

**ANALISIS FAKTOR PAJAK DAN FAKTOR-FAKTOR LAIN
YANG BERPENGARUH TERHADAP TINGKAT UTANG PADA
PERUSAHAAN- PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat
Memperoleh derajat S-2 Magister Sains Akuntansi



Diajukan oleh :

Nama : Tirsono

NIM : C4C005147

**PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS AKUNTANSI
UNIVERSITAS DIPONEGORO SEMARANG**

2008

Tesis berjudul

**ANALISIS FAKTOR PAJAK DAN FAKTOR-FAKTOR LAIN
YANG BERPENGARUH TERHADAP TINGKAT UTANG PADA
PERUSAHAAN- PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA**

Yang dipersiapkan dan disusun oleh

Tirsono /NIM. C4C005147

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 26 Februari 2008

Dan telah dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing

Pembimbing Utama/Ketua

Pembimbing/Anggota

Drs. Rahardjo, MSi, Akt.

NIP. 130808804

Drs. M. Didik Ardiyanto, MSi, Akt.

NIP. 132003713

Tim Penguji

Dr. Jaka Isgiyarta, MSi, Akt.

NIP. 132049471

Endang Kiswara, S.E., MSi, Akt.

NIP. 132125730

Dra. Indira Januarti, MSi, Akt.

NIP. 131991449

Semarang, 26 Februari 2008
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Sains Akuntansi
Ketua Program,

PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini, menyatakan dengan sesungguhnya bahwa tesis yang saya ajukan ini dengan judul ” *Analisis Faktor Pajak dan Faktor-faktor lain Yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Utang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*” adalah benar-benar hasil karya ilmiah saya sendiri dan belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi dan bukan plagiat atas penulisan dan penelitian lain kecuali yang diacu dalam naskah ini secara tertulis dan disebutkan dalam daftar pustaka.

Semarang, 26 Februari 2008

Tirsono

NIM. C4C005147

ABSTRAKSI

Indonesia sebagai negara yang sedang berkembang menunjukkan fenomena yang cukup menarik, yaitu adanya tingkat hutang yang tinggi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Kenyataan ini menunjukkan bahwa kebijakan utang (*leverage*) memainkan peran yang cukup penting bagi kelangsungan hidup perusahaan. Tujuan utama dalam penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris faktor-faktor yang mempengaruhi utang (*leverage*) karena dari peneliti terdahulu masih terdapat hasil penelitian yang tidak konsisten.

Berdasarkan data-data pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ penelitian ini selain menggunakan faktor pajak terdiri dari tarif pajak perusahaan (*Corporate tax rate*), keuntungan pajak selain karena utang (*Non-debt tax shield*) dalam bentuk depresiasi aktiva tetap yang mempengaruhi utang, juga terdapat faktor-faktor lainnya yang mempengaruhi utang yaitu kesempatan pertumbuhan (*Investment opportunity set*), profitabilitas (*profitability*), utang masa lalu (*past debt*). Keseluruhan analisis dalam penelitian ini berdasarkan teori struktur modal dan *theory of the Firm*. Data yang dianalisis adalah kombinasi data *time series* dan *cross-section* atau disebut panel data dengan menggunakan model regresi dengan bantuan program software SPSS 13 pada tingkat signifikansi 0,05 atau 5 %.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan tingkat signifikansi 0,05 *Corporate Tax Rate*(0,024), *Investment Opportunity Set*(0,000), *Past debt*(0,000) berpengaruh secara signifikan positif terhadap *leverage*. Sedangkan *Non-debt tax shield*(0,862) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *leverage* pada tingkat signifikansi 0,05. Untuk *Profitability*(0,000) berpengaruh secara signifikan negatif terhadap *leverage* pada tingkat signifikansi 0,05.

Kata kunci : *leverage, Corporate tax rate, Non-debt tax shield, Investment opportunity set, profitability, past debt.*

ABSTRACT

As a developing country, Indonesia shows a quite interesting phenomenon, which was the high rate of debt of many companies in Indonesia. This fact shows that the policy of leverage plays an important rule for the viability of the company. The main purpose of this research was to test empirically, any factors that influence the leverage for there are still inconsistency research results from the prior study.

Based on the data of the manufacture companies listed on BEJ, in addition of using tax factors that consisted of Corporate tax rate, and Non-debt tax shield, influencing the leverage, there are also another factors influencing the debt, which are investment opportunity, profitability, and past debt. The whole analysis of this study based on the theory of structure of capital and the theory of the firm. The analyzed data are the combination of time series and cross-section data or, panel data, utilizing the regression model supported by the software SPSS 13 on 0,05 or 5% of significance level.

The result of the study shows that at the significance level of 0,05, corporate tax rate(0,024), investment opportunity set(0,000) and past debt(0,000) has significant positive effect on the leverage. While the Non-debt tax shield(0,862) had no significant effect for the leverage at the significance of 0,05. While profitability(0,000) negatively had significance effect for the leverage at the significance of 0,05.

Keyword: leverage, corporate tax rate, non-debt tax shield, investment opportunity set, profitability, past debt.

KATA PENGANTAR

Segala puji bagi Allah SWT yang telah melimpahkan Rahmat dan Hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan tesis ini dengan baik. Adapun judul tesis ini adalah " Analisis Pajak dan Faktor-faktor lain Yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Utang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta" telah melalui proses yang lama dalam pencarian topik ini dan tidak terlepas dari diskusi dan masukan dari Bapak dosen pembimbing baik selaku pembimbing I maupun pembimbing II yang dengan penuh kesabaran dan ketelitian mengarahkan sehingga mendorong semangat penulis dalam menyelesaikan tesis ini.

Maksud dari penulisan tesis ini adalah untuk melengkapi salah satu syarat dalam memperoleh gelar pascasarjana ekonomi jurusan Akuntansi di Universitas Diponegoro, Semarang. Dalam penulisan tesis ini tentu tidak luput dari hambatan dan kesulitan, namun berkat dorongan dan berbagai bantuan yang ada, maka penulisan tesis ini dapat diselesaikan.

Selanjutnya pada kesempatan ini penulis menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Drs. Rahardjo, MSi, Akt. selaku dosen pembimbing I yang telah menyediakan waktunya untuk membimbing penulis dalam menyusun tesis ini.
2. Bapak Drs. M. Didik Ardiyanto, MSi, Akt. selaku dosen pembimbing II yang juga telah menyediakan waktunya untuk membimbing penulis dalam menyusun tesis ini.

3. Seluruh pengelola dan pengajar di Program Pascasarjana Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro yang telah memberikan dukungan selama ini kepada penulis.
4. Istriku tercinta yang selalu mendukung dan memberikan dorongan kepada penulis dalam menyelesaikan tesis ini.
5. Teman-teman se-almamater yang telah memberikan semangat moril kepada penulis dalam menyelesaikan tesis ini.

Penulis menyadari bahwa masih banyak terdapat kekurangan dalam penulisan tesis ini karena keterbatasan kemampuan penulis. Oleh karena itu penulis berharap kepada para pembaca masukan-masukan berupa kritik dan saran yang membangun untuk menyempurnakan tesis ini.

Semarang, 26 Februari 2008

Tirsono

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMBUNG.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
ABSTRAKSI.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan Penelitian.....	8
1.4 Manfaat Penelitian.....	9
1.5 Sistematika Penulisan.....	9
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS.....	11
2.1. Pendekatan <i>Theory of The Firm</i>	11
2.2. Teori Struktur Modal dan Leverage.....	14
2.3. Analisis Pajak.....	18
2.3.1. Corporate Tax Rate	21
2.3.2. Non-debt tax shield.....	25

2.4. Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Hutang.....	28
2.4.1. Investment Opportunity Set (IOS).....	28
2.4.2. Profitability.....	29
2.4.3. Hutang Masa Lalu (Past Debt).....	30
2.5. Penelitian Sebelumnya.....	31
2.6. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	35
2.7. Perumusan Hipotesis.....	37
2.7.1. Hubungan Corporate Tax Rate dengan Leverage	37
2.7.2. Hubungan Non-debt tax shield dengan Leverage.....	38
2.7.3. Hubungan Investment Opportuniy Set dengan Leverage.....	40
2.7.4. Hubungan Profitability dengan Leverage.....	39
2.7.5. Hubungan Past Debt dengan Leverage.....	42
 BAB III METODE PENELITIAN.....	 43
3.1. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel.....	43
3.2. Jenis dan Sumber Data.....	44
3.3. Definisi Operasional Variabel.....	44
3.4. Teknik Analisis.....	49
3.4.1. Uji Asumsi Klasik.....	50
3.4.2. Uji Hipotesis.....	53
 BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	 54

4.1. Sampel Perusahaan.....	54
4.2. Uji Asumsi Klasik.....	55
4.2.1. Uji Normalitas.....	55
4.2.2. Uji Autokorelasi.....	57
4.2.3. Uji Heteroskedastisitas.....	58
4.2.4. Uji Multikolinearitas.....	60
4.3. Uji Hipotesis	61
4.4. Pembahasan.....	65
4.5. Implikasi kebijakan.....	72

BAB V PENUTUP.....	74
Kesimpulan	74
Keterbatasan Penelitian dan Saran.....	76

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

		Halaman
Tabel 1.1	Nilai Rata-rata (Mean) dari sample Penelitian 75 perusahaan di Indonesia yang terdaftar di BEJ.....	1
Tabel 2.1	Kontribusi Penerimaan Pajak Terhadap APBN (dalam triliun rupiah)..	18
Tabel 2.2	Ringkasan Penelitian Sebelumnya.....	33
Tabel 3.1	Ringkasan Pengukuran Variabel.....	48
Tabel 4.1	Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov.....	57
Tabel 4.2	Hasil Uji Heteroskedastisitas dengan Uji Glejser.....	59
Tabel 4.3	Hasil Perhitungan Multikolinearitas	60
Tabel 4.4	Model Summary.....	61
Tabel 4.5	Hasil Perhitungan Regresi Simultan.....	61
Tabel 4.6	Hasil Perhitungan Regresi Parsial.....	63
Tabel 4.7	Descriptive Statistics.....	63

DAFTAR GAMBAR

		Halaman
Gambar 2.1	Pengaruh <i>Corporate Tax Rate, Non-debt tax shield, Investment Opportunity Set, Profitability, Past debt</i> terhadap <i>Leverage</i>	36
Gambar 4.1	Grafik Normal Plot.....	56
Gambar 4.2	Grafik Scatter-Plot.....	59

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Struktur modal merupakan perimbangan jumlah utang, saham preferen dan saham biasa, sehingga kebijakan struktur modal mempunyai peran yang cukup penting bagi kelangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang. Indonesia sebagai negara yang sedang berkembang menunjukkan fenomena yang cukup menarik, yaitu adanya tingkat utang yang tinggi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Secara empiris telah dilakukan penelitian oleh Agustinus Setiawan (2006) perbandingan total utang (*Total Debt=TD*) terhadap total asset (TA) dari 75 perusahaan manufaktur di Indonesia yang terdaftar di BEJ tahun 1994 sampai dengan tahun 2000.

Tabel 1.1
Nilai Rata-rata (Mean) dari sampel Penelitian 75 perusahaan di Indonesia yang terdaftar di BEJ

Tahun	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
TD/TA	0,6788	0,4663	0,5182	0,5687	0,7030	0,7683	0,7881
% TD/TA	67,88 %	46,63%	51,82%	56,87%	70,30%	76,83%	78,81%

Sumber : Hasil penelitian Agustinus Setiawan (2006)

Dari penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa sebelum dan sesudah krisis, perusahaan di Indonesia mempunyai tingkat jumlah/total utang yang cukup tinggi bila dibandingkan total assetnya. Pada tahun 1994 tingkat total utang dibandingkan total assetnya dengan nilai 0,6788 atau 67,88 % setelah masa krisis ekonomi yaitu tahun

2000 tingkat total utang dibandingkan total assetnya naik dengan nilai 0,7881 atau 78,81%.

Tingginya tingkat utang pada perusahaan-perusahaan di Indonesia merupakan suatu fenomena keuangan yang cukup menarik untuk dilakukan penelitian. Penelitian-penelitian terdahulu umumnya dilakukan pada negara-negara maju sedangkan penelitian pada negara-negara berkembang masih jarang dilakukan (Pandey, 2003). Selama krisis ekonomi sekitar tahun 1998 perusahaan-perusahaan yang mempunyai tingkat utang yang tinggi mengalami kesulitan likuiditas dibandingkan dengan perusahaan yang hanya mempunyai tingkat utang yang rendah. Selama masa itu, perusahaan yang mempunyai komposisi utang yang besar banyak yang mengalami kepailitan. Berangkat dari kenyataan ini menunjukkan bahwa kebijakan utang memainkan peran yang cukup penting bagi kelangsungan hidup perusahaan. Banyak faktor-faktor yang berpengaruh terhadap keputusan struktur modal yang secara umum terdiri dari faktor stabilitas penjualan, struktur aktiva, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan (Brigham dan Houston, 2001;39).

Pajak merupakan salah satu kewajiban perusahaan sebagai wajib pajak yang dapat dipaksakan dengan Undang-undang dan merupakan pengorbanan sumber daya ekonomis yang tidak memberikan imbalan (kontraprestasi) secara langsung bagi perusahaan. Sistem perpajakan di Indonesia menggunakan sistem "*Self Assessment*" khususnya pajak penghasilan dalam hal ini untuk penentuan jumlah besarnya pajak terhutang ditentukan oleh wajib pajak sendiri. Salah satu cara untuk mencapai efisiensi perhitungan kewajiban pajak yang dibayar oleh perusahaan adalah dengan melakukan manajemen pajak (Endang Kiswara, 2006). Efisiensi penghitungan pajak

karena perusahaan diterapkan tarif pajak tertinggi pada umumnya dilakukan oleh perusahaan yang dimiliki oleh individu atau keluarga karena motif untuk mencari keuntungan pribadi sangat tinggi dari efisiensi perhitungan pajak tersebut. Djankov dan Lang (1999) meneliti konsentrasi kepemilikan perusahaan di Asia Tenggara yang ternyata didominasi oleh perusahaan keluarga, hal ini merupakan fenomena riil perusahaan di Indonesia. Penelitian yang dilakukan Agustinus Setiawan (2006) meneliti konsentrasi kepemilikan perusahaan yang terdaftar di BEJ sebelum dan sesudah krisis moneter, sebelum krisis moneter (tahun 1993-1996) kepemilikan publik 27,35 % sesudah krisis moneter (tahun 1997-2001) kepemilikan publik 29,91% atau kepemilikan masih didominasi oleh perusahaan keluarga di atas 70% baik sebelum dan sesudah krisis moneter. Oleh karena itu perusahaan yang terdaftar di BEJ juga mempunyai kesempatan untuk melakukan efisiensi perhitungan pajak, karena perusahaan yang terdaftar di BEJ mayoritas masih dimiliki oleh keluarga dan sebagian kecil oleh publik.

Dalam peraturan Pajak Penghasilan (PPh) di Indonesia terdapat perbedaan perlakuan yang besar antara bunga pinjaman dan pengeluaran deviden, bahwa bunga pinjaman dapat dikurangkan sebagai biaya (*Tax deductible*) sesuai Pasal 6 ayat (1) huruf a UU Nomor 17 tahun 2000 sedangkan pengeluaran deviden tidak dapat dikurangkan sebagai biaya (*Non-Tax deductible*) sesuai Pasal 9 ayat (1) huruf a UU Nomor 17 tahun 2000. Pengurangan biaya bunga tersebut sangat bernilai/berarti bagi perusahaan yang terkena tarif pajak tinggi (marginal), karena semakin besar laba perusahaan akan semakin tinggi tarif pajak penghasilan (*corporate tax rate*) yang diterapkan dan akan semakin besar keuntungan pajak yang diperoleh perusahaan dari

pengurangan biaya bunga utang tersebut. Sebagai implikasinya, peningkatan tarif pajak akan meningkatkan penggunaan utang perusahaan (Shuetrim et al., 1993:5;).

Modigliani dan Miller (1958) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki rasio utang (*leverage*) akan memiliki nilai (*value*) lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan tanpa memiliki *leverage*, kenaikan nilai perusahaan terjadi karena pembayaran bunga atas utang merupakan pengurang pajak sehingga laba yang mengalir kepada investor menjadi semakin besar. Miller (1977) mengembangkan pendapat Modigliani dan Miller tersebut bahwa perusahaan dapat memperoleh manfaat dari tingkat utang yang dilakukan dalam hal pengurangan pajak yang dibayar. Selanjutnya Weston dan Copeland (1997, h.48) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan utang (*leverage*) akan menurunkan biaya modal tertimbang (*weighted cost of capital*). Penurunan biaya modal tertimbang tersebut dipengaruhi oleh pajak penghasilan perseroan atas utang, karena adanya biaya bunga utang sehingga rumus *weighted cost of capital* adalah $k = k_u (1 - TL)$.

Selanjutnya YoungRok Choi (2003) menyatakan bahwa perusahaan yang dikenakan tarif pajak marjinal yang tinggi akan memiliki insentif lebih banyak untuk mengajukan utang karena akan mendapatkan keuntungan dari pembebanan bunga atas utang itu. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan Menurut Graham, Lemmon dan Schallheim (1998), Hornaifer et al. (1994), menyatakan adanya hubungan positif antara *corporate tax rate* dengan utang (struktur modal). Peneliti lain yang tidak berhasil menemukan pengaruh pajak yang signifikan terhadap utang adalah penelitian yang telah dilakukan Barclay Smith (1995).

Keuntungan pajak di atas adalah keuntungan pajak karena adanya pembayaran bunga utang (*debt tax shield*). Sebenarnya perusahaan dapat memperoleh keuntungan

pajak yang lain yang diperoleh selain karena akibat utang atau disebut *non debt tax shield*. *Non debt tax shield* bisa karena adanya fasilitas dari pemerintah yang berupa *investment tax credit*, *tax loss carryforward* (Mackie-Mason, 1990), dan bisa dalam bentuk depresiasi aktiva tetap (*tangible assets*) (Bradley, Jarrel dan Kim, 1984). *Investment tax credit* yaitu fasilitas yang diberikan oleh pemerintah untuk PMA/PMDN, untuk menunda pembayaran pajaknya. *Tax loss carryforward* yaitu adanya kerugian yang dapat dikompensasikan ke laba tahun berikutnya selama 5 tahun ke depan sehingga perusahaan dapat menunda pembayaran pajak atas laba yang telah di kompensasikan tersebut selama lima tahun ke depan.

Keuntungan pajak yang akan didapat oleh perusahaan dari aktiva tetap tersebut adalah berupa biaya depresiasi atas aktiva tetap yang dapat dikurangkan sebagai biaya dalam menghitung laba kena pajak sebagaimana yang diatur dalam Pasal 6 Ayat (1) huruf b Undang-Undang Nomor 17 tahun 2000 tentang Pajak Penghasilan. Dalam biaya depresiasi tercermin besarnya jumlah aktiva tetap di mana aktiva tetap tersebut bisa digunakan oleh perusahaan sebagai jaminan utang (*assets collateral*). Biaya depresiasi yang tinggi akan menggambarkan bahwa perusahaan mempunyai jaminan aktiva yang tinggi untuk melakukan penambahan utang oleh karena aktiva tetap akan berpengaruh positif dengan tingkat utang (YoungRok Choi, 2003). Titman dan Wessels (1998) tidak berhasil menemukan hubungan yang signifikan antara utang dengan *non-debt tax shield*. Sementara itu Mc-Kie Mason (1990), Mutamimah (2003) menemukan hubungan negatif antara keputusan *leverage* dan *non-debt tax shield*.

Pertumbuhan perusahaan (*growth*) menunjukkan *investment opportunity set (IOS)* atau kesempatan investasi di masa yang akan datang (Jogyanto, 2002).

Peningkatan pertumbuhan suatu perusahaan akan mencerminkan adanya peningkatan peluang investasi yang cenderung untuk melakukan utang. Penambahan utang untuk keperluan investasi akan meningkatkan aktivitas perusahaan. Karena adanya penambahan aktiva tetap yang didanai dari utang maka diharapkan akan meningkatkan penjualan yang tercermin dengan adanya pertumbuhan perusahaan. Penelitian yang dilakukan Rajan dan Zingales (1995); Homaifar et al. (1994) menemukan hubungan negatif antara *leverage* dengan kesempatan pertumbuhan. Sedangkan penelitian yang dilakukan Booth, Aivazian, Kunt dan Maksimovic (2001) dalam YoungRok Choi (2003), dan Saidi (2004) menemukan hubungan positif pada negara-negara berkembang.

Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan tentunya diharapkan akan diikuti oleh peningkatan laba (*profitability*) sehingga laba yang ditahan (*retained earning*) juga akan meningkat. Dari laba yang ditahan (*retained earning*) apabila tidak digunakan untuk membayar deviden maka perusahaan cenderung untuk menggunakan laba yang ditahan tersebut sebagai penambah dana investasi dan tidak perlu menambah utang. Oleh karena itu terjadinya peningkatan laba (*profitability*) berhubungan negatif dengan penambahan utang hal ini sesuai dengan penelitian Titman dan Wessel (1988), Rajan dan Zingales (1995), Agustinus Setiawan (2006). Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Mutamimah (2003), Saidi (2004), dengan hasil penelitian bahwa profitabilitas memiliki hubungan yang positif dengan *leverage*.

Peneliti sebelumnya yang mengkaji tentang pengaruh pajak terhadap utang (struktur modal) telah dilakukan oleh YoungRok Choi (2003) di Korea dan peneliti lain di luar Indonesia dengan hasil terdapat hubungan yang positif antara pajak dengan tingkat utang. Oleh karena itu dalam penelitian ini mencoba untuk menguji apakah juga

terdapat hubungan yang signifikan antara pajak dengan tingkat utang di Indonesia, mengingat adanya perbedaan peraturan perpajakan di Indonesia dengan di Korea maupun di luar Indonesia (*research gap*) dan masih jarang penelitian yang dilakukan di Indonesia tentang pengaruh pajak terhadap utang. Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ setelah krisis moneter yaitu dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2004, dengan pertimbangan bahwa tahun-tahun tersebut kondisi perekonomian Indonesia sudah lebih baik dibanding saat terjadinya krisis moneter. Selain itu dalam penelitian ini juga untuk menguji ketidakkonsistenan faktor-faktor yang mempengaruhi hutang (*leverage*) yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya yaitu; *Corporate Tax Rate*, *Non-debt tax shield*, *Investment Opportunity Set =IOS*, *profitability*. Penelitian ini juga menambahkan variabel utang masa lalu (*past debt*) yang dapat mempengaruhi utang (*leverage*). Dalam banyak kasus di Indonesia perusahaan yang mampu dan berpengalaman mendapatkan utang dalam jumlah besar di masa lalu adalah perusahaan yang dipercaya oleh lembaga keuangan (bank) untuk mendapatkan utang baru. Sehingga pengalaman utang masa lalu (*Past debt*) berpengaruh positif dengan tingkat utang sekarang (Agustinus Setiawan, 2006).

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan alasan bahwa perusahaan yang *go-public* adalah perusahaan besar yang bisa mewakili perusahaan-perusahaan di Indonesia dan memudahkan untuk mendapatkan data.

1.2. Perumusan Masalah

Pengalaman empiris yang terjadi di Indonesia membuktikan bahwa hutang memainkan peran yang cukup penting bagi kelangsungan hidup perusahaan. Faktor

pajak dengan system *Self assessment* dengan tarif pajak progresif memberikan peluang perusahaan untuk melakukan efisiensi pembayaran pajak karena besarnya jumlah pajak yang terhutang ditentukan oleh perusahaan sendiri. Terdapat beberapa faktor-faktor yang terdiri : *Corporate Tax Rate*, *non-debt tax shield*, *profitability*, *Investment Opportunity Set (IOS)* yang saling kontradiktif yang berpengaruh terhadap *leverage* dan adanya fenomena keuangan di atas juga memberikan satu dorongan untuk dilakukan penelitian tentang kebijakan utang pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Berdasarkan data struktur modal pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ serta teori-teori yang melandasinya dan dari hasil penelitian terdahulu, dalam penelitian ini permasalahan dapat dirumuskan sebagai berikut:

- a) Apakah *Corporate Tax Rate* berpengaruh terhadap rasio utang (*leverage*).
- b) Apakah *Non-debt tax shield* berpengaruh terhadap *leverage*.
- c) Apakah *Investment Opportunity Set (IOS)* berpengaruh terhadap *leverage*.
- d) Apakah *Profitability* perusahaan berpengaruh terhadap *leverage*.
- e) Apakah *Past debt* berpengaruh terhadap rasio utang *leverage*.
- f) Apakah *Corporate Tax Rate* , *Non-debt tax shield*, *Investment Opportunity Set (IOS)*, *Profitability*, dan *Past debt* secara bersama-sama berpengaruh terhadap *leverage*.

1.3. Tujuan Penelitian

1. Untuk membuktikan secara empiris pengaruh *Corporate Tax Rate* terhadap *leverage*.
2. Untuk membuktikan secara empiris pengaruh *Non-debt tax shield* terhadap *leverage*.

3. Untuk membuktikan secara empiris pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)* terhadap *leverage*.
4. Untuk membuktikan secara empiris pengaruh *profitability* terhadap *leverage*.
5. Untuk membuktikan secara empiris pengaruh *Past debt* terhadap *leverage*.
6. Untuk membuktikan secara empiris *Corporate Tax Rate* , *Non-debt tax shield*, *Investment Opportunity Set (IOS)*, *Profitability*, dan *Past debt* secara bersama-sama berpengaruh terhadap *leverage*.

1.4. Manfaat Penelitian

1. Sebagai kontribusi atas hasil penelitian berdasarkan teori struktur modal pada negara berkembang.
2. Sebagai informasi tentang perilaku keuangan perusahaan di Indonesia.
3. Sebagai sumbangan pengetahuan dalam praktek di perusahaan sehubungan dengan kecenderungan pilihan atas utang yang umum terjadi di Indonesia.

1.5. Sistematika Penulisan

Penelitian ini akan disajikan dalam lima bagian. Bab satu, pendahuluan yang berisikan latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, serta manfaat penelitian, serta sistematika penulisan tesis. Bab dua, membahas mengenai tinjauan pustaka yang di dalamnya terdapat hal-hal yang berkaitan dengan landasan teori dan penelitian sebelumnya secara spesifik.

Bab tiga dari penelitian ini membahas mengenai metode penelitian. Di dalam metode penelitian ini menjelaskan secara terperinci mengenai populasi dan prosedur

penentuan sampel, jenis dan sumber data, prosedur pengumpulan data, definisi operasional, teknik analisis. Bab empat dalam penelitian ini, menyajikan pembahasan hasil penelitian dan pembahasannya yang secara spesifik berisikan sampel data, uji hipotesis, serta interpretasi hasil penelitian. Bab lima merupakan bagian akhir penelitian yang mengikhtisarkan kesimpulan yang dapat diambil dari temuan peneliti, keterbatasan penelitian dan saran yang dapat diberikan kepada peneliti-peneliti selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Pendekatan *Theory of The Firm*

Theory of The Firm pada prinsipnya menjelaskan kegunaan hasil secara efisiensi dan maksimal. Jensen dan Meckling, (1976) menyatakan bahwa perusahaan (*The firm*) dalam mengoperasikan aktifitas perusahaan yaitu memadukan keterbatasan kondisi-kondisi yang relevan dengan mempertimbangkan output dan input dengan tujuan untuk memaksimalkan keuntungan atau nilai perusahaan. Perilaku memaksimalkan keuntungan atau nilai perusahaan tersebut tercermin pada perilaku sebagian atau semua individu dalam perusahaan termasuk perilaku manajerial. Sebagai implikasinya, perilaku-perilaku tersebut akan tertuang dalam perjanjian/kontrak antara manajer dengan perusahaan yang kemudian mengakibatkan timbulnya biaya keagenan dalam hubungannya dengan teori keagenan (*Agency Theory*). Oleh karena itu Jensen & Meckling dalam pembahasan *Theory of The Firm* yang pada prinsipnya adalah suatu proses untuk memaksimalkan keuntungan atau memaksimalkan nilai perusahaan

tersebut dengan mempertimbangkan perilaku manajerial, biaya keagenan, dan struktur kepemilikan dalam perusahaan.

Frank Machovec (1995) yang dinyatakan oleh Stanley Jevons dalam Baker, Gibon, dan Murphy (1997) bahwa dengan suatu populasi tertentu, dengan berbagai kebutuhan dan kemampuan produksi dari sumber daya dan material yang dimiliki dan memanfaatkan tenaga kerja yang ada akan memaksimalkan kegunaan hasil. J. Foss (1997) menyatakan bahwa terdapat dua pendekatan mengenai perusahaan yaitu pendekatan yang sesuai kontrak dan pendekatan yang sesuai kemampuan. Dalam pendekatan secara kontrak untuk mencapai efisiensi biaya perusahaan dihadapkan pada pemilihan penggunaan tenaga kerja antara menggunakan tenaga kerja sendiri atau menggunakan tenaga kerja dari *outsourcing* sehingga perusahaan dapat memilih yang terbaik tentunya dengan pertimbangan biaya yang lebih murah atau efisiensi.

Sedangkan Baker, Gibon, dan Murphy (1997) memandang perusahaan dari segi kontrak relasional (*Relational Contracts*). Kontrak relasional bisa ditunjukkan dalam hubungan bisnis secara horisontal atau vertikal. Hubungan bisnis secara horisontal yaitu hubungan dalam jaringan perusahaan dalam satu grup atau usaha patungan sedangkan hubungan bisnis secara vertikal adalah hubungan transaksi dalam jangka panjang dan bersifat strategis misalnya dalam penguasaan rantai persediaan untuk menjamin ketersediaan bahan baku dengan harga yang lebih rendah perusahaan akan berintegrasi dengan perusahaan suplier bahan baku. Dari dua pendapat tersebut dapat disimpulkan perusahaan dipandang sebagai satu kesatuan teori yang mengorganisir sumber daya yang dimiliki untuk lebih efisien kemudian ada kemampuan untuk memproduksi atau keunggulan kompetitif sehingga harga di pasaran bisa bersaing.

Sistem perpajakan di Indonesia khususnya Pajak Penghasilan menggunakan sistem "Self Assessment" yaitu Wajib Pajak diberikan wewenang atau otoritas oleh Pemerintah(Fiskus) untuk menghitung, dan memperhitungkan sendiri besarnya pajak yang terhutang, ini merupakan bentuk dari pendelegasian wewenang atau otoritas dari Pemerintah kepada Wajib Pajak. Dengan adanya pendelegasian wewenang atau otoritas dari Pemerintah kepada Wajib Pajak dapat memberikan kesempatan kepada Wajib Pajak untuk menghitung penghasilan kena pajak serendah mungkin dengan mengurangi biaya sebesar mungkin yang pada akhirnya pajak yang terutang seminimal mungkin. Salah satu untuk mencapai efisiensi usaha adalah dengan menekan serendah mungkin untuk menghitung kewajiban pajak yang dibayar oleh perusahaan adalah dengan melakukan manajemen pajak (Endang Kiswara, 2006) yaitu dengan memanfaatkan celah hukum atau *loop hole* dalam peraturan perpajakan.

Tindakan-tindakan yang menguntungkan perusahaan untuk menekan serendah mungkin menghitung kewajiban pajak dengan melakukan manajemen pajak adalah salah satu usaha untuk mencapai efisiensi usaha. Hal tersebut sejalan dengan *Theory of The Firm* yaitu pola atau ajaran bagaimana untuk memaksimalkan kegunaan hasil secara efisiensi. Perusahaan dengan menekan serendah mungkin untuk menghitung kewajiban pajaknya bisa juga disebut dengan memaksimalkan utilitas atau utilitarianisme, penganut teori ini menyatakan bahwa seseorang harus bertindak untuk memaksimalkan utilitasnya atau memaksimalkan kebahagiaan/keuntungan dirinya sendiri (Hendriksen, Breda 2000, h.236). Perusahaan akan memaksimalkan utilitasnya yaitu dengan meminimalkan pajak yang akan dibayar yang tercermin dari perilaku perusahaan lebih cenderung mengambil keputusan penggunaan hutang dalam pengoperasian perusahaannya daripada menggunakan modal sendiri atau menambah

modal saham, karena bunga pinjaman dari hutang dapat dikurangkan untuk menentukan laba kena pajak sedangkan biaya modal dalam hal deviden yang dibagikan kepada pemegang saham tidak boleh dibiayakan dalam menghitung penghasilan kena pajak menurut peraturan perpajakan.

2.1. Teori Struktur Modal dan *Leverage*

Weston dan Copeland (1997) memberikan suatu konsep tentang *Leverage* (tingkat hutang) atau *debt ratio* yang merupakan perbandingan antara nilai buku seluruh hutang (*total debt*) dengan total aktiva (*total assets*). Rasio ini menekankan pentingnya pendanaan utang dengan jalan menunjukkan persentase aktiva perusahaan yang didukung dengan utang (Darsono dan Ashari, 2005). Dengan demikian, semakin tinggi rasio ini maka semakin besar resiko yang dihadapi, investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi. Seringkali kreditor suatu perusahaan akan berusaha untuk mencegah rasio *leverage* yang tinggi dengan mensyaratkan suatu perjanjian utang terhadap perusahaan itu, sehingga perusahaan yang terikat dalam perjanjian tersebut akan menjaga *leverage*-nya berada di bawah batas yang telah ditentukan. Selain itu, rasio *leverage* yang tinggi juga menunjukkan proporsi modal sendiri yang rendah untuk membiayai aktiva.

Leverage merupakan salah satu rasio solvabilitas yaitu rasio untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jika perusahaan itu dilikuidasi. Rasio solvabilitas yang lain adalah dalam bentuk *Debt to Equity Ratio* (DER), yaitu suatu perbandingan antara nilai seluruh hutang (*total debt*) dengan total ekuitas. Rasio ini menunjukkan persentase penyediaan dana oleh pemegang saham terhadap pemberi pinjaman. Semakin tinggi rasio, semakin rendah pendanaan perusahaan yang disediakan

oleh pemegang saham. Dari perspektif kemampuan membayar kewajiban jangka panjang, semakin rendah rasio akan semakin baik kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjang. Baik *Leverage* maupun *Debt to Equity Ratio* (DER) sama-sama sebagai alat pengukur kinerja perusahaan yang dipakai dalam analisis laporan keuangan, perbedaan keduanya terletak pada tujuan analisisnya. Informasi *Leverage* diperlukan kreditor untuk mengetahui resiko ketidakmampuan perusahaan dalam membayar semua kewajibannya. Sedangkan informasi *Debt to Equity Ratio* (DER) diperlukan oleh pemegang saham apabila terdapat penurunan dalam DER menunjukkan bahwa sebagian besar investasi yang dilakukan oleh perusahaan harus didanai dari equitas pemegang saham.

Ketentuan dalam peraturan perpajakan membatasi perbandingan antara utang dengan modal perusahaan untuk keperluan penghitungan Pajak Penghasilan yaitu maksimal 3 dibanding 1. Pembatasan dimaksudkan untuk mengatur maksimal pinjaman yang diperbolehkan agar tidak semua biaya bunga dapat dikurangkan sehingga penghasilan kena pajak menjadi besar dalam posisi perusahaan laba. Ketentuan ini disebut dengan *thin capitalization* selain untuk mencegah adanya modal terselubung juga bertujuan untuk mendorong perusahaan melakukan investasi melalui equity karena untuk mencegah perusahaan dalam kesulitan keuangan (*financial distress*).

Dalam kaitannya dengan penelitian ini membatasi pembahasan yang berkaitan dengan tingkat utang atau rasio utang yaitu *leverage* yang mencerminkan total asset yang dianalisis diharapkan karena akan menggambarkan hasil analisis perusahaan secara keseluruhan. Sedangkan *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak dipakai sebagai *proxy* dalam penelitian ini karena DER hanya menggambarkan sebagian dari struktur modal perusahaan (equity) dan penelitian ini juga tidak membahas koreksi fiskal yang

berkaitan biaya bunga pinjaman yang tidak diperbolehkan (*Non-tax Deductible*) dalam menghitung Penghasilan Kena Pajak.

Pembahasan utang tidak terlepas dari teori struktur modal (*capital structure theory*), teori tersebut telah dipelopori oleh Franco Modigliani dan Merton Miller. Pada tahun 1958 Modigliani dan Miller menemukan teori keuangan yang disebut teori struktur modal yang kemudian dikenal dengan *MM-Theory* dengan Preposisi I dan II atau Dalil I dan II. Dalam dalil I Mogdiliani-Miller yang disebut *irrelevansi leverage* yaitu nilai perusahaan dengan *leverage* sama dengan nilai perusahaan yang tanpa *leverage*. Teori klasik Mogdiliani-Miller I tahun 1958 adalah membahas sebuah perusahaan dengan asumsi tanpa pertumbuhan, tanpa investasi dan tanpa dikenakan pajak. Oleh karena itu Mogdiliani-Miller mengasumsikan tidak ada pajak dan menyimpulkan bahwa nilai (*value*) perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Atau nilai perusahaan (*v*) adalah sama dengan *Earning Before Interest and Tax* dibagi biaya modal (k_0) atau $V_L = V_U = \text{EBIT} / \text{Biaya Modal } (k_0)$. Dalam dalil II pada tahun 1977 Mogdiliani-Miller menyebutkan bahwa nilai perusahaan dengan *leverage* lebih tinggi daripada nilai perusahaan yang tanpa *leverage*. Perbedaan nilai tersebut karena adanya perlindungan pajak (*tax shield*) yang dinyatakan oleh pengurangan pajak atas bunga hutang sehingga perbedaan nilai sama dengan nilai utang dikalikan dengan tarif pajak penghasilan yang berlaku atau $V_L = V_U + TD(\text{Tax shield})$

Menurut Manurung (2006, h.26) bahwa Teori struktur keuangan atau struktur modal (*structure capital*) mempunyai tujuan akhir yaitu pada nilai perusahaan (*value of the firm*). Struktur keuangan perusahaan mempunyai pengaruh yang cukup besar terhadap nilai perusahaan contohnya harga saham yang diperdagangkan di bursa saham

merupakan refleksi dari struktur keuangan tersebut. Para investor atau pengambil keputusan seringkali memperhatikan struktur keuangan perusahaan dalam rangka melakukan investasi. Teori struktur keuangan atau struktur modal (*structure capital*) yang dikaitkan dengan nilai perusahaan (*value of the firm*) pertama kali dikembangkan oleh David Duran pada tahun 1952 dalam Manurung (2006) bahwa nilai perusahaan dikembangkan dengan tiga pendekatan. Salah satunya adalah pendekatan tradisional yang dinyatakan bahwa perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal ketika nilai perusahaan maksimum. Nilai perusahaan yang maksimum berkaitan dengan biaya rata-rata modal yang minimum. Sedangkan menurut Weston dan Copeland (1997, h.48) juga menegaskan teori Modigliani dan Miller bahwa perusahaan yang menggunakan utang (*leverage*) telah menaikkan nilai perusahaan. Dan pengaruh atas pajak penghasilan perseroan atas utang juga telah meningkatkan nilai perusahaan dan menurunkan biaya modal tertimbang (*weighted cost of capital*).

$$K = k_u (1 - TL)$$

Teori lain yang dibahas oleh Donaldson (1961) dalam Manurung (2006), Myers (1984) menyempurnakan teori ini yang disebut *The Pecking order hypothesis*. Menurut Donaldson (1961) bahwa pemilihan struktur modal akan mengikuti urutan tingkatan, disebut *the fund cost hierarchy*, dimana tingkatan pertama adalah perusahaan menggunakan pendanaan dari dalam perusahaan yang berasal dari laba ditahan (*retained earnings*), kemudian utang, dan yang terakhir menerbitkan saham di pasar modal (Shuetrim, Lowe & Morling, 1993;). Kemudian Stiglitz (1969), Haugen dan Papas (1971), Rubenstein (1973) (dalam Manurung, 2006 p.24) juga membahas teori lain yang berhubungan dengan struktur kapital yaitu *Trade-off theory* yang berasumsi bahwa perusahaan mempunyai rasio yang optimal antara utang dan ekuitas, yang

ditentukan oleh pilihan (*trade-off*) antara manfaat dan biaya utang. Biaya dan manfaat yang berhubungan dengan utang adalah Pajak (*taxation*) yaitu adanya manfaat dari biaya bunga utang yang akan mengurangi penghasilan kena pajak dan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. *Trade-off theory* telah membahas *financial distress*, perusahaan yang terus meningkatkan utang akan membayar bunga yang semakin besar dan kemungkinan adanya penurunan laba bersih perusahaan semakin besar dan akan membawa kepada kesulitan keuangan (*financial distress*). Akibatnya kesulitan keuangan akan menimbulkan biaya *financial distress* dan menuju kebangkrutan yang akhirnya juga menimbulkan biaya kebangkrutan. Artinya dalam meningkatkan utang untuk mencapai struktur kapital yang optimal maka timbul pilihan (*trade-off*) antara keuntungan pajak atas peningkatan utang dengan biaya kebangkrutan yang akan terjadi.

Miller (1977) mengembangkan pendapat ini bahwa perusahaan dapat memperoleh manfaat dari tingkat utang yang dilakukan dalam hal pengurangan pajak yang dibayar atau disebut *debt tax shield*. Sebagai implikasinya, peningkatan pajak akan meningkatkan penggunaan utang perusahaan (Shuetrim et al., 1993:5).

2.1. Analisis Pajak

Pajak merupakan salah satu kewajiban perusahaan kepada pemerintah yang dapat dipaksakan dengan Undang-undang dan merupakan pengorbanan sumber daya ekonomis yang tidak memberikan imbalan (kontraprestasi) secara langsung bagi perusahaan. Pajak merupakan salah satu sektor penerimaan Negara yang sangat dominan, dalam Tabel 2.1 menunjukkan bahwa kontribusi penerimaan pajak terhadap APBN untuk setiap tahunnya mengalami peningkatan yang sangat signifikan maka perusahaan dituntut pula untuk berpartisipasi dalam peningkatan pembayaran pajaknya.

Tabel 2.1

Kontribusi Penerimaan Pajak Terhadap APBN (dalam triliun rupiah)

Tahun	APBN	APBN	APBN	APBN	APBN	APBN	RAPBN
APBN	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nilai Pajak	210,1	242,1	280,9	346,8	425,1	489,9	591,7

Sumber data : Direktorat Jenderal Pajak

Sistem perpajakan di Indonesia menggunakan sistem "Self Assessment" khususnya pajak penghasilan dalam hal ini untuk penentuan jumlah besarnya pajak terutang ditentukan oleh wajib pajak sendiri. Salah satu cara untuk mencapai efisiensi perhitungan kewajiban pajak yang dibayar oleh perusahaan adalah dengan melakukan manajemen pajak (Endang Kiswara, 2006) yaitu dengan memanfaatkan ketentuan-ketentuan perpajakan yang menguntungkan wajib pajak. Ketentuan-ketentuan perpajakan tersebut bisa berupa pengeluaran atau pembebanan biaya yang diperkenankan (*Tax deductible*) dalam menghitung laba kena pajak maupun fasilitas dari pemerintah yang berupa pemberian kompensasi kerugian untuk perusahaan yang mengalami kerugian ke laba di tahun berikutnya sampai dengan lima tahun kedepan maupun pemberian fasilitas perpajakan khusus bagi perusahaan PMA (*tax holiday*).

Dalam keputusan untuk menambah dana dari luar perusahaan, perusahaan dihadapkan pada pertimbangan biaya modal yang akan menjadi beban operasional usahanya, perusahaan menghendaki adanya biaya modal yang efisien atau biaya modal yang rendah. Weston dan Copeland (1997, h.48) menegaskan bahwa perusahaan yang menggunakan utang (*leverage*) akan menurunkan biaya modal tertimbang (*weighted cost of capital*). Penurunan biaya modal tertimbang tersebut dipengaruhi oleh pajak

penghasilan perseroan atas utang, karena adanya biaya bunga utang sehingga rumus *weighted cost of capital* adalah $k = k_u (1 - TL)$.

Peraturan Pajak Penghasilan (PPh) di Indonesia membedakan perlakuan biaya bunga pinjaman dengan pengeluaran deviden, bahwa bunga pinjaman dapat dikurangkan sebagai biaya (*Tax deductible*) sesuai Pasal 6 ayat (1) huruf a UU Nomor 17 tahun 2000 sedangkan pengeluaran deviden tidak dapat dikurangkan sebagai biaya (*Non-Tax deductible*) sesuai Pasal 9 ayat (1) huruf a UU Nomor 17 tahun 2000. Pengurangan biaya bunga tersebut sangat bernilai/berarti bagi perusahaan yang terkena pajak tinggi (marginal), oleh karena itu makin tinggi tarif pajak akan makin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan dari penggunaan utang yang kemudian keuntungan tersebut disebut *debt tax shield*. Ketentuan-ketentuan perpajakan berupa fasilitas dari pemerintah yang berupa pemberian kompensasi kerugian untuk perusahaan yang rugi ke laba di tahun berikutnya sampai dengan lima tahun maupun pemberian fasilitas perpajakan bagi perusahaan PMA (*tax holiday*) maupun pembebanan depresiasi aktiva tetap disebut keuntungan bukan karena adanya utang atau disebut *Non-debt tax shield*. Bagi perusahaan yang mempunyai tingkat laba yang tinggi akan terkena tarif pajak yang tinggi pula, oleh karena itu perusahaan pasti akan mempertimbangkan atau memanfaatkan ketentuan atau fasilitas dari pemerintah yang menguntungkan dalam membayar pajak untuk mencapai efisiensi dalam menghitung pajak.

2.1.1. Corporate Tax Rate

Tarif pajak Penghasilan (*Corporate Tax Rate*) di Indonesia sesuai Pasal 17 Undang-undang Nomor 17 tahun 2000 tentang Pajak Penghasilan adalah tarif pajak

progresif yaitu tarif yang dikenakan secara berjenjang terhadap penghasilan kena pajak. Tarif pajak atas Penghasilan kena pajak untuk Wajib Pajak Badan dalam negeri adalah 10% untuk penghasilan kena pajak 0 – Rp 50 juta, 15% untuk penghasilan kena pajak Rp 50 juta – Rp 100 juta, 30% untuk penghasilan kena pajak di atas Rp 100 juta. Dari susunan tarif pajak progresif tersebut maka terdapat tarif pajak marginal (Weston dan Copeland, 1995, h.126) yaitu batas tarif pajak tertinggi, untuk Wajib Pajak Badan dalam negeri adalah 30% yang dikenakan atas penghasilan kena pajak di atas Rp 100 juta. Perusahaan yang mempunyai penghasilan kena pajak di atas Rp 100 juta akan dikenakan tarif 10% untuk lapisan penghasilan Rp 50 juta pertama, 15 % untuk lapisan penghasilan Rp 50 juta kedua dan sisanya akan dikenakan tarif tertinggi (tarif marginal) yaitu 30%.

Perusahaan yang telah mempunyai penghasilan di atas Rp 100 juta pasti akan dikenakan tarif pajak marginal sebesar 30% dari penghasilan kena pajak disamping terkena tarif pajak lapisan pertama 10% dan lapisan kedua 15%. Apabila perusahaan telah dikenakan tarif marginal tersebut maka perusahaan cenderung untuk melakukan efisiensi perhitungan pajak yang akan dibayar dengan jalan menambah biaya semaksimal mungkin yang bisa dikurangkan untuk menghitung penghasilan pajak karena keuntungan pajak yang akan didapatkan adalah sebesar 30% dari penambahan biaya tersebut. Salah satu biaya yang bisa dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak (*tax deductible*) adalah biaya bunga pinjaman. Pengurangan biaya tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif tertinggi (tarif marginal), makin tinggi tarif pajak akan semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan dari penggunaan utang tersebut. Oleh karena itu perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya perusahaan akan terdorong untuk melakukan penambahan utang daripada

mengeluarkan saham baru karena atas deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham tidak boleh dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak.

Dalam peraturan Pajak Penghasilan (PPh) di Indonesia terdapat perbedaan perlakuan yang besar antara bunga pinjaman dan pengeluaran deviden. Sesuai dalam Pasal 6 ayat (1) huruf a Undang-undang Nomor 7 tahun 1983 sebagaimana diubah terakhir dengan Undang-undang Nomor 17 tahun 2000 disebutkan bahwa :

*“Untuk menghitung besarnya Penghasilan Kena Pajak bagi Wajib Pajak dalam negeri dan bentuk usaha tetap, ditentukan berdasarkan penghasilan bruto dikurangi : a. biaya untuk mendapatkan, menagih, dan memelihara penghasilan, termasuk biaya pembelian bahan, biaya yang berkenaan dengan pekerjaan atau jasa termasuk upah, gaji, honorarium, bonus gratifikasi, dan tunjangan yang diberikan dalam bentuk uang, **bunga**, sewa, royalty, biaya perjalanan, biaya pengolahan limbah, piutang yang nyata-nyata tidak dapat ditagih, premi asuransi, biaya administrasi, dan pajak kecuali Pajak Penghasilan. ”*

Sedangkan dalam Pasal 9 ayat (1) huruf a Undang-undang Nomor 7 tahun 1983 sebagaimana diubah terakhir dengan Undang-undang Nomor 17 tahun 2000 disebutkan bahwa :

*“Untuk menentukan besarnya Penghasilan Kena Pajak bagi Wajib Pajak dalam negeri dan bentuk usaha tetap tidak boleh dikurangkan : a. pembagian laba dengan nama dan dalam bentuk apapun seperti **deviden**, termasuk pembayaran deviden yang dibayarkan oleh perusahaan asuransi kepada pemegang polis, dan pembagian sisa hasil usaha koperasi”*

Dari segi sudut pandang manajemen keuangan, sumber dana baik utang maupun penambahan modal pemilik dalam bentuk saham merupakan sumber ekstern, sedangkan sumber intern berupa laba yang ditahan (*retained earning*) yaitu akumulasi laba yang diperoleh dan belum dibagikan dalam bentuk deviden. Oleh karena itu adanya perbedaan pandangan yang sangat besar terhadap perlakuan menurut perpajakan bahwa bunga dapat dikurangkan sebagai biaya, sedangkan deviden tidak dapat dikurangkan sebagai biaya akan memberikan perlakuan kebijakan struktur modal perusahaan yang

berbeda. Perusahaan dapat memilih dalam pembiayaan/pendanaan untuk investasinya atau aktivitasnya apakah akan memakai dana intern yang berasal dari laba yang ditahan (*retained earning*) atau melakukan utang atau menambah modal pemilik dalam bentuk menerbitkan saham baru.

Pendekatan lain yang dipakai Weston & Copeland, (1995) untuk menentukan apakah memakai utang atau menambah modal pemilik adalah perbandingan nilai perusahaan. Pendekatan ini menitik beratkan pada pendapatan yang diperoleh baik pemegang saham maupun kreditur, makin besar pendapatan yang diperoleh makin besar pula nilai perusahaan dan telah disimpulkan bahwa penggunaan utang selalu menghasilkan nilai yang lebih besar. Selisih kelebihan nilai tersebut bila dibandingkan dengan penambahan modal pemilik terletak pada beban pajak penghasilan yang lebih kecil akibat bunga yang dapat dikurangkan sebagai biaya.

Dengan mempertimbangkan keberadaan pajak, Modigliani dan Miller (1963) merevisi kesimpulannya mengenai teori irrelevansi. Dalam pernyataan revisinya, kedua pakar ini menemukan bahwa dengan menggunakan *leverage* dalam jumlah tertentu, maka akan dicapai penurunan pajak perusahaan. Selain itu, pembayaran bunga yang terdapat di dalam *leverage* tersebut dapat digunakan sebagai *tax shield*. Menurut Shuetrim et al., (1993:5); YoungRok Choi (2003) bahwa perusahaan dengan tarif pajak marjinal yang tinggi memiliki insentif lebih banyak untuk mengajukan utang karena dapat mengambil keuntungan dari pengurangan bunga. Sesuai Pasal 6 Pasal 17 Undang-undang Nomor 17 tahun 2000 tentang Pajak Penghasilan bunga pinjaman adalah beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan (*tax deductible*), dan pengurangan tersebut sangat bernilai/berarti bagi perusahaan yang terkena pajak tinggi (marginal). Oleh karena itu makin tinggi tarif pajak akan makin besar keuntungan yang

diperoleh perusahaan dari penggunaan utang tersebut. Menurut Graham, Lemmon dan Schallheim (1998), Homaifer et al. (1994), dan YoungRok Choi (2003) menyatakan adanya hubungan positif antara *corporate tax rate* dengan hutang (struktur modal).

Kesimpulannya dengan adanya keuntungan atas pembayaran bunga (*interest tax shield*) menjadi penjelas bagi keputusan *leverage* yang lebih tinggi. Perusahaan akan terdorong untuk melakukan utang apabila mempunyai tarif pajak marginal yang tinggi, karena adanya adanya keuntungan atas pembayaran bunga (*interest tax shield*) sehingga pajak yang akan dibayarkan menjadi lebih kecil. Penerapan tarif pajak progresif yang tinggi membawa pengaruh bagi perusahaan untuk melakukan efisiensi pembayaran pajak tahun mendatang karena kesempatan perusahaan untuk melakukan efisiensi tersebut akan terealisasi dengan melakukan utang tahun yang akan datang. Jadi tarif pajak progresif yang tinggi tahun lalu ($t-1$) akan membawa berpengaruh terhadap utang perusahaan tahun sekarang (t).

2.3.2 Non-debt tax shield

Dalam kaitannya dengan pajak, perusahaan telah memperoleh keuntungan pajak atas pembayaran bunga pinjaman (*interest tax shield/debt tax shield*). Disamping itu perusahaan juga dapat pula memperoleh keuntungan pajak yang lain disebut *Non-debt Tax Shield* yaitu keuntungan pajak yang diperoleh perusahaan selain bunga pinjaman yang dibayarkan. Menurut Mackie-Mason (1990) *Non-debt tax shield* dikelompokkan menjadi dua yaitu : *tax loss carry forward* dan *investment tax credit*. *Tax loss carry forward* dapat berupa kerugian yang dapat dikompensasikan ke tahun yang akan datang. Menurut Undang-Undang Nomor 7 tahun 1983 tentang Pajak

Penghasilan yang telah diubah terakhir dengan Undang-Undang Nomor 17 tahun 2000 tentang Pajak Penghasilan Pasal 6 Ayat (1) huruf (2) :

*“Apabila penghasilan bruto setelah pengurangan sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) didapat kerugian, maka kerugian dapat dikompensasikan dengan penghasilan mulai tahun pajak berikutnya berturut-turut sampai dengan 5 (lima) tahun.
“*

Dari peraturan perpajakan tersebut bahwa kerugian perusahaan dapat dikompensasikan terhadap laba selama lima tahun ke depan. Karena adanya kerugian tersebut maka perusahaan dapat menundah pembayaran pajaknya lima tahun ke depan (*Tax loss carry forward*).

Investment tax credit adalah fasilitas yang diberikan oleh pemerintah. Fasilitas tersebut merupakan perangsang penanaman modal yang diberikan sebesar 5 % dari jumlah pengeluaran untuk penanaman modal dalam rangka fasilitas PMA/PMDN. Fasilitas ini terdapat dalam Ordonasi Pajak Perseroan 1925 Pasal 46. Dengan adanya Undang-Undang Nomor 7 tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan yang telah diubah terakhir dengan Undang-Undang Nomor 17 tahun 2000 tentang Pajak Penghasilan, kemudian fasilitas perangsang penanaman modal untuk PMA/PMDN tersebut ditiadakan (Weston dan Copeland, 1995, h.136).

Menurut Bradley, Jarrel dan Kim (1984) *Non-debt tax shield* adalah dalam bentuk depresiasi aktiva tetap. Dalam Pasal 6 ayat (1) huruf b Undang-Undang Nomor 7 tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan yang telah diubah terakhir dengan Undang-Undang Nomor 17 tahun 2000 tentang Pajak Penghasilan:

“Besarnya Penghasilan Kena Pajak bagi Wajib Pajak dalam negeri dan bentuk usaha tetap, ditentukan berdasarkan penghasilan bruto dikurangi : b. penyusutan atas pengeluaran untuk memperoleh harta berwujud dan amortisasi atas pengeluaran untuk memperoleh hak dan atas biaya lainnya yang mempunyai masa manfaat lebih dari satu tahun”

Oleh karena itu perusahaan yang mempunyai jumlah aktiva tetap yang tinggi akan semakin banyak memperoleh keuntungan pajak yaitu berupa biaya depresiasi/penyusutan yang dapat dikurangkan dalam menghitung besarnya pajak terutang. Keuntungan pajak yang berupa biaya depresiasi/penyusutan yang dapat dikurangkan dalam menentukan penghasilan kena pajak disebut juga dengan *Non-debt tax shield*. Dalam biaya depresiasi juga mencerminkan tingkat jumlah aset tangible yang dimiliki oleh perusahaan, aset tangible tersebut selanjutnya dapat digunakan sebagai aset kolateral untuk jaminan utang pada waktu mengajukan utang. Karena perusahaan mempunyai aset kolateral yang tinggi maka perusahaan tersebut akan dengan mudah mendapatkan utang baru sehingga ada kecenderungan untuk menambah utang lagi.

Non-debt tax shield menurut Shevlin (2001) dalam bentuk pemberian kompensasi kepada karyawan (*compensation policy*). Penghargaan atau insentif kepada karyawan diberikan pilihan (*trade-off*) sebagai kompensasinya apakah akan diberikan bonus gaji (*sallary*) atau karyawan akan diberikan insentif dalam bentuk saham perusahaan (*incentive stock options/ISO*) maupun dalam bentuk selain dalam bentuk saham perusahaan (*nonqualified stock options/NQO*) misalnya pemberian natura atau kenikmatan (*fringe benefit*). Dengan pemberian insentif berupa gaji (*sallary*) kepada karyawan, perusahaan akan mendapatkan potongan pajak penghasilan perusahaan karena gaji bersifat *tax deductible*, apabila diberikan insentif dalam bentuk saham, perusahaan tidak akan mendapatkan potongan pajak penghasilan karena pemberian saham perusahaan sifatnya bukan biaya bagi perusahaan tetapi karyawan akan dikenakan pajak atas deviden dan *capital gain* yang akan didapat. Pemberian

insentif/kompensasi selain dalam bentuk saham perusahaan (*nonqualified stock options/NQO*) misalnya pemberian natura atau kenikmatan (*fringe benefit*), perusahaan akan akan mendapatkan potongan pajak penghasilan sebaliknya karyawan tidak akan dikenakan pajak misalnya pemberian makan siang kepada seluruh karyawan, karena pemberian natura/kenikmatan menurut Pasal 9 ayat 1 huruf e, UU Nomor 17 tahun 2000 dapat dikurangkan sebagai biaya(*tax deductible*), sebaliknya bukan merupakan objek PPh Pasal 21 bagi karyawan sebagaimana diatur Pasal 4 ayat 3 huruf d, UU Nomor 17 tahun 2000.

Graham (2003) menyarankan dalam kebijakan pemberian kompensasi(*compensation policy*) atau insentif kepada karyawan dalam bentuk saham perusahaan (*incentive stock options/ISO*) apabila ketika perusahaan dikenakan tarif pajak yang rendah, sebaliknya pemberian insentif/kompensasi bonus gaji dan pemberian natura atau kenikmatan (*fringe benefit*) ketika perusahaan dikenakan tarif pajak yang tinggi. Klassen (1997); Gunther (1994); menyatakan bahwa perusahaan dengan tarif yang tinggi lebih suka melakukan manajemen pajak atau efisiensi penghitungan pajak dengan kebijakan pemberian kompensasi(*compensation policy*). Matsunaga et. al (1992) tidak menemukan bukti bahwa kompensasi dalam bentuk saham (*incentive stock options/ISO*) berpengaruh terhadap kebijakan melakukan manajemen pajak. Beberapa peneliti Givoloy and Hayn,1992; Gupta, 1995; Amir et al.,1997;Ayers, 1998; Miller dan Skinner,1998; Sansing, 1998; Collins et. at.,2000 dengan hasil penelitiannya bahwa besarnya pajak penghasilan tidak berpengaruh terhadap kebijakan melakukan manajemen pajak penghasilan (*income tax planning*).

2.4. Faktor-faktor lain Yang Berpengaruh Terhadap Utang

2.4.1. Investment Opportunity Set (IOS)

Pertumbuhan perusahaan (*growth*) menunjukkan *investment opportunity set (IOS)* atau kesempatan investasi di masa yang akan datang (Jogyanto, 2002). Smith dan Watts (1992) juga Gaver dan Gaver (1993) dalam Jogyanto (2002) menggunakan rasio nilai pasar dibagi dengan nilai buku sebagai proxy dari IOS yang merupakan pengukur pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh mempunyai rasio lebih besar dari nilai satu yang berarti nilai pasarnya perusahaan tersebut lebih besar dari nilai bukunya.

Kesempatan pertumbuhan (*growth opportunities*) mencerminkan kesempatan investasi, perusahaan akan melakukan investasi ketika *Tobin's q* lebih besar dari 1, dan perusahaan akan berhenti berinvestasi jika *Tobin's Q* kurang dari 1 (Agustinus Setiawan, 2006). Agustinus Setiawan, 2006 dalam penelitiannya menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia mempunyai rata-rata *Tobin's Q* lebih besar dari 1. Peningkatan pertumbuhan perusahaan tersebut mencerminkan adanya peningkatan peluang investasi yang selanjutnya perusahaan cenderung untuk melakukan utang untuk membiayai investasinya.

2.4.2. Tingkat Keuntungan (Profitability)

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya dalam suatu periode. Profitabilitas suatu perusahaan mencerminkan tingkat efektifitas yang dicapai oleh suatu operasional perusahaan (Ukago, 2005). Dasar pemikiran bahwa tingkat keuntungan dipakai sebagai suatu cara untuk menilai keberhasilan efektifitas perusahaan tentu saja berkaitan dengan hasil akhir dari berbagai kebijakan dan keputusan perusahaan yang telah dijalankan

dalam periode berjalan. Profitabilitas dalam penelitian ini diukur dengan *Return On Asset (ROA)*. ROA yang digunakan diukur berdasarkan model yang diusulkan oleh Weston dan Copeland (1995, h.240) yaitu dengan membagi laba bersih dengan total aktiva. Pengukuran ini sesuai yang digunakan dalam penelitian dalam Ukago, 2005. Rasio ini disebut juga dengan *Return On Investment (ROI)* atau hasil pengembalian atas investasi atau $ROI = \text{Laba bersih operasional} / \text{total penjualan} = \text{Laba bersih operasional} / \text{Penjualan} \times \text{Penjualan} / \text{Total aktiva}$. *Return On Asset (ROA)* atau juga disebut *Earning power* menurut system *Du Pont* (Darsono dan Ashari, 2006). Yang disebut metode *du Pont* adalah menekankan bahwa hasil pengembalian atas investasi adalah hasil dari interaksi margin laba terhadap penjualan dan efektifitas pemanfaatan total aktiva dalam menghasilkan penjualan.

Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari setiap satu rupiah asset yang digunakan. Dengan mengetahui rasio ini dapat diketahui apakah perusahaan efisien dalam memanfaatkan aktiva dalam kegiatan operasional perusahaan. Hubungan profitabilitas dengan tingkat utang dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi mencerminkan bahwa perusahaan tersebut mampu untuk melunasi utang-utangnya sehingga institusi lembaga keuangan akan lebih percaya untuk memberikan utang kepada perusahaan yang mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi.

2.4.3. Hutang Masa Lalu (*Past Debt*)

Penggunaan variable hutang masa lalu ($t-1$) juga dapat membantu menjelaskan apakah utang masa lalu akan berpengaruh terhadap utang sekarang (t). Gujarati (2003) menjelaskan bahwa penggunaan variable lag time ($t-1$) sangat membantu untuk

menjelaskan aspek psikologis, institusional dan teknis atas kajian yang dilakukan. Penggunaan variable lag time (t-1) yaitu utang masa lalu akan dapat mengatasi permasalahan endogeneity dalam sudut pandang ekonometrik.

Dalam banyak kasus di Indonesia perusahaan yang mampu dan berpengalaman mendapatkan utang dalam jumlah besar di masa lalu adalah perusahaan yang dipercaya oleh lembaga keuangan (bank) untuk mendapatkan utang baru, sehingga bank-bank lain juga berminat melakukan take over atas utang yang ada dengan menambah utang yang lebih besar (Agustinus Setiawan, 2006). Dari aspek institusional, perusahaan yang terikat dengan perjanjian pinjaman dengan lembaga keuangan (bank) tidak dengan mudah mengalihkan utangnya ke lembaga (bank) yang lain atau mengubah tingkat hutangnya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pengalaman utang masa lalu (*Past debt*) berpengaruh positif dengan tingkat utang sekarang.

2.5. Penelitian Sebelumnya

YoungRok Choi (2003) melakukan penelitian hubungan pajak dengan struktur modal di Korea yang menggunakan beberapa variabel yang mempengaruhi *leverage* yaitu pajak (*Tax*), *Non-debt tax shield*, *loss carry forward*, *volatility*, *financial distress*, *size*, *profitability*, *tangibility of assets*. Hasil penelitiannya bahwa *Tax*, *Size*, *Profitability*, *tangibility of assets* berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage* sedangkan *Non-debt tax shield*, *Volatility*, *financial distress* berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*.

Sedangkan Mutamimah (2003) melakukan penelitian analisis struktur modal pada perusahaan-perusahaan yang Go-publik di Pasar modal Indonesia, penelitian dilakukan terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal (*leverage*) dilihat

dari sudut *trade-off theory*, *Pecking Order theor*, dan *Agency theor*. *Trade-off theory* dengan proxy: *Non-debt tax shield* , size, likuiditas, resiko bisnis; Proxy *Pecking Order theory*: *Profitability*, *deficit kas*; Proxy *Agency teory* : *Perusahaan keluarga*, *perusahaan pemerintah*, *perusahaan kepemilikan terkonsentrasi*. Hasil penelitian yang dilakukan Mutamimah (2003) dari Proxy trade off : *Non-debt tax shield* , resiko bisnis berpengaruh negatif signifikan. Size, likuiditas, berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*; dari Proxy *Pecking Order* : *Profitability*, *deficit kas* berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*; dari *Proxy Agency teory* : *Perusahaan keluarga dan kepemilikan terkonsentrasi* berpengaruh negatif signifikan. *Perusahaan pemerintah* berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*.

MacKie- Mason (1990) melakukan penelitian hubungan pajak dan pengaruhnya terhadap pengambilan keputusan keuangan atau struktur modal yang menggunakan beberapa variabel yang mempengaruhi *leverage* yaitu *Non-debt tax shield*, *financial distress costs*, *Signaling Costs*, *Investment Inefficiencies*. Hasil penelitian yang dilakukan MacKie- Mason (1990) bahwa *Non-debt tax shield* berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*, *Financial distress costs*, *Signaling Costs* tidak berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*, *Investment Inefficiencies* berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*.

Tabel 2.2

Ringkasan Penelitian Sebelumnya

No	Peneliti	Variabel	Metode	Hasil
----	----------	----------	--------	-------

1.	YoungRok Choi (2003)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Tax</i> ▪ <i>Non-debt tax shield,</i> ▪ <i>Volatility</i> ▪ <i>financial distress</i> ▪ <i>Size</i> ▪ <i>Profitability</i> ▪ <i>tangibility of assets</i> 	Regresi Berganda	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Tax, Size, Profitability, tangibility of assets</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>leverage</i> ▪ <i>Non-debt tax shield, Volatility, financial distress</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>leverage</i>
2.	Mutamimah (2003)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Proxy trade off : <i>Non-debt tax shield</i> , size, likuiditas, resiko bisnis ▪ Proxy Pecking Order : <i>Profitability, deficit kas</i> ▪ Proxy Agency theory : <i>Perusahaan keluarga, perusahaan pemerintah, perusahaan kepemilikan terkonsentrasi.</i> 	Regresi Berganda	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Proxy trade off : <i>Non-debt tax shield</i> , resiko bisnis berpengaruh negatif signifikan. Size, likuiditas, berpengaruh positif signifikan terhadap <i>leverage</i> ▪ Proxy Pecking Order : <i>Profitability, deficit kas</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>leverage</i> ▪ Proxy Agency theory : <i>Perusahaan keluarga dan kepemilikan terkonsentrasi</i> berpengaruh negatif signifikan. <i>Perusahaan pemerintah</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>leverage</i>
3.	MacKie- Mason (1990)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Non-debt tax shield</i> ▪ <i>Financial distress costs</i> ▪ <i>Investment Inefficiencies</i> ▪ <i>Signaling Costs</i> 	The SEC Registered Offerings Statistics (COMPUSTAT)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Non-debt tax shield</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>leverage</i> • <i>Financial distress costs, Signaling Costs tidak</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>leverage</i> • <i>Investment Inefficiencies</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>leverage</i>

Sumber : Review hasil penelitian terdahulu.

Penelitian terhadap hubungan tarif pajak (*corporate tax rate*) dengan hutang (*leverage*) dilakukan Graham, Lemmon dan Schallheim (1998); YoungRok Choi (2003), Homaifar et al. (1994) dengan hasil *corporate tax rate* berpengaruh positif dengan tingkat utang. Sementara Barclay Smith (1995) dalam penelitiannya tidak

menemukan hubungan dan pengaruh signifikan pajak (*corporate tax*) dengan utang (*leverage*).

Penelitian hubungan antara *non-debt tax shield* dengan keputusan *leverage* telah dilakukan YoungRok Choi (2003); dengan hasil *non-debt tax shield* berpengaruh positif dengan tingkat hutang. Homaifar et al. (1994) dalam penelitiannya hubungan antara pajak *non-debt tax shield* dengan utang (*leverage*), dalam jangka panjang terdapat pengaruh signifikan positif, sedangkan dalam jangka pendek tidak terdapat pengaruh signifikan positif. Titman dan Wessels (1998) dalam penelitiannya tidak berhasil menemukan hubungan yang signifikan. Sementara itu Mc-Kie Mason (1990), Mutamimah (2003) menemukan hubungan negatif antara keputusan *leverage* dan *non-debt tax shield*.

Peningkatan pertumbuhan perusahaan akan mencerminkan adanya peningkatan peluang investasi yang cenderung untuk melakukan hutang. Penelitian yang dilakukan Rajan dan Zingales (1995); menemukan hubungan negatif antara *leverage* pasar dan peluang pertumbuhan atau peluang investasi (*Investment Opportunity Set =IOS*) yang mendukung hasil penelitian Homaifar et al. (1994). Sedangkan penelitian yang dilakukan Booth, Aivazian, Kunt dan Maksimovic (2001) dalam YoungRok Choi (2003), Saidi (2004) menemukan hubungan positif pada negara-negara berkembang.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya bahwa model pada penelitian ini merupakan modifikasi dan kombinasi beberapa faktor-faktor yang berpengaruh terhadap utang (*leverage*) dari hasil penelitian terdahulu yang dilakukan Homaifar, Zeitz dan Benkato (1994); Rajan dan Zingales (1995); YoungRok Choi (2003); dan Augustinus Setiawan (2006). Dalam penelitian ini menggunakan variabel *Corporate tax rate, Non-debt tax shield, Investment Opportunity Set (IOS), Profitability,*

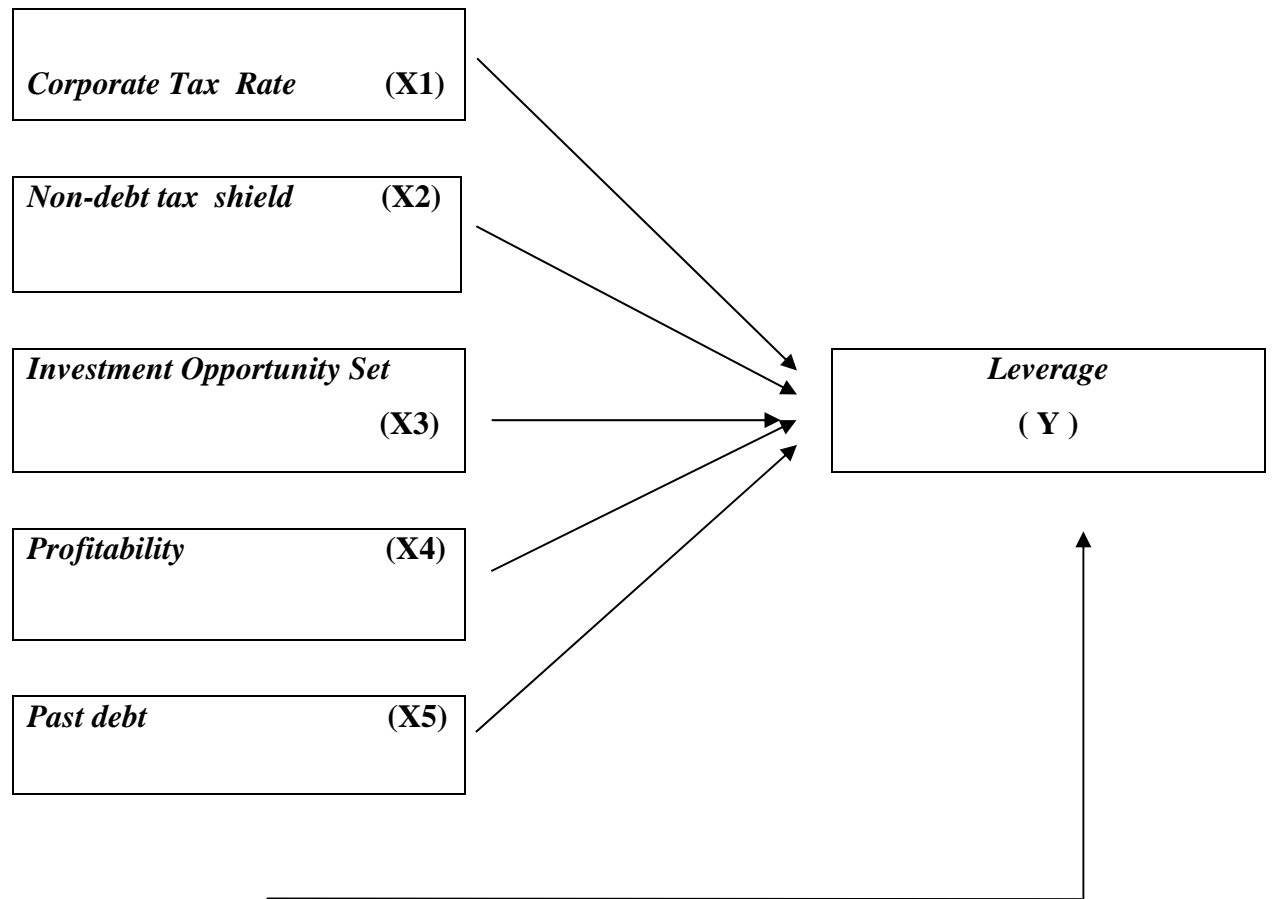
karena dari hasil penelitian sebelumnya antara peneliti yang satu mendapatkan hasil yang berbeda dengan peneliti lainnya (*research gap*). Sedangkan penambahan variabel *Past debt* karena variabel tersebut masih jarang dilakukan penelitiannya di Indonesia kecuali oleh Augustinus Setiawan, (2006) bahwa *Past debt* berpengaruh positif dengan tingkat utang sekarang yang menguji terhadap 75 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dari tahun 1996 sampai dengan 2001 (selama masa krisis ekonomi).

2.6. Kerangka Pemikiran Teoritis

Dari hasil penelitian terdahulu terdapat beberapa variabel yang berpengaruh terhadap utang (*leverage*) yang masih menunjukkan hasil yang berbeda bahkan bertentangan antara hasil penelitian yang satu dengan hasil penelitian yang lainnya. Hal inilah yang akan diangkat menjadi *research gap* dalam penelitian ini. Beberapa variabel tersebut meliputi *Corporate Tax Rate*, *Non-debt tax shield*, *Investment Opportunity Set*, *Profitabilitas*, dan penambahan variabel *Past debt* sebagai variabel yang mempengaruhi utang (*leverage*) yang masih jarang dipakai dalam penelitian.

Berdasarkan landasan teori yang telah diuraikan di muka dan ringkasan dari hasil penelitian sebelumnya, maka dapat diajukan model penelitian yang ditunjukkan dalam gambar 2. Berikut ini menyajikan model kerangka pemikiran penelitian mengenai pengaruh *Corporate Tax Rate*, *Non-debt tax shield*, *Investment Opportunity Set*, *Profitabilitas*, *Past debt* sebagai variabel independen (X) dan secara bersama-sama berpengaruh terhadap tingkat utang (*Leverage*) sebagai variabel dependen (Y).

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis



2.7. Perumusan Hipotesis

2.7.1. Hubungan *Corporate Tax Rate* dengan *Leverage*

Tarif pajak Penghasilan (*Corporate Tax Rate*) di Indonesia sesuai Pasal 17 Undang-undang Nomor 17 tahun 2000 tentang Pajak Penghasilan adalah tarif pajak progresif yaitu semakin tinggi laba perusahaan akan semakin tinggi tarif pajak yang diterapkan sehingga pajak yang harus dibayar perusahaan akan semakin besar. Menurut Shuetrim et al., (1993:5;) peningkatan tarif pajak akan meningkatkan penggunaan utang perusahaan. Selanjutnya Weston dan Copeland (1997, h.48) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan utang (*leverage*) akan menurunkan biaya modal tertimbang (*weighted cost of capital*). Penurunan biaya modal

tertimbang tersebut dipengaruhi oleh pajak penghasilan perseroan atas utang, karena adanya biaya bunga utang sehingga rumus *weighted cost of capital* adalah $k = k_u (1 - TL)$. Oleh karena itu penerapan tarif pajak yang tinggi akan mendorong perusahaan untuk melakukan penghematan pembayaran pajak yaitu salah satunya dengan jalan menambah utang.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Graham, Lemmon dan Schallheim (1998), dan Homaifer et al. (1994) menyatakan adanya hubungan positif antara *corporate tax rate* dengan utang (struktur modal). Tetapi Barclay Smith (1995) dalam penelitiannya tidak menemukan hubungan dan pengaruh signifikan pajak (*corporate tax*) dengan utang (*leverage*).

Sesuai juga dengan hasil yang telah dilakukan penelitian oleh YoungRok Choi, (2003) yang menyatakan terdapat hubungan yang positif antara tarif pajak dan rasio utang (*leverage ratio*). Perusahaan dengan tarif pajak marjinal yang tinggi memiliki insentif lebih banyak untuk mengajukan utang karena mendapatkan keuntungan dari pengurangan bunga atas utang tersebut sehingga pajak yang dibayar akan menjadi lebih kecil. Penerapan tarif pajak progresif yang tinggi membawa pengaruh bagi perusahaan untuk melakukan efisiensi pembayaran pajak tahun mendatang atau tarif pajak progresif yang tinggi tahun lalu ($t-1$) akan membawa berpengaruh terhadap utang perusahaan tahun sekarang (t).

Dari hasil penelitian secara empiris dari peneliti sebelumnya dan sesuai ulasan teori, hipotesis penelitian yang dirumuskan dalam bentuk alternatif adalah:

Hipotesis 1 : Corporate Tax Rate berpengaruh signifikan positif terhadap leverage.

2.7.2 Hubungan *Non-debt tax shield* dengan *Leverage*

Dalam melakukan efisiensi penghitungan pajak selain dengan membebankan biaya bunga utang, perusahaan dapat memanfaatkan keuntungan/perlindungan pajak melalui fasilitas perpajakan yang diberikan oleh pemerintah atau disebut dengan '*non-debt tax shield*'. Mackie-Mason (1990) menyebutkan bahwa '*non-debt tax shield*' dapat dikelompokkan menjadi dua yaitu : *tax loss carryforward* adalah fasilitas berupa kerugian yang dapat dikompensasikan/dikurangkan terhadap laba paling lama lima tahun ke depan dan *investment tax credit* berupa fasilitas yang diberikan oleh pemerintah. Fasilitas pajak tersebut meliputi: pengurangan beban pajak, penundaan pajak dan pembebasan pajak. Dalam hubungannya dengan utang, hasil penelitian yang dilakukan oleh Mackie-Mason (1990) menyatakan bahwa *tax loss carryforward* (TLCF) memiliki hubungan negatif dengan utang. *Tax loss carryforward* (TLCF) mencerminkan bahwa perusahaan masih mempunyai kerugian, dan kerugian tersebut menurut peraturan perpajakan dapat dikompensasikan ke laba masa yang akan datang selama lima tahun. Karena perusahaan masih mempunyai kerugian yang tercantum dalam laporan keuangannya maka perusahaan cenderung untuk tidak melakukan utang, karena perusahaan takut apabila pengajuan utangnya akan ditolak oleh bank.

Bradley, Jarrel dan Kim (1984), menemukan jenis *non-debt tax shield* dalam bentuk *depresiasi*. YoungRok Choi (2003) dalam penelitiannya menemukan hubungan bahwa perusahaan dengan aktiva tangible cenderung mengajukan utang lebih banyak. Perusahaan yang memiliki biaya depresiasi tinggi mencerminkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai aktiva tetap yang besar. Karena mempunyai aktiva tetap yang besar maka perusahaan tersebut dapat memanfaatkan sebagai jaminan utang (*asset collateral*) sehingga perusahaan cenderung melakukan utang atau dapat dikatakan bahwa biaya depresiasi aktiva tetap berpengaruh positif dengan utang. Penelitian hubungan antara

non-debt tax shield dengan keputusan *leverage* telah dilakukan YoungRok Choi (2003); Homaifar et al. (1994) dengan hasil *non-debt tax shield* berpengaruh positif dengan tingkat hutang. Titman dan Wessels (1998) dalam penelitiannya tidak berhasil menemukan hubungan yang signifikan. Sementara itu Mc-Kie Mason (1990), Mutamimah (2003) menemukan hubungan negatif antara keputusan *leverage* dan *non-debt tax shield*.

Sesuai dengan hasil penelitian secara empiris dan ulasan teori, hipotesis penelitian yang dirumuskan dalam bentuk alternatif adalah:

Hipotesis 2 : Non-debt tax shield berpengaruh signifikan positif terhadap leverage.

2.7.3. Hubungan *Investment Opportunity Set* dengan *Leverage*

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi, biasanya memiliki tingkat peluang investasi tinggi. Menurut *pecking-order theory*, kesempatan pertumbuhan perusahaan mencerminkan kemampuan untuk memperoleh dana sendiri. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, maka dana yang diperoleh dari keuntungan akan semakin besar pula. Berdasarkan hirarki dana, perusahaan akan menggunakan laba ditahan (*retained earning*) terlebih dahulu dan jika tidak mencukupi akan memakai dana eksternal, misalnya utang bank. Jadi dalam hal ini kesempatan pertumbuhan akan berpengaruh negatif terhadap utang, hal ini sesuai penelitian yang dilakukan Rajan dan Zingales (1995), yang menemukan hubungan negatif antara *leverage* dengan peluang pertumbuhan. Hasil ini tidak sesuai dengan temuan Booth, Aivazian, Kunt dan

Maksimovic (2001) dalam YoungRok Choi (2003) yang menemukan hubungan positif pada negara-negara berkembang.

Peningkatan pertumbuhan perusahaan tersebut mencerminkan adanya peningkatan peluang investasi karena perusahaan yang mengalami peningkatan pertumbuhan memerlukan dana dalam jumlah besar untuk membiayai investasinya sehingga dapat mempertahankan pertumbuhannya terutama di Indonesia sebagai negara berkembang. Karena perusahaan memerlukan dana yang cukup besar tersebut maka perusahaan cenderung untuk melakukan utang daripada menggunakan dana internal sendiri (*retained earning*) hal ini sesuai dengan *Trade-off Theory*. Sesuai *Trade-off Theory* dalam meningkatkan utang untuk mencapai struktur kapital yang optimal maka perusahaan mempunyai pilihan (*trade-off*) antara keuntungan pajak atas peningkatan utang dengan biaya kebangkrutan yang akan terjadi.

Hipotesis alternative yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah:

Hipotesis 3: Investment Opportunity Set berpengaruh signifikan positif terhadap leverage.

2.7.4. Hubungan Profitability dengan Leverage

Menurut *pecking-order theory* keuntungan perusahaan (***Profitability***) mempunyai pengaruh negatif dengan tingkat utang (Rajan dan Zingales, 1995). Hal ini sesuai dengan penelitian Myers dan Majluf (1984) memprediksikan bahwa perusahaan akan memilih menggunakan dana internal terlebih dulu yang berasal dari laba ditahan (*retained earning*) dan jika tidak mencukupi perusahaan akan menggunakan dana eksternal, sehingga terdapat pengaruh yang negatif antara *leverage* dengan tingkat keuntungan. Pengaruh negatif tingkat keuntungan dengan utang ini sesuai dengan hasil

penelitian Titman dan Wessels (1988), dan Rajan dan Zingales (1995), Agustinus Setiawan (2006) menemukan hubungan negatif yang kuat antara rasio utang dan profitabilitas.

Penelitian yang dilakukan oleh Mutamimah (2003), Saidi (2004) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki hubungan yang positif dengan *leverage*. Pengaruh positif profitabilitas dengan tingkat utang dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi mencerminkan bahwa perusahaan tersebut mampu untuk melunasi utang-utangnya sehingga institusi lembaga keuangan akan lebih percaya untuk memberikan utang kepada perusahaan yang mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi.

Sesuai dengan hasil penelitian secara empiris dan ulasan teori *pecking-order theory*, hipotesis penelitian yang dirumuskan dalam bentuk alternatif adalah:

Hipotesis 4: Profitability berpengaruh signifikan negatif terhadap leverage.

2.7.5. Hubungan *Past Debt* dengan *leverage*

Dalam banyak kasus di Indonesia perusahaan yang mampu dan berpengalaman mendapatkan utang dalam jumlah besar di masa lalu adalah perusahaan yang dipercaya oleh lembaga keuangan (bank) untuk mendapatkan utang baru, sehingga bank-bank lain juga berminat melakukan take over atas utang yang ada dengan menambah utang yang lebih besar (Agustinus Setiawan, 2006). Dari aspek institusional, perusahaan yang terikat dengan perjanjian pinjaman dengan lembaga keuangan (bank) tidak dengan mudah mengalihkan utangnya ke lembaga (bank) yang lain atau mengubah tingkat utangnya. Hasil penelitian Agustinus Setiawan (2006) menyimpulkan bahwa pengalaman utang masa lalu (*Past debt*) berpengaruh positif dengan tingkat utang

sekarang. Berkaitan dengan alasan-alasan tersebut maka berikut ini dapat dirumuskan menjadi hipotesis alternative :

Hipotesis 5 : Past debt berpengaruh signifikan positif terhadap Leverage .

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, karena berbagai peraturan mengharuskan perusahaan-perusahaan tersebut untuk memberikan informasi yang jelas dibandingkan dengan perusahaan yang tidak go-public, dan data perusahaan-perusahaan manufaktur tersebut telah dipublikasikan. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat dan tidak bias, karena antara bidang usaha yang satu dengan yang lain memiliki regulasi dan kebijakan yang berbeda. Teknik pengambilan sample dalam penelitian ini menggunakan metode purposive sampling, dengan kriteria sebagai berikut:

- a. Perusahaan yang dipilih sebagai sample adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2004 dengan pertimbangan bahwa tahun-tahun tersebut kondisi perekonomian Indonesia sudah lebih baik dibanding saat terjadinya krisis moneter.

- b. Memiliki kebijakan utang dalam laporan keuangannya, yaitu adanya tingkat hutang yang dilakukan oleh perusahaan.
- c. Perusahaan mempunyai beban depresiasi aktiva tetap yang tercermin dalam jumlah aktiva tetap yang dimiliki.
- d. Perusahaan mempunyai pertumbuhan yang baik mencerminkan bahwa perusahaan mempunyai kesempatan berinvestasi (*Investment Opportunity Set*)

3.2. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa laporan keuangan dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ untuk tahun buku 2001 sampai dengan tahun 2004. Data ini diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory tahun 2002 sampai dengan 2005 dan JSX Watch.

3.3 Definisi Operasional Variabel

3.3.1 Variabel Dependen :

Leverage

Leverage menunjukkan seberapa besar asset perusahaan diperoleh atau didanai oleh utang. Variabel ini diukur dengan membagi nilai buku seluruh utang ($debt=D$) dengan total aktiva ($total\ assets=TA$) (Weston dan Copeland (1997)). Pengukuran *leverage* dengan menggunakan total utang dalam penelitian ini sejalan dengan pengukuran *leverage* untuk Negara yang berkembang. Pada Negara berkembang, batasan secara tegas antara utang jangka pendek dan hutang jangka panjang cukup sulit (Pandey, 2003). Umumnya perusahaan melakukan *roll-over* hutang jangka pendek secara terus menerus, sehingga utang tersebut menjadi bersifat jangka panjang. Rumus:

$$Leverage = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Tota Asset}}$$

3.3.2 Variabel Independen :

1. Corporate Tax Rate

Sesuai Pasal 17 Undang-undang No. 17 tahun 2000 tentang Pajak Penghasilan, tarif Pajak Penghasilan tertinggi = 30%. Apabila perusahaan telah dikenakan tarif marginal tersebut maka perusahaan cenderung untuk melakukan efisiensi perhitungan pajak yang akan dibayar dengan jalan menambah biaya semaksimal mungkin yang bisa dikurangkan untuk menghitung penghasilan pajak karena keuntungan pajak yang akan didapatkan adalah sebesar 30% dari penambahan biaya tersebut. Salah satu biaya yang bisa dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak (*tax deductible*) adalah biaya bunga pinjaman oleh karena itu perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya perusahaan akan terdorong untuk melakukan penambahan utang daripada mengeluarkan saham baru karena atas deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham tidak boleh dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak.

Selain itu, pembayaran bunga yang terdapat di dalam *leverage* tersebut dapat digunakan sebagai perlindungan pajak (*tax shield*). Menurut penelitian Mackie-Mason (1990), YoungRok Choi, (2003) bahwa perusahaan dengan tarif pajak marjinal yang tinggi memiliki insentif lebih banyak untuk mengajukan utang karena dapat mengambil keuntungan dari pengurangan bunga.

Penerapan tarif pajak progresif yang tinggi membawa pengaruh bagi perusahaan untuk melakukan efisiensi pembayaran pajak tahun mendatang karena kesempatan perusahaan untuk melakukan efisiensi tersebut akan terealisasi dengan melakukan utang tahun yang akan datang. Jadi tarif pajak progresif yang tinggi tahun lalu (t-1) akan

membawa berpengaruh terhadap utang perusahaan tahun sekarang (t). Oleh karena itu dalam penelitian ini memodifikasi hasil penelitian YoungRok Choi (2003) dalam mengukur tingkat pajak (Tax) yang dihitung dari pajak penghasilan perusahaan yang dibayar menjadi tingkat pajak (Tax) tahun lalu (t-1) dibandingkan dengan laba bersih sebelum bunga dan pajak (EBIT) tahun ini, sebagai berikut :

$$\text{Corporate Tax Rate} = \frac{\text{Corporate Tax (t-1)}}{\text{Earning Before Interest and Tax (EBIT)}}$$

2. Non- Debt Tax Shields

YoungRok Choi (2003) dalam penelitiannya mengukur Perlindungan Pajak selain hutang (*Non- Debt Tax Shields*) yang dihitung dari depresiasi + tax credit (machinery and equipment x 5%) dibandingkan dengan laba bersih sebelum penyusutan, bunga dan pajak (EBDIT). Tetapi karena tax credit sudah tidak diberlakukan lagi sebagai fasilitas perusahaan PMA di Indonesia sejak tahun 1984 dengan adanya reformasi Undang-undang yang baru, maka tax credit (machinery and equipment x 5%) dihilangkan dalam penelitian ini untuk mengukur *Non- Debt Tax Shields* sebagai berikut :

$$\text{Non- Debt Tax Shields} = \frac{\text{Depresiasi}}{\text{Earning Before Depresiasi, Interest and Tax (EBDIT)}}$$

3. Investment Opportunity Set

Untuk mengukur tingkat peluang investasi atau kesempatan pertumbuhan perusahaan, yang dikemukakan oleh peneliti terdahulu (Chung dan Pruitt, 1994) dengan memakai *Tobin's Q*. Angka *Tobin's Q* ini mencerminkan keadaan sebagai berikut : jika perusahaan akan melakukan investasi ketika *Tobin's q* lebih besar dari 1, dan perusahaan akan berhenti berinvestasi jika *Tobin's Q* kurang dari 1. Penelitian ini menggunakan rumus *Tobin's Q* yang telah disederhanakan oleh Chung dan Pruitt (1994) untuk mengukur variabel peluang investasi/kesempatan pertumbuhan sebagai berikut:

$$Tobin's Q = \frac{\text{Market value of assets}}{\text{Book value of Total assets}}$$

Penjelasan :

Market value of assets = total hutang + (closing price X jumlah saham beredar)

Book value of Total assets = Nilai total asset dalam laporan keuangan.

4. Profitability

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Variabel ini diukur dengan membagi laba operasi dengan total asset.

Rumus:

$$\text{Profitabilitas} = \frac{\text{Laba Operasi}}{\text{Total Asset}}$$

5. Past Debt

Penggunaan variable utang masa lalu (t-1) juga dapat membantu menjelaskan apakah utang masa lalu akan berpengaruh terhadap utang sekarang (t). Gujarati (2003)

menjelaskan bahwa penggunaan variable lag time (t-1) sangat membantu untuk menjelaskan aspek psikologis, institusional dan teknis atas kajian yang dilakukan. Penggunaan variable lag time (t-1) yaitu utang masa lalu akan dapat mengatasi permasalahan endogeneity dalam sudut pandang ekonometrik. Agustinus Setiawan (2006) dalam penelitiannya menghitung Utang Masa Lalu (*Past Debt*) yang dapat mempengaruhi *leverage* dengan rasio total utang tahun sebelumnya (TDt-1) dibandingkan total aktiva/asset tahun sebelumnya (TAt-1) sebagai berikut :

$$\text{Past Debt} = \frac{\text{Total utang tahun sebelumnya (TDt-1)}}{\text{Total Asset tahun sebelumnya (TAt-1)}}$$

TABEL 3.1

RINGKASAN PENGUKURAN VARIABEL

Variabel	Pengukuran	Peneliti Terdahulu
<i>Leverage</i>	<i>Leverage</i> = total utang / total asset	Weston dan Copeland (1997), Rajan dan Zingales (1995), Darsono (2006)
<i>Corporate Tax Rate</i>	Pajak = CorporateTax (t-1) / EBIT	YoungRok Choi (2003)
<i>Non-debt tax shield</i>	Non-debt tax shield = Depresiasi / EBDIT	YoungRok Choi (2003)
Variabel	Pengukuran	Peneliti Terdahulu
<i>Investment Opportunity Set =IOS</i>	<i>Tobin's Q</i> = Market value of assets/ Book value of Total assets	Myers dan Majluf (1984), Rajan dan Zingales (1995), Chung dan Pruitt (1994)
<i>Profitability</i>	Profit = laba operasi / total asset	Rajan dan Zingales (1995), , Pandey (2002), Weston dan Copeland (1997), Darsono (2006)

<i>Past Debt</i>	Past Debt = Total utang tahun sebelumnya (TDt-1)/ Total Asset tahun sebelumnya (TAt-1)	Gujarati (2003), Setiawan (2006)
------------------	--	----------------------------------

Sumber : Review hasil penelitian terdahulu.

3.4. Teknik Analisis

Dalam Penelitian ini akan menganalisis pengaruh antara tingkat pajak, perlindungan pajak selain utang (*Non- Debt Tax Shields*), kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*), tingkat keuntungan perusahaan (profitabilitas), dan Utang Masa Lalu (*Past Debt*) terhadap *leverage* perusahaan. Kurun waktu yang akan diambil dalam penelitian ini adalah 2001 sampai dengan 2004 (empat tahun). Dalam periode tersebut dimungkinkan perusahaan mengalami perubahan jumlah utang dan juga faktor-faktor yang lain yang semakin meningkat. Perubahan atau dinamika ini hanya dimungkinkan diteliti jika menggunakan teknik analisis panel data (Gujarati, 2003).

Panel data atau *polled data* adalah metode ekonometrik yang menganalisis data *time series* dan *cross-section* secara bersamaan (Gujarati. 2003). Analisis ini memberikan banyak keuntungan, antara lain panel data dapat mengatasi masalah heterogenitas perusahaan-perusahaan yang diteliti; dengan adanya kombinasi data *time series* dan *cross-section*, panel data memberikan data yang lebih informative, mengurangi kolineritas antar variabel, dan lebih efisien; panel data lebih mampu menganalisis perubahan dinamis pada perusahaan-perusahaan yang diteliti.

Meskipun menggunakan data *time series* dan *cross-section*, panel data tetap menggunakan model regresi yang dikenal dengan model regresi panel data. Oleh karena itu juga akan dilakukan uji asumsi klasik, yaitu uji normalitas, uji autokorelasi,

uji heteroskedastisitas, serta uji multikolinearitas. Keseluruhan pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan software SPSS 13. Model panel data dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

$$L_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 itT + \beta_2 itND + \beta_3 itI + \beta_4 itP + \beta_5 itPD + \varepsilon$$

Dimana:

- L = *Leverage*
- α = *Konstanta*
- T = *Tax (Corporate Tax Rate)*
- ND = *Non- Debt Tax Shields (Perlindungan Pajak selain hutang)*
- I = *Investment Opportunity Set (Kesempatan investasi)*
- P = *Profitability (Tingkat keuntungan)*
- PD = *Past Debt (Hutang Masa Lalu)*

3.4.1 Uji Asumsi Klasik

Sebelum mengolah data dengan menggunakan panel data, model harus bebas dari asumsi klasik, karena model panel data menggunakan persamaan regresi berganda yang harus memenuhi asumsi klasik. Uji asumsi klasik tersebut adalah uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, serta uji multikolinearitas.

3.4.1.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel dependen dan variabel independent mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Uji normalitas lebih ditekankan pada penelitian yang memakai data populasi (Gujarati, 2003). Namun untuk data populasi, uji normalitas yang seharusnya dilakukan adalah uji normalitas dari residual. Uji normalitas dapat dilakukan dengan uji Kolmogorov-Smirnov uji grafik yaitu dengan melihat tampilan grafik Histogram maupun grafik normal plot (Imam Gozali, 2007). Tampilan grafik Histogram dapat disimpulkan bahwa

apabila grafik Histogram memberikan pola distribusi yang menceng (skewness) ke kiri berarti tidak normal. Sedangkan pada grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal, apabila penyebaran data (titik-titik) agak menjauh dari sumbu diagonal berarti tidak normal. Sedangkan pada Uji Kolmogorov-Smirnov apabila nilai *Asymp. Sig* menyatakan lebih besar dari level of signifikan yang dipakai, berarti data residual terdistribusi normal.

3.4.1.2 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada suatu periode dengan periode sebelumnya. Masalah autokorelasi sering ditemukan pada data runtut waktu atau *time series* karena 'gangguan' pada suatu perusahaan cenderung mempengaruhi 'gangguan' pada perusahaan yang sama pada periode berikutnya. Sedangkan pada data *cross-section*, masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena 'gangguan' pada observasi yang berbeda berasal dari perusahaan yang berbeda.

Penelitian ini menggunakan data *time series* dan data *cross-section* yang dikombinasikan melalui model panel data, sehingga dimungkinkan tidak terjadi masalah autokorelasi. Untuk mengetahui apakah terjadi masalah autokorelasi maka dilakukan uji Durbin-Watson (DW test) Gujarati, (1995).

3.4.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut

homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah jika tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk mengetahui apakah terjadi masalah heteroskedastisitas maka dengan melihat Grafik Scatter-Plot antara nilai prediksi variabel terikat dengan residualnya atau dapat dilakukan Uji Park, Uji Glejser, atau Uji White (Imam Gozali, 2007).

3.4.1.4 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen.

Salah satu cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolineritas adalah dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Nilai Cut-off yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah apabila nilai Tolerance kurang dari angka 10 (Imam Gozali, 2007), sedangkan menurut Singgih Santoso (2000) apabila nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) tidak melebihi 5.

3.4.2 Uji Hipotesis

Untuk menguji hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini digunakan model analisis regresi berganda . Secara parsial pengujian terhadap hipotesis pertama, kedua, ketiga, keempat dan kelima menggunakan uji *t* dengan tingkat signifikansi 0,05 atau 5%. Model regresi tersebut akan menghasilkan R^2 yang menyatakan keeratan hubungan antar dua variabel yang akan diuji. Hipotesis yang diuji dengan melihat nilai *t* hitung dan *t* tabel atau *p* value dengan ketentuan sebagai berikut : Hipotesis alternative (H_a) diterima jika ; $t_{hitung} > t_{tabel}$ atau $p\ value < 0,05$.

Secara simultan pengujian kelima hipotesis tersebut di atas menggunakan uji **F** dengan tingkat keyakinan 0,05. Hipotesis yang diuji dengan membandingkan nilai **F** hitung dan **F** tabel atau p value dengan ketentuan sebagai berikut : Hipotesis alternative (H_a) diterima jika ; $F_{hitung} > F_{tabel}$ atau $p\ value < 0,05$.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Sampel Perusahaan

Data penelitian ini pada dasarnya menggunakan seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Berdasarkan data yang telah dikumpulkan terdapat 170 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) namun hanya 90 perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini selama 4 tahun atau jumlah observasi seluruhnya adalah 360, yaitu terdiri dari 37 perusahaan industri bahan dasar kimia, 25 perusahaan industri makanan, 28 perusahaan aneka industri, dan selebihnya tidak memenuhi syarat (*lampiran D*).

Kriteria syarat yang harus dipenuhi yaitu merupakan perusahaan yaitu perusahaan yang terdaftar dari tahun 2001 dan tetap beroperasi sampai dengan tahun 2004, memiliki kebijakan utang, mempunyai aktiva tetap yang tercermin dengan adanya pembebanan biaya depresiasi dan ada laporan keuangan tahun 2001 sampai dengan tahun 2004 yang diumumkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) atau Capital Market

Directory atau JSX Watch tahun 2002 sampai dengan tahun 2005. Dengan kata lain data yang dikumpulkan untuk digunakan dalam penelitian ini merupakan data populasi. Dalam penelitian ini menggunakan data *time series* dan *cross-section* atau disebut panel data dengan menggunakan model regresi berganda. Keseluruhan pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan bantuan Software SPSS 13.

4.2. Uji Asumsi Klasik

Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan panel data yaitu kombinasi data *time series* dan data *cross-section*. Pengolahan data dengan model panel data menggunakan persamaan regresi berganda, model ini harus bebas dari asumsi klasik. Uji asumsi klasik tersebut adalah uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, serta uji multikolinearitas. Pada saat dilakukan uji asumsi klasik model dalam penelitian bisa mengalami permasalahan uji asumsi klasik, untuk mengatasinya atau mengobatinya maka dilakukan regresi dengan persamaan semilog atau dalam bentuk double log dengan perintah transform dan compute (Imam Ghazali, 2007). Pada mulanya hasil regresi menunjukkan bahwa regresi mengalami masalah distribusi tidak normal dan masalah heteroskedastisitas. Untuk mengatasinya, variabel *Leverage* dan *Past Debt* di transformasi ke dalam bentuk Logaritma Natural (Ln), sehingga menjadi model persamaan regresi di bawah ini.

$$\text{Ln Leverage} = \alpha_{it} + \beta_1 \text{Corporate Tax Rate} + \beta_2 \text{Non-debt tax shield} + \beta_3 \text{Investment Opportunity Set (Growth)} + \beta_4 \text{Profitability} + \beta_5 \text{Ln Past debt} + \varepsilon$$

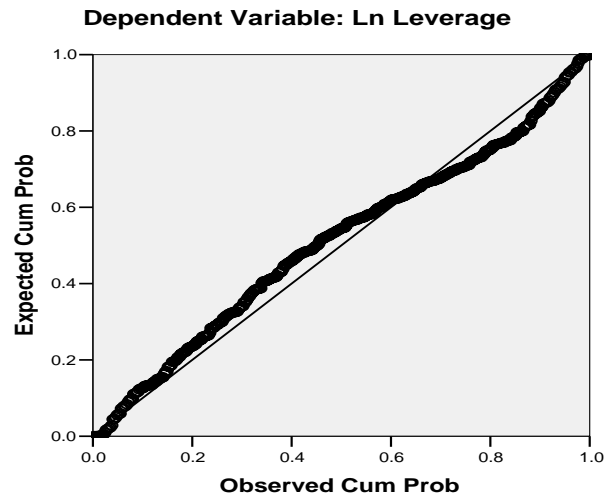
4.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel dependen dan variabel independent mempunyai distribusi normal atau tidak. Uji normalitas lebih ditekankan pada penelitian yang memakai data populasi (Gujarati, 2003). Model regresi yang baik adalah residual terdistribusi secara normal. Uji normalitas dari residual yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan Grafik Normal Plot dan Uji Kolmogorov-Smirnov test. Pada grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal, apabila penyebaran data (titik-titik) agak menjauh dari sumbu diagonal berarti tidak normal. Sedangkan pada Uji Kolmogorov-Smirnov apabila nilai *Asymp. Sig* menyatakan lebih besar dari level of signifikan yang digunakan dalam penelitian, berarti data residual terdistribusi normal.

Dalam gambar 4.1 grafik Normal Plot terlihat titik-titik tidak menyebar tetapi berada di sekitar garis diagonal, atau penyebaran data (titik-titik) mendekat dari sumbu diagonal yang berarti normal. Hasil pengujian menurut grafik Normal Plot juga didukung dengan hasil Uji Kolmogorov-Smirnov seperti dalam Tabel 4.1 yang menyatakan nilai *Asymp. Sig* sebesar 0,088 atau lebih besar dari level of signifikan 0,05 berarti data residual terdistribusi normal.

Gambar 4.1
Grafik Normal Plot

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Sumber : Output SPSS 13.

Tabel 4.1
Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			Unstandardized Residual
N			360
Normal Parameters	a,b	Mean	.0000000
		Std. Deviation	.16405888
Most Extreme Differences		Absolute	.066
		Positive	.066
		Negative	-.063
Kolmogorov-Smirnov Z			1.249
Asymp. Sig. (2-tailed)			.088

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : Output SPSS 13.

4.2.2 Uji Autokorelasi

Penelitian ini menggunakan data *time series* dan data *cross-section* yang dikombinasikan melalui model panel data, sehingga dimungkinkan tidak terjadi masalah autokorelasi. Untuk mengetahui apakah terjadi masalah autokorelasi maka dilakukan uji Durbin-Watson (DW test). Masalah autokorelasi sering ditemukan pada data runtut waktu (time series) karena gangguan pada suatu perusahaan cenderung mempengaruhi gangguan pada perusahaan yang sama pada periode berikutnya. Untuk mengetahui apakah terjadi autokorelasi maka dilakukan uji Durbin-Watson (DW test). Dalam suatu model regresi linear dikatakan tidak ada autokorelasi jika nilai DW di antara daerah uji atau terletak di antara d_u dan $4-d_u$ atau $d_u < DW < 4 - d_u$.

Dalam penelitian ini karena menggunakan $n = 90$, $k=4$ sehingga sesuai dengan tabel Durbin-Watson pada level of signifikansi 0,05 diketahui $d_l = 1,57$, $d_u = 1,75$, $4-d_u = 2,25$, $4-d_l = 2,43$.

$$d_u < 1,845 < 4 - d_u$$

$$1,75 < 1,845 < 2,25$$

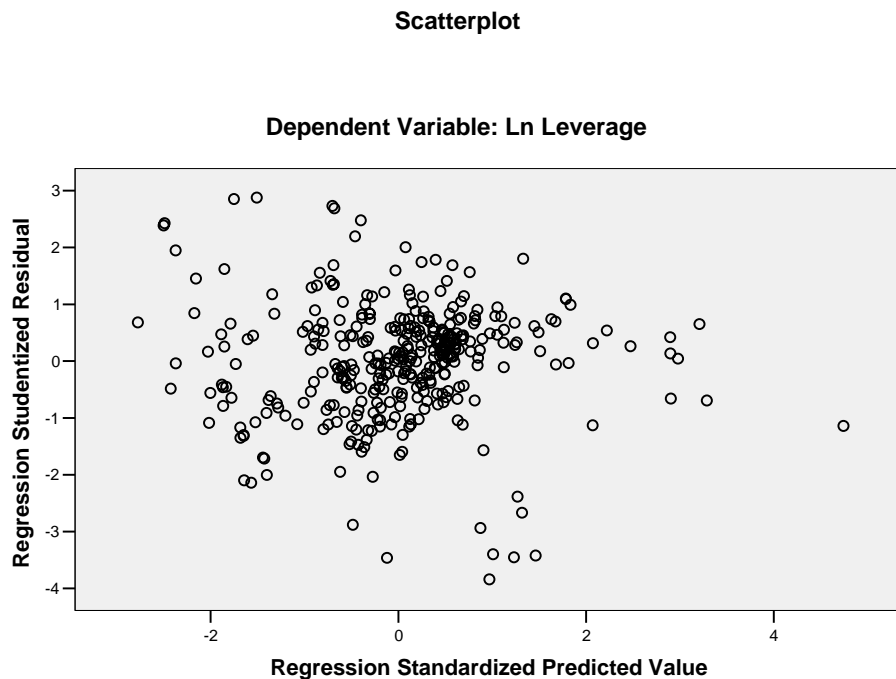
Dari hasil pengujian DW test yang dapat dilihat dalam Tabel Model Summary diperoleh nilai sebesar 1,845 terletak di antara d_u dan $4-d_u$ yang mengindikasikan bahwa tidak terjadi autokorelasi atau tidak terjadi korelasi antara kesalahan pengganggu pada suatu periode dengan periode sebelumnya dalam model regresi penelitian ini.

4.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Model regresi yang baik adalah jika tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk menguji heteroskedastisitas dalam penelitian ini dengan menggunakan model Diagram

Scatter, dan dengan Uji Glejser. Dari hasil pengujian sebagaimana dalam Gambar 4.2 diperoleh bahwa diagram Scatterplot berada di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y dengan titik-titik yang menyebar berarti bebas heteroskedastisitas. Sedangkan dengan Uji Glejser dalam Tabel 4.2 diperoleh hasil dalam tabel masing-masing variabel independen dengan tingkat signifikansi tidak ada yang lebih kecil dari 0,05 atau 5 % berarti variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homokedastisitas atau bebas heteroskedastisitas dalam penelitian ini .

Gambar 4.2
Grafik Scatter-Plot



Sumber : Output SPSS 13.

Tabel 4.2
Hasil Uji Heteroskedastisitas
dengan Uji Glejser

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.093	.013		6.962	.000
	Corporate Tax	-.002	.003	-.042	-.759	.448
	NDTS	.000	.000	-.043	-.810	.418
	GROWTH	.011	.007	.088	1.417	.157
	Ln Past debt	-.018	.010	-.110	-1.786	.075
	Profitability	.032	.026	.068	1.249	.213

a. Dependent Variable: absut

Sumber : Output SPSS 13.

4.2.4 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Salah satu cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas adalah dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Nilai Cut-off yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah apabila nilai Tolerance kurang dari angka 10 (Imam Gozali, 2007), sedangkan menurut Singgih Santoso (2000) apabila nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) tidak melebihi 4 atau 5. Pada hasil pengujian, apabila nilai VIF kurang dari 10 berarti bebas multikolinearitas. Dari Tabel 4.3 Hasil Perhitungan VIF diketahui bahwa nilai VIF kurang dari angka 10 mengindikasikan tidak ada multikolinearitas untuk model regresi yang dipakai dalam penelitian ini.

Tabel 4.3

Hasil Perhitungan Multikolinearitas

Variabel Independen	Variance Inflation Factor (VIF)
----------------------------	--

- <i>Corporate Tax Rate</i>	1.112
- <i>NDTS</i>	1.018
- <i>IOS/GROWTH</i>	1.391
- <i>Ln Past debt</i>	1.363
- <i>Profitability</i>	1.072

Sumber : Output SPSS 13 diolah.

4.3. Uji Hipotesis

Berdasarkan hasil analisis yang disajikan dalam Tabel 4.5. Hasil Uji model (*Model Summary*) menunjukkan besarnya nilai koefisien determinasi (R^2) adalah 0,941, karena nilai tersebut mendekati satu berarti variabel-variabel independent dapat memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan variabel dependen.

Tabel 4.5

Hasil Uji Model

Model Summary ^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.970 ^a	.941	.940	.16521342	1.845

a. Predictors: (Constant), Profitability, NDTS, Corporate Tax, Ln Past debt, GROWTH

b. Dependent Variable: Ln Leverage

Tabel 4.6

Hasil Perhitungan Regresi Simultan

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	153.646	5	30.729	1.125.797	.000 ^a
	Residual	9.663	354	.027		
	Total	163.308	359			

a. Predictors: (Constant), Profitability, NDTS, Corporate Tax, Ln Past debt, GROWTH

b. Dependent Variable: Ln Leverage

Sumber : Output SPSS 13; Regressions Coeffisients

Namun karena penelitian ini menggunakan beberapa variable penelitian, maka akan lebih baik jika determinasi menggunakan Adjusted R². Besarnya Adjusted R² menurut Tabel Model Summary adalah 0,940 atau sebesar 94% variasi *leverage* dalam hubungannya dengan variable-variabel independen dapat dijelaskan oleh variabel *Corporate Tax Rate, Non-debt tax shield, Investment Opportunity Set, Profitability, Past debt* dalam model ini, sedangkan selebihnya 0,06 atau (6 %) dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Sebagaimana ditunjukkan dalam Tabel 4.6 model ini dapat menerangkan hubungan antara *leverage* dan variabel-variabel yang mempengaruhi karena nilai **F** hitung adalah 1.125,79 dengan nilai signifikansi adalah 0,000. Karena nilai signifikansi pengujian **F** hitung > 0,05 atau Probabilitas (F-statistic) atau nilai signifikansi < 0,05 maka secara bersama-sama semua variabel independent yang terdiri *Corporate Tax Rate, Non-debt tax shield, Investment Opportunity Set, Profitability, Past debt* berpengaruh secara signifikan terhadap *leverage*.

Pengujian terhadap hipotesis pertama, kedua, ketiga, keempat dan kelima menggunakan uji **t** dengan tingkat signifikansi 0,05 atau 5%. Hipotesis yang diuji dengan melihat nilai **t** hitung dan **t** tabel atau p value dengan ketentuan sebagai berikut : Hipotesis alternative (Ha) diterima jika ; **t** hitung > **t** tabel atau p value < 0,05. Hasil uji hipotesis pertama, kedua, ketiga, keempat dan kelima dapat dilihat pada Tabel 4.4. sebagai berikut :

Tabel 4.4
Hasil Uji Hipotesis

		Coefficients^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.124	.020		-6.074	.000		
	Corporate Tax	.011	.004	.033	2.416	.016	.899	1.112
	NDTS	-6.2E-006	.000	.000	-.018	.985	.983	1.018
	GROWTH	.074	.011	.099	6.488	.000	.719	1.391
	Ln Past debt	.902	.015	.884	58.596	.000	.734	1.363
	Profitability	-.299	.039	-.102	-7.640	.000	.933	1.072

a. Dependent Variable: Ln Leverage

Sumber : Output SPSS 13; Regressions Coeffisients

Dari Tabel 4.4. dapat disimpulkan secara matematis ke dalam persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 \text{Ln Leverage} = & -0,124 + 0,011 \text{ Corporate Tax Rate} - 6,2\text{E-} \text{ Non-debt tax shield} + 0,074 \\
 & \text{Investment Opportunity Set (Growth)} - 0,299 \text{ Profitability} + 0,902 \text{ Ln} \\
 & \text{Past debt} + e.
 \end{aligned}$$

Dari hasil perhitungan pengolahan data dengan menggunakan software SPSS 13 dengan metode regresi linier berganda tersebut dalam Tabel 4.4. di atas, untuk pengujian Hipotesis alternative maka dapat diinterpretasikan sebagai berikut :

a. Hipotesis 1

Seperti terlihat pada Tabel 4.4, hasil penelitian menunjukkan bahwa t hitung dari *Corporate Tax Rate* adalah 2,416 dengan nilai signifikansi 0,016 atau < dari 0,05 karena nilai signifikansi atau probabilitas pengujian < 0,05 sehingga hipotesis 1 dapat diterima. Hipotesis 1 diterima berarti secara empiris terbukti bahwa *Corporate Tax Rate* berpengaruh secara signifikan positif terhadap *leverage* pada tingkat signifikansi 0,05 atau 5%.

b. Hipotesis 2

Dalam Tabel 4.4, hasil penelitian menunjukkan bahwa t hitung dari *Non-debt tax shield* adalah -0,018 dengan nilai signifikansi 0,985 atau > dari 0,05 karena nilai signifikansi atau probabilitas pengujian > 0,05 maka hipotesis 2 ditolak. Hipotesis 2 ditolak berarti terbukti secara empiris bahwa *Non-debt tax shield* tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*.

c. Hipotesis 3

Hasil penelitian pada Tabel 4.4 menunjukkan bahwa t hitung dari *Investment Opportunity Set (growth)* adalah 6,488 dengan nilai signifikansi 0,000 atau < dari 0,05 karena nilai signifikansi atau probabilitas pengujian < 0,05 maka hipotesis 3 dapat diterima. Hipotesis 3 diterima berarti terbukti secara empiris bahwa *Investment*

Opportunity Set (*growth*) pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* pada tingkat 5%.

d. Hipotesis 4

Hasil penelitian pada Tabel 4.4 menunjukkan bahwa *t* hitung dari *Profitability* adalah -7,640 dengan nilai signifikansi 0,000 atau < dari 0,05 karena nilai signifikansi atau probabilitas pengujian < 0,05 maka hipotesis 4 dapat diterima. Hipotesis 4 diterima berarti terbukti secara empiris bahwa *Profitability* berpengaruh secara signifikan negatif terhadap *leverage* pada tingkat signifikansi 5%.

e. Hipotesis 5

Dari hasil penelitian yang tercantum dalam Tabel 4.4 membuktikan bahwa *t* hitung dari *Past Debt* adalah 58,596 dengan nilai signifikansi 0,000 atau < dari 0,05 karena nilai signifikansi atau probabilitas pengujian < 0,05 maka hipotesis 5 dapat diterima. Hipotesis 5 diterima berarti secara empiris terbukti bahwa terdapat hubungan yang signifikan positif antara tingkat utang masa lalu dengan tingkat utang masa sekarang pada tingkat signifikansi 5%.

4.4. Pembahasan

Dari hasil pengujian terhadap hipotesis satu, hipotesis dua, hipotesis tiga, hipotesis empat, dan hipotesis lima di atas maka dilakukan pembahasan sehubungan dengan hasil pengujian hipotesis sebagai berikut :

1 Corporate Tax Rate

Tarif pajak Penghasilan (*Corporate Tax Rate*) di Indonesia sesuai Pasal 17 Undang-undang Nomor 17 tahun 2000 adalah tarif pajak progresif akan mempengaruhi

perusahaan untuk menghitung Pajak secara efisien karena semakin besar laba perusahaan semakin tinggi tarif pajak akibatnya semakin besar pajak yang dibayar. Menurut Shuetrim et al., (1993:5;) peningkatan tarif pajak tersebut akan meningkatkan penggunaan utang perusahaan.

Diterimanya hipotesis 1 ini mengindikasikan bahwa tingginya tarif pajak Penghasilan (*Corporate Tax Rate*) di Indonesia dengan tarif pajak tertinggi adalah 30 % akan mempengaruhi perusahaan untuk mengajukan utang. Penghitungan Pajak secara efisien tersebut adalah dengan memanfaatkan biaya yang bisa dikurangkan untuk tujuan perpajakan (*tax deductible*) sebagaimana yang diatur dalam Pasal 6 Undang-undang Nomor 17 tahun 2000 . Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Graham, Lemmon dan Schallheim (1998); Homaifer et al. (1994), YoungRok Choi, (2003) yang menyatakan adanya hubungan positif antara *corporate tax rate* dengan tingkat utang. Pengaruh tarif pajak Penghasilan dengan utang, dapat dijelaskan bahwa penerapan tarif pajak yang tinggi akan mendorong perusahaan untuk melakukan penghematan pembayaran pajak yaitu salah satunya dengan jalan menambah utang, karena bunga utang adalah beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan (*tax deductible*).

Selanjutnya Weston dan Copeland (1997, h.48) menyatakann bahwa perusahaan yang menggunakan utang (*leverage*) akan menurunkan biaya modal tertimbang (*weighted cost of capital*). Penurunan biaya modal tertimbang tersebut dipengaruhi oleh pajak penghasilan perseroan atas utang, karena adanya biaya bunga utang sehingga rumus *weighted cost of capital* adalah $k = ku (1 - TL)$.

Sebaliknya hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan Barclay Smith (1995) dalam penelitiannya menyatakan tidak menemukan hubungan dan tidak berpengaruh signifikan pajak (*corporate tax*) dengan *leverage*.

2 *Non-debt tax shield*

Rajan dan Zingales (1995) berpendapat bahwa, aktiva tetap dapat dipergunakan sebagai jaminan utang yang akan mengurangi resiko bagi pihak yang memberikan pinjaman (bank). Menurut Jensen dan Meckling (1976), konflik kepentingan antara kreditur dan debitur disebabkan karena pemberi pinjaman menghadapi resiko, akibatnya mereka meminta jaminan. Proxy dari *Non-debt tax shield* dalam penelitian ini mencerminkan adanya depresiasi aktiva tetap yang dibebankan, yang mencerminkan pula keberadaan aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat dijadikan sebagai jaminan utang. Ditolaknya hipotesis 2 dalam penelitian ini telah membuktikan bahwa *Non-debt tax shield* tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Tidak adanya pengaruh yang signifikan antara *Non-debt tax shield* dengan *leverage* menunjukkan bahwa utang yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak didukung oleh jaminan aktiva tetap yang memadai (Agustinus Setiawan, 2006).

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa depresiasi tidak mempengaruhi utang yang artinya bahwa utang tersebut tidak digunakan untuk mendanai investasi dalam bentuk aktiva tetap, akan tetapi utang tersebut digunakan oleh perusahaan untuk mendanai operasional perusahaan sebagai modal kerja.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Titman dan Wessels (1998) dalam penelitiannya tidak berhasil menemukan hubungan yang signifikan antara *Non-debt tax shield* dengan *leverage* yang pada penelitian sebelumnya

sudah dibuktikan oleh Bradley, Jarrell dan Kim (1988). Sebaliknya hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan Homaifar et al. (1994), Young Rok Choi (2003) dalam penelitiannya menyatakan *non-debt tax shield* berpengaruh signifikan positif dengan *leverage*.

Walaupun dalam penelitian ini *Non-debt tax shield* tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*, namun tanda negatif (-) sudah mengarah pada hasil penelitian yang dilakukan oleh Mc-Kie Mason (1990), Mutamimah (2003) yang menemukan hubungan negatif antara keputusan *leverage* dan *non-debt tax shield*.

3. *Investment Opportunity Set*

Secara teoritis dikatakan bahwa semakin tinggi tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai investasi, sehingga semakin memungkinkan perusahaan meminjam dana dari kreditur. Salah satu faktor yang menjadi pertimbangan kreditur dalam meminjamkan dana pada perusahaan adalah peningkatan asset di masa mendatang atau dikenal sebagai pertumbuhan perusahaan (Megginson, 1997). Dengan demikian perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi dimungkinkan semakin mudah untuk memperoleh utang.

Diterimanya hipotesis 3 ini mengindikasikan bahwa pertumbuhan perusahaan di Indonesia mencerminkan adanya kesempatan investasi yang didanai dengan utang. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh yang positif antara kesempatan pertumbuhan dengan tingkat utang maka pada saat perusahaan ada pertumbuhan, perusahaan memerlukan investasi baru sehingga perusahaan cenderung untuk melakukan utang daripada menggunakan dana internal sendiri (*retained earning*) hal ini sesuai dengan *Trade-off Theory*. menurut *Trade-off Theory* dalam meningkatkan

utang untuk mencapai struktur kapital yang optimal maka perusahaan telah mempertimbangkan pilihannya (*trade-off*) antara keuntungan pajak yang akan diperoleh atas utang dengan biaya kebangkrutan yang akan terjadi.

Hasil penelitian ini mendukung dari hasil penelitian yang dilakukan YoungRok Choi (2003), Saidi (2004) yang menemukan hubungan positif kesempatan pertumbuhan atau kesempatan investasi dengan *leverage* pada negara-negara berkembang yang sesuai dengan kondisi dengan negara Indonesia sebagai salah satu negara berkembang. Sebaliknya hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan Homaifar et al. (1994), Rajan dan Zingales (1995) yang menyatakan bahwa ada pengaruh negatif antara *leverage* dengan kesempatan pertumbuhan. Oleh karena itu dari hasil tidak mendukung *pecking-order theory* yang cenderung menggunakan dana internal sendiri (*retained earning*) daripada dana eksternal.

4 Profitability

Kreditur dalam meminjamkan dana kepada perusahaan akan selalu mempertimbangkan resiko yang mungkin dihadapi, terutama resiko jika perusahaan mengalami kesulitan keuangan misalnya kebangkrutan. Resiko kebangkrutan akan nampak dari keuntungan perusahaan, sehingga semakin tinggi/stabil keuntungan perusahaan, diharapkan perusahaan akan semakin mudah memperoleh utang. Hubungan profitabilitas dengan tingkat utang dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan untuk melunasi utang-utangnya sehingga institusi lembaga keuangan akan lebih percaya untuk memberikan utang kepada perusahaan yang mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi.

Hipotesis 4 secara empiris dapat diterima, hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Titman dan Wessels (1988), dan Rajan dan Zingales (1995), Agustinus Setiawan (2006) yang menyatakan *Profitability* berpengaruh secara signifikan negatif terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini mendukung *pecking-order theory* yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan dana internal terlebih dulu, baru kemudian menggunakan dana eksternal. Perusahaan yang sangat menguntungkan (*profitable*) pada dasarnya tidak membutuhkan banyak pembiayaan dengan utang, karena laba yang ditahan perusahaan yang tinggi sudah memenuhi untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

Sebaliknya hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Mutamimah (2003), Saidi (2004) dengan hasil penelitian bahwa profitabilitas memiliki hubungan yang positif dengan *leverage*. Oleh karena itu perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk melunasi utang-utangnya sehingga akan lebih dipercaya untuk mendapatkan utang baru, tidak terbukti pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

5 Past Debt

Utang masa lalu (*past debt*) diukur berdasarkan *lag time* t-1 (Gujarati, 2003), sebagai contoh dalam analisa pada periode 2004 dipergunakan data tingkat utang tahun 2003. Dari hasil pengujian hipotesis 5 secara empiris dapat diterima, membuktikan terdapat hubungan yang signifikan positif antara tingkat utang masa lalu dengan tingkat utang masa sekarang. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Agustinus Setiawan, (2006). Adanya hubungan yang signifikan positif antara tingkat utang masa lalu dengan tingkat utang masa sekarang membuktikan

bahwa ada hubungan interdependensi antara keputusan investasi dengan keputusan keuangan dalam pilihan utang di Indonesia.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa banyak perusahaan di Indonesia yang mampu dan berpengalaman mendapatkan utang dalam jumlah besar di masa lalu adalah perusahaan yang dipercaya oleh lembaga keuangan (bank) untuk mendapatkan utang baru. Dari aspek institusional, perusahaan-perusahaan di Indonesia yang terikat dengan perjanjian pinjaman dengan lembaga keuangan (bank) tidak dengan mudah mengalihkan utangnya ke lembaga (bank) yang lain atau mengubah tingkat utangnya.

4.5. Implikasi Kebijakan

Manajer perusahaan yang terdaftar di BEJ dalam pengambilan keputusan pendanaan dengan menambah utang baru sebaiknya harus memperhatikan faktor-faktor yang sangat mempengaruhi utang. Dari hasil penelitian ini faktor yang paling dominan mempengaruhi utang yaitu *past debt* karena dalam penelitian ini *beta unstandardized* dari *past debt* menunjukkan nilai paling tinggi yaitu 0,902 dengan demikian implikasi kebijakan yang dapat diberikan dalam penelitian ini baik kepada investor maupun manajer perusahaan yang terdaftar di BEJ dapat dijelaskan sebagai berikut : manajemen perusahaan sebaiknya memperhatikan utang masa lalu atau *past debt* karena *past debt* atau utang masa lalu berpengaruh positif yang dominan terhadap utang (*leverage*). Artinya banyak perusahaan di Indonesia yang mampu dan berpengalaman mendapatkan utang dalam jumlah besar di masa lalu adalah perusahaan yang dipercaya oleh lembaga keuangan (bank) untuk mendapatkan utang baru.

Dari aspek institusional, perusahaan-perusahaan di Indonesia yang terikat dengan perjanjian pinjaman dengan lembaga keuangan (bank) tidak dengan mudah mengalihkan hutangnya ke lembaga (bank) yang lain atau mengubah tingkat utangnya.

Perusahaan akan lebih mudah untuk mendapatkan utang baru karena mempunyai pengalaman utang masa lalu walaupun dalam jumlah banyak hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut lebih dipercaya dan oleh kreditor atau investor dan lebih mempunyai kemampuan untuk melunasi kewajiban utang-utangnya di masa lalu.

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan dan dibahas dalam bab sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

1. *Corporate Tax Rate* berpengaruh secara signifikan positif terhadap *leverage* pada tingkat signifikansi 0,05 atau 5%, sehingga mendukung hipotesis 1. Hal ini mengindikasikan semakin tinggi laba perusahaan akan semakin besar pajak yang harus dibayar sehingga perusahaan cenderung untuk melakukan efisiensi perhitungan pajak yang akan dibayar dengan jalan menambah semaksimal mungkin biaya yang bisa dikurangkan untuk menghitung penghasilan pajak antara lain berasal dari biaya bunga pinjaman. Hasil penelitian ini juga telah konsisten dengan yang telah dilakukan peneliti di negara lain, walaupun ada perbedaan peraturan perpajakan di Indonesia dengan peraturan perpajakan di luar Indonesia.
2. *Non-debt tax shield* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *leverage* pada tingkat signifikansi 0,05 atau 5%, sehingga tidak mendukung hipotesis 2. Hasil ini juga menunjukkan bahwa depresiasi tidak mempengaruhi hutang yang artinya bahwa hutang tersebut tidak digunakan untuk mendanai investasi dalam bentuk

- aktiva tetap, akan tetapi hutang tersebut digunakan oleh perusahaan untuk mendanai operasional perusahaan sebagai modal kerja.
3. *Investment Opportunity Set* berpengaruh secara signifikan positif terhadap *leverage* pada tingkat signifikansi 0,05 atau 5%, sehingga mendukung hipotesis 3. Hal ini mengindikasikan bahwa pertumbuhan perusahaan (*Growth*) yang mencerminkan adanya kesempatan investasi di Indonesia didanai dengan utang.
 4. *Profitability* berpengaruh secara signifikan negatif terhadap *leverage* pada tingkat signifikansi 0,05 atau 5%, sehingga mendukung hipotesis 4. Hal ini mengindikasikan bahwa hasil penelitian ini mendukung *pecking-order theory* yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan dana internal terlebih dulu, baru kemudian menggunakan dana eksternal.
 5. *Past debt* berpengaruh secara signifikan positif terhadap *leverage* pada tingkat signifikansi 0,05 atau 5% , sehingga mendukung hipotesis 5. Hal ini mencerminkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia yang mampu dan berpengalaman mendapatkan utang dalam jumlah besar di masa lalu adalah perusahaan yang dipercaya oleh lembaga keuangan (bank) untuk mendapatkan utang baru.

5.2.Keterbatasan Penelitian dan Saran

Dalam penelitian ini masih terdapat keterbatasan- keterbatasan yang memerlukan penyempurnaan untuk penelitian yang akan datang, antara lain :

1. Penelitian ini hanya dilakukan pada satu jenis industri yaitu industri manufaktur, sehingga hasil penelitian ini kemungkinan tidak sama jika diaplikasikan pada jenis industri yang lain. Pada peneliti selanjutnya disarankan penelitian dilakukan pada jenis industri yang beragam yaitu selain industri manufaktur misalnya industri

keuangan atau perbankan, hal ini untuk mengetahui perbandingan dengan hasil penelitian sebelumnya.

2. Penelitian ini hanya dilakukan berdasarkan pada alat ukur (parameter) yang direferensikan hanya dalam daftar pustaka saja, sehingga hasil penelitian ini kemungkinan tidak sama apabila diaplikasikan pada alat ukur (parameter) yang tercantum selain dalam daftar pustaka ini. Pada peneliti selanjutnya disarankan untuk menggunakan alat uji yang lain, sehingga hasilnya dapat dibandingkan dengan hasil penelitian sebelumnya.
3. Pada variabel independen yang diteliti khususnya *Non-debt tax shield*, peneliti hanya mendasarkan pada depresiasi aktiva tetap sebagai *proxy*-nya dengan hasil yang tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Pada peneliti selanjutnya disarankan penggunaan variabel *Non-debt tax shield* diaplikasikan pada *proxy* yang lain misalnya *tax loss carryforward* dan *investment tax credit*.

DAFTAR PUSTAKA

- Agustinus Setiawan . 2006, “Dampak Penentuan Struktur Modal terhadap Permasalahan Moral Hazard pada Perusahaan di Indonesia sebelum dan selama Krisis Ekonomi” *Paper Konferensi Nasional, Prasetiya Mulya Business School*. PPI-39.
- Barclay J.M., Smith, Cilfford W. Jr.,1995, “The Maturity Structure of Corporate Debt” *The Journal of Finance* Vol. L No.2.
- Bradley M., Jarrel G. A., and Kim E.H. 1984. “On The Existence of An Optimal Capital Struktüre: Theory and Evidence”. *Journal of Finance* 39. pp. 857-878.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, 2001. *Manajemen Keuangan*, Edisi 8, Erlangga, Jakarta
- Chung, Kee H.,and Stephen W. Pruit, 1994. “A Simple Approximation of Tobin’s q”, *Journal of Financial Management* Vol.3 No.3. pp.70-74.
- Darsono dan Ashari.2005, *Pedoman Praktis Memahami Laporan Keuangan*, Andi Offset, Yogyakarta.
- Endang Kiswara. 2006, *Strategi Perencanaan Pajak* Edisi Pertama, Badan Penerbit UNDIP.
- Fischer, Heinkel, Zechner, 1989, “Dynamic Capital Structure Choice : Theory and Tests”, *The Journal of Finance*, Vol. XLIV No.1
- George Baker, Robert Gibbons, Kevins J. Murphy, 1997.”Relational Contracts and the Theory of The Firm” *Working Paper at Harvard Business School*.
- Gujarati D. (2003). *Basic Econometric*, fourth edition, Mc Graw-Hill Inc.
- Homaifar, Zeitz and Benkato, 1994, “An empirical Model Of Capital Structure; Some New Evidence”, *Journal of Bisnis Finance & Accounting*, Vol.21 No.1, Januari 1994.
- Hendriksen, Eldon S., and Breda F van Michael, 2002, *Teori Akunting* , Edisi Kelima Buku satu, Penerbit Interaksara, Batam.
- Imam Ghozali, 2007, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- James H. Scott, 1977, “Bankruptcy, Secured debt, and optimal capital structure”, *Journal of Finance* 32, 1-20.

- Jensen M.C., and Meckling W.H. 1976. "Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics* 3-4 pp.305-306
- Jogiyanto, 2002, *Teori Portofolio Pasar Modal*, Penerbit BPFE –UGM Yogyakarta
- John R. Graham, Michael L. Lemmon and James S, Schallheim, 1998, "Debt, Leases, Taxes and the Endogeneity of Corporate Tax Status". *Journal of Finance* 53, 131-162.
- Jeffrey K. MacKie – Mason, 1990, "Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?", *The Journal of Finance* Vol. XLV No.5, Dec. 1990.
- J. Foss, Nicolai, 1997 "Austrian Economics and The Theory of The Firm" *Working Paper* 97-3, Forthcoming, Advances in Austrian Economics.
- J. Fred Weston & Thomas E. Copeland. 1995. *Manajemen Keuangan* Edisi Kesembilan, Jilid I, Binarupa Aksara-Jakarta.
- J. Fred Weston & Thomas E. Copeland. 1997. *Manajemen Keuangan* Edisi Kesembilan, Jilid II, Binarupa Aksara-Jakarta.
- Manurung, Adler, 2006. *Cara Menilai Perusahaan* Cetakan Pertama PT. Elex Media Komputindo Jakarta
- Megginson, William L., 1997. *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Miller, Merton, 1977. "Debt and Taxes" . *Journal of Finance*. 32-2. PP 261-275.
- Modigliani, Franco and Merton Miller. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment". *The American Economic Review* 47-3. pp. 261-297.
- Myers S.C. and Majluf N.S. (1984). "Corporate Financing and Investment decisions when firms have information that investor do not have." *Journal of Financial Economics*, Vol.13.p.187-221.
- Mutamimah, 2003, "Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-perusahaan Non-Finansial Yang Go Publik di Pasar Modal Indonesia", *Jurnal Bisnis Strategi* Vol.11, Juli 2003.
- Pandey, I. M. 2003. "Capital Structure and Market Power Interaction: Evidence from Malaysia, in Zamri Ahmad, Ruhani Ali, Subramaniam Pillay". *Proceedings*

for the fourth annual Malaysian Finance Association Symposium 31 May-1 June 2002. Penang. Malaysia.

- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1995. "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data". *Journal of Finance* 5. pp. 1421-1460.
- Saidi, 2003, "Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-perusahaan Manufaktur Yang Go Publik di BEJ Tahun 1997-2002", *Jurnal Bisnis & Ekonomi* Vol.11, No.1 Maret 2004.
- Singgih, Santoso 2001, *SPSS Statistik Parametrik*, Edisi Kelima, Penerbit PT Slerk Gramdia, Jakarta
- Shuetrim G., Lowe P., and Morling S. 1993. "The Determinants of Corporate Leverage: A panel Data Analysis". *Research Discussion Paper Reserve Bank of Australia*. pp. 1-52. *Journal of Finance* 39
- Young Rok Choi. 2003. "Taxes and Corporate Capital Structure" *Proposal Economics* 413. P. Mueser.
- Titman, Sheridan, and Roberto Wessels. 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice". *Journal of Finance*. pp. 1-19.
- Ukago, Kristianus, 2005, "Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Ketepatan Waktu Pelaporan Keuangan Bukti Empiris Emiten di BEJ", *Jurnal Maksi* Vol.5 Jan. 2005.
- Undang-undang Republik Indonesia Nomor 17 Tahun 2000 tentang Perubahan Ketiga atas Undang-undang Nomor 7 tahun 1983 tentang *Pajak Penghasilan*, PT. MITRAINFO – Jakarta – 2000.

