa peningkatan aktivitas usaha belum sepenuhnya diikuti oleh peningkatan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham. Perubahan EPS dalam penelitian ini berkaitan dengan perubahan laba bersih setelah pajak (*Earning After Tax/EAT*) dan jumlah saham beredar. Sebagian perusahaan menunjukkan peningkatan laba bersih setelah implementasi Program Tol Laut, tetapi juga mengalami peningkatan jumlah saham beredar melalui aksi korporasi. Kondisi tersebut

menyebabkan peningkatan laba bersih tidak selalu diikuti oleh peningkatan EPS dalam proporsi yang sama karena laba yang tersedia diperhitungkan berdasarkan jumlah saham beredar.

Fahmi (2012) menjelaskan bahwa EPS mencerminkan besarnya laba bersih yang tersedia untuk setiap lembar saham. Dengan demikian, perubahan EPS tidak hanya mencerminkan perkembangan profitabilitas perusahaan, tetapi juga berkaitan dengan struktur permodalan yang memengaruhi besarnya laba per lembar saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan laba bersih dan jumlah saham beredar perlu diperhatikan secara bersamaan dalam memahami perubahan EPS setelah implementasi Program Tol Laut. Perubahan EPS yang signifikan juga berkaitan dengan *Signaling Theory*, yang menjelaskan bahwa informasi mengenai kondisi dan kinerja keuangan perusahaan dapat menjadi pertimbangan investor dalam menilai prospek perusahaan. Penurunan rata-rata EPS setelah implementasi program menunjukkan bahwa perubahan yang terjadi belum mencerminkan peningkatan keuntungan per lembar saham. Kondisi ini dapat menjadi informasi yang dipertimbangkan investor ketika mengevaluasi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Sementara itu, dalam perspektif *Agency Theory*, hasil penelitian ini menekankan pentingnya keputusan manajemen dalam mengelola laba dan struktur permodalan agar kepentingan perusahaan dan pemegang saham tetap diperhatikan.

Dalam kondisi sektor transportasi dan logistik saat ini, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peningkatan konektivitas dan aktivitas distribusi perlu diimbangi dengan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan profitabilitas serta mengelola struktur permodalan secara efektif. Bagi perusahaan, evaluasi terhadap pertumbuhan laba dan jumlah saham beredar penting dilakukan untuk menjaga kemampuan menghasilkan keuntungan per lembar saham. Bagi investor, EPS perlu dianalisis bersama indikator keuangan lainnya agar penilaian terhadap kinerja dan prospek perusahaan tidak hanya didasarkan pada satu ukuran. Dengan demikian, perbedaan EPS yang signifikan menunjukkan adanya perubahan pada periode sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut, tetapi tidak dengan sendirinya membuktikan bahwa perubahan tersebut disebabkan secara langsung oleh program.

Perbedaan PER Sebelum dan Sesudah Implementasi Program Tol Laut

Hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test* menunjukkan bahwa *Price Earning Ratio* (PER) mengalami perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Hasil tersebut mengindikasikan adanya perubahan penilaian pasar terhadap perusahaan sektor transportasi dan logistik selama periode penelitian. Secara deskriptif, rata-rata PER mengalami penurunan dari 33,07 menjadi 1,00 setelah implementasi program. Perubahan ini menunjukkan bahwa penilaian pasar terhadap laba perusahaan berbeda antara kedua periode, meskipun arah perubahan tersebut tidak dapat diartikan secara langsung sebagai peningkatan atau penurunan prospek seluruh perusahaan karena PER juga dipengaruhi oleh harga saham dan laba per saham.

Perubahan PER berkaitan dengan perkembangan kinerja perusahaan, khususnya kemampuan menghasilkan laba yang tercermin dalam *Earnings Per Share* (EPS), serta perubahan harga saham di pasar. Perbedaan kondisi fundamental antarperusahaan dapat mendorong perbedaan penilaian investor terhadap prospek pertumbuhan laba di masa mendatang. Oleh karena itu, perubahan PER tidak hanya mencerminkan aktivitas operasional perusahaan, tetapi juga menunjukkan bagaimana harga saham dinilai relatif terhadap laba per saham yang dihasilkan.

Temuan ini sejalan dengan *Signaling Theory*, yang menjelaskan bahwa informasi mengenai kinerja dan kondisi keuangan perusahaan menjadi salah satu pertimbangan

investor dalam menilai prospek perusahaan. Perbedaan PER yang signifikan menunjukkan adanya perubahan penilaian pasar antara periode sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Namun, penurunan rata-rata PER tidak serta-merta menunjukkan memburuknya persepsi investor, karena perubahan rasio tersebut dapat dipengaruhi oleh pergerakan harga saham maupun perubahan EPS. Dalam perspektif *Agency Theory*, hasil ini juga menekankan pentingnya peran manajemen dalam menjaga kinerja laba dan menyampaikan informasi keuangan secara transparan agar investor dapat menilai kondisi perusahaan secara lebih tepat.

Dalam kondisi sektor transportasi dan logistik saat ini, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peningkatan konektivitas dan aktivitas distribusi perlu diimbangi dengan kinerja keuangan yang berkelanjutan agar dapat mendukung penilaian pasar terhadap perusahaan. Perusahaan perlu memperhatikan stabilitas laba, efisiensi operasional, dan keterbukaan informasi keuangan, sedangkan investor perlu mengevaluasi PER bersama indikator lain, seperti EPS dan PBV, sebelum menilai prospek perusahaan. Dengan demikian, perbedaan PER yang signifikan menunjukkan adanya perubahan penilaian pasar pada periode sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut, tetapi belum membuktikan bahwa perubahan tersebut secara langsung disebabkan oleh program tersebut.

Perbedaan PBV Sebelum dan Sesudah Implementasi Program Tol Laut

Hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test* menunjukkan bahwa *Price-to-Book Value* (PBV) tidak mengalami perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perubahan nilai perusahaan berdasarkan perbandingan harga pasar saham dengan nilai buku belum menunjukkan pola yang konsisten selama periode penelitian. Meskipun secara deskriptif rata-rata PBV meningkat dari 7,98 menjadi 8,92 setelah implementasi program, perubahan tersebut tidak merata pada seluruh perusahaan sampel sehingga tidak menghasilkan perbedaan yang signifikan secara statistik. Ketidaksignifikanan PBV berkaitan dengan perbedaan pergerakan harga saham dan nilai buku per saham pada masing-masing perusahaan. Sebagai rasio yang membandingkan harga pasar saham dengan nilai buku per saham, PBV dipengaruhi oleh perubahan penilaian pasar maupun kondisi ekuitas perusahaan. Perbedaan kinerja fundamental dan respons investor menyebabkan perubahan PBV bervariasi antarperusahaan, sehingga peningkatan rata-rata secara deskriptif belum cukup untuk menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan secara statistik.

Temuan ini sejalan dengan *Signaling Theory* yang menjelaskan bahwa informasi mengenai kondisi keuangan dan prospek perusahaan menjadi salah satu pertimbangan investor dalam menilai perusahaan. Tidak signifikannya perbedaan PBV menunjukkan bahwa perubahan nilai perusahaan pada periode sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut belum menunjukkan pola yang konsisten. Peningkatan konektivitas logistik belum tentu menjadi sinyal positif yang tercermin dalam PBV apabila tidak disertai perkembangan fundamental perusahaan yang mendukung penilaian pasar. Sementara itu, dalam perspektif *Agency Theory*, hasil ini menekankan pentingnya pengelolaan ekuitas dan sumber daya perusahaan secara efektif serta penyampaian informasi keuangan yang transparan untuk mendukung kepercayaan investor.

Dalam kondisi sektor transportasi dan logistik saat ini, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa peningkatan konektivitas dan aktivitas distribusi perlu diimbangi dengan penguatan fundamental perusahaan agar berpotensi mendukung peningkatan nilai perusahaan. Perusahaan perlu menjaga kinerja operasional, mengelola ekuitas secara efektif, dan meningkatkan transparansi informasi keuangan. Di sisi lain, investor perlu mempertimbangkan PBV bersama indikator lain, seperti EPS dan PER, untuk memperoleh

gambaran yang lebih menyeluruh mengenai kondisi perusahaan. Dengan demikian, penelitian ini belum menemukan perbedaan PBV yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Namun, hasil tersebut tidak berarti bahwa program sama sekali tidak berkaitan dengan perubahan nilai perusahaan, melainkan bahwa perbedaan yang terukur melalui PBV belum cukup kuat secara statistik. Hasil penelitian ini juga tidak membuktikan hubungan sebab-akibat secara langsung antara implementasi program dan perubahan PBV.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan menganalisis perbedaan kinerja keuangan dan nilai perusahaan sektor transportasi dan logistik sebelum dan sesudah implementasi Program Tol Laut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada kinerja keuangan yang diukur menggunakan *DuPont* dan nilai perusahaan yang diukur menggunakan *Price to Book Value* (PBV). Namun, *Earnings Per Share* (EPS) dan *Price Earning Ratio* (PER) menunjukkan perbedaan yang signifikan antara kedua periode. Temuan ini menunjukkan bahwa perubahan yang signifikan secara statistik ditemukan pada laba per saham dan rasio harga saham terhadap laba, sedangkan perubahan pada kinerja keuangan secara menyeluruh dan nilai perusahaan berdasarkan nilai buku belum menunjukkan perbedaan yang signifikan.

Implikasi penelitian ini menunjukkan bahwa keberhasilan Program Tol Laut perlu dievaluasi tidak hanya berdasarkan peningkatan aktivitas distribusi dan konektivitas logistik, tetapi juga dengan memperhatikan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan profitabilitas dan efisiensi operasional. Perusahaan sektor transportasi dan logistik perlu mengoptimalkan pengelolaan aset, efisiensi biaya, serta strategi bisnis untuk mendukung keberlanjutan kinerja keuangan. Bagi pemerintah, hasil penelitian ini dapat menjadi bahan evaluasi dalam penyempurnaan implementasi Program Tol Laut, khususnya terkait pemerataan manfaat ekonomi dan penguatan infrastruktur pendukung.

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada jumlah sampel yang relatif terbatas, yaitu empat perusahaan, serta penggunaan periode sebelum dan sesudah implementasi program sebagai dasar perbandingan. Selain itu, penelitian ini hanya menggunakan indikator *DuPont*, EPS, PER, dan PBV, sehingga belum mencakup seluruh aspek kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Analisis perbedaan antar periode juga belum dapat memastikan bahwa perubahan yang ditemukan disebabkan secara langsung oleh Program Tol Laut karena kondisi perusahaan dapat dipengaruhi oleh faktor lain.

Peneliti selanjutnya disarankan untuk memperluas jumlah sampel dan cakupan perusahaan, memperpanjang periode pengamatan, serta menambahkan indikator keuangan dan faktor eksternal yang relevan, seperti kondisi ekonomi, harga bahan bakar, dan kebijakan transportasi lainnya. Penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan metode analisis yang mampu mempertimbangkan pengaruh faktor lain agar hubungan antara implementasi Program Tol Laut dan kondisi keuangan perusahaan dapat dikaji secara lebih mendalam.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E.F. & Houston, J.F. (2019) **Dasar-Dasar Manajemen keuangan**. Edisi 14. Edited by Y. Setyaningsih. Jakarta: Salemba Empat.
- Fahmi, I. (2012) **Analisis Laporan Keuangan**. Cetakan ke. Bandung: Alfabeta.
- Gumanti, T.A. (2017) *Keuangan Korporat*; Mitra Wacana Media.
- Hayat, A., Noch, M., Hamdani, Ramasukun, M., Rasyid, A. & Nasution, M. (2018) **Manajemen Keuangan**. Edisi Pert. Edited by A. Ikhsan. Medan.
- Hidayat, M. (2021) "Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Dan Nilai Perusahaan Sebelum Dan Disaat Pandemi Covid-19.," **Measurement Jurnal Akuntansi, Measurement**, Vol. 15, No. 1, pp. 9–17.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.," **Journal of Financial Economics (JFE)**.
- Ross, S.A. (1976) "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach."
- Spence, M. (1973) *Job Market signaling*.
- Subroto, V.K. & Endaryati, E. (2024) **Kumpulan Teori Akuntansi**. Yayasan Prima Agus Teknik.
- Tindaon, O. & Daryanto, W.M. (2020) "Analysis of financial performance of state owned seaport companies for the period before and after marine toll implementation during 2011 - 2018," **International Journal of Business, Economics and Law**, Vol. 21, No. 3, pp. 19–29.
- Wahid, M. & Putra Prasetya, B. (2024) "Financial Sustainability Perusahaan BUMN Sektor Transportasi Laut: DER Sebagai Variabel Mediasi," **PRIVE: Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan**, Vol. 7, No. 1, pp. 21–27.
- Wiyono, H. & Daryanto, W.M. (2020) "Financial Performance Analysis Before and After the Sea Toll Programme Case Study of Pt Pelindo I , Pt Pelindo II , Pt Pelindo III, and PT Pelindo IV for the Period of 2012-2019," **Jurnal Bisnis, Ekonomi, dan Hukum Kontemporer Asia Tenggara**, Vol. 22, No. 1, pp. 49–62.