

**PENGARUH FAKTOR PAJAK DAN FAKTOR-FAKTOR LAIN TERHADAP
LEVERAGE PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

Ferdian Pardosi

*Fakultas Ekonomi STIE Supra
Email:ferdianpardosi@gmail.com*

ABSTRACT

Usage of debt can increase the value of the company, but with the consideration of potential financial distress the company will limited its total debt. To optimize the capital structure, the company must considered trade-off between gain of tax shield and loss from potential financial distress. The main purpose of this research was to test empirically, any factors that influence the leverage for there are still inconsistence research results from the prior study. Based on the data of the manufacture companies listed on Indonesia Stock Exchange (BEI), 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 set, 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 20 on 0,05 or 5% of significance level. The result of the study shows that at the significance level of 0,05, investment opportunity set (0,006) and past debt (0,000) has significant positive effect on the leverage. While the corporate tax rate (0,721), non-debt tax shield (0,133) has no significance effect for the leverage at the significance of 0,05. While profitability (0,000) negatively has significance effect for the leverage at the significance of 0,05.

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

ABSTRAK

Penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan, tetapi dengan pertimbangan potensi financial distress perusahaan akan membatasi total utangnya. Untuk mengoptimalkan struktur modal, perusahaan harus mempertimbangkan trade-off antara perolehan perisai pajak dan kerugian dari potensi tekanan keuangan. Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris, setiap faktor yang mempengaruhi leverage karena masih ada hasil penelitian yang tidak konsisten dari studi sebelumnya. Berdasarkan data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), selain menggunakan faktor pajak yang terdiri dari tarif pajak perusahaan, dan perisai pajak non-utang, mempengaruhi leverage, ada juga faktor lain yang mempengaruhi utang, yang merupakan set kesempatan investasi, profitabilitas, dan utang masa lalu. Seluruh analisis penelitian ini didasarkan pada teori struktur modal dan teori perusahaan. Data yang dianalisis adalah kombinasi data time series dan cross-section atau panel data, memanfaatkan model regresi yang didukung oleh perangkat lunak SPSS 20 pada 0,05 atau 5% dari tingkat signifikansi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada taraf signifikan 0,05, set kesempatan investasi (0,006) dan hutang masa lalu (0,000) berpengaruh positif signifikan terhadap leverage. Sedangkan tarif pajak perusahaan (0,721), non-debt tax

shield (0,133) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap leverage pada signifikansi 0,05. Sedangkan profitabilitas (0,000) berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage pada signifikansi 0,05.

Kata kunci: leverage, tarif pajak perusahaan, perisai pajak non-utang, set peluang investasi, profitabilitas, utang masa lalu.

PENDAHULUAN

Pilihan utang dan modal sebagai sumber pendanaan merupakan keputusan penting yang mempengaruhi nilai perusahaan. Modigliani dan Miller (1963) mengeluarkan proposisi, perusahaan yang menggunakan utang memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak berutang, hal itu dikarenakan adanya pengurang pajak (tax shield). Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, namun dengan mempertimbangkan kemungkinan financial distress, perusahaan akan membatasi jumlah utangnya. Struktur modal yang optimal akan mempertimbangkan keuntungan dari tax shield dan kerugian karena potensi financial distress.

Secara empiris telah dilakukan penelitian oleh Agustinus Setiawan (2006) tentang perbandingan total utang terhadap total aset dari 75 perusahaan manufaktur di Indonesia yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) antara tahun 1994 sampai dengan tahun 2000. Dimana dari hasil penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa sebelum dan sesudah krisis, perusahaan di Indonesia mempunyai total utang yang cukup tinggi bila dibandingkan dengan total aset nya.

Tingginya tingkat utang pada perusahaan-perusahaan di Indonesia merupakan suatu fenomena keuangan yang cukup menarik untuk dilakukan penelitian. Ada banyak faktor yang berpengaruh terhadap keputusan struktur modal yang secara umum terdiri dari faktor stabilitas penjualan, struktur aktiva, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, leverage operasi, sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan (Brigham dan Houston, 2011:39).

Perusahaan dapat memanfaatkan peluang atau kesempatan yang terkait dengan struktur modal untuk merencanakan besarnya pajak yang terutang atau disebut dengan manajemen pajak. Dalam peraturan Pajak Penghasilan (PPH) di Indonesia terdapat perbedaan perlakuan yang besar antara bunga pinjaman dan pengeluaran dividen, bahwa bunga pinjaman dapat dikurangkan sebagai biaya (Tax Deductible) sesuai Pasal 6 ayat (1) huruf a UU No.36 Tahun 2008 sedangkan pengeluaran dividen tidak dapat dikurangkan sebagai biaya (*Non-Tax Deductible*) sesuai Pasal 9 ayat (1) huruf a UU No.36 Tahun 2008. Pengurangan biaya bunga tersebut sangat bernilai/berarti bagi perusahaan yang terkena tarif pajak tinggi (marginal) sebelum berlakunya UU No.36 Tahun 2008, karena semakin besar laba perusahaan akan semakin tinggi tarif pajak penghasilan badan (corporate tax rate) yang diterapkan akan semakin besar pengurangan pajak yang diperoleh perusahaan dari pengurangan biaya bunga utang tersebut. Sebagai implikasinya, peningkatan tarif pajak penghasilan badan akan meningkatkan penggunaan utang perusahaan (Shuetrim, *et al.*, 1993:5). Selanjutnya Weston dan Copeland (2010:48) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan utang dapat 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.

Keuntungan yang diperoleh adalah pengurangan pajak karena adanya pembayaran bunga utang (*debt tax shield*). Sebenarnya perusahaan dapat memperoleh pengurangan pajak yang lain yang diperoleh selain karena akibat utang atau disebut non-debt tax shield. Non-debt tax shield bisa diperoleh karena adanya fasilitas dari pemerintah yang berupa investment tax credit, tax loss carry forward (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 (Penanaman Modal Asing) atau PMDN (Penanaman Modal Dalam Negeri), untuk menunda pembayaran pajaknya. Tax loss carry forward yaitu adanya kerugian yang dapat dikompensasikan ke laba tahun berikutnya selama lima tahun ke depan sehingga perusahaan dapat menunda pembayaran pajak atas laba yang telah dikompensasikan tersebut selama lima tahun ke depan. Sedangkan pengurangan pajak yang akan didapat oleh perusahaan dari aktiva tetap tersebut adalah berupa biaya depresiasi atas aktiva tetap yang dapat dikurangkan sebagai biaya dalam menghitung penghasilan kena pajak sebagaimana yang diatur dalam Pasal 6 ayat (1) huruf b UU No.36 Tahun 2008.

Pertumbuhan perusahaan (*growth*) menunjukkan adanya 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.

Perusahaan yang mengalami pertumbuhan penjualan 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 membayarkan dividen 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.

Kebijakan pemerintah dalam menentukan tarif pajak juga menentukan kebijakan struktur modal bagi perusahaan. Kebijakan pemerintah ini di proxy kan dengan dikeluarkannya peraturan maupun Undang-Undang baru mengenai pajak. Seperti perubahan UU No.17 Tahun 2000 tentang Pajak Penghasilan yang digantikan dengan UU No.36 Tahun 2008, dimana terjadi perubahan tarif pajak dari tarif progresif dengan batas tarif tertinggi sebesar 30% sampai dengan tahun 2008 menjadi tarif tunggal di tahun 2009 sebesar 28% dan menjadi 25% di tahun 2010. Bagi perusahaan perubahan UU tersebut akan mempengaruhi besarnya pajak yang terutang, sehingga menuntut manajemen perusahaan untuk melakukan perencanaan pajak dengan baik.

Peneliti sebelumnya yang mengkaji tentang pengaruh tarif pajak terhadap leverage telah dilakukan oleh Young Rok Choi (2003) di Korea dengan hasil terdapat hubungan yang positif antara tarif pajak dengan leverage. Oleh karena itu dalam penelitian ini, peneliti mencoba untuk menguji apakah terdapat hubungan yang signifikan antara tarif pajak dengan leverage di Indonesia, mengingat adanya perbedaan peraturan perpajakan di Indonesia dengan Korea maupun di luar Indonesia (*research gap*). Selain itu dalam penelitian ini untuk menguji ketidakkonsistenan faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat utang (*leverage*) yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya yaitu: *Corporate Tax Rate*, *Non-Debt Tax Shield*, *Investment Opportunity Set*, dan *Profitability*, peneliti juga

menambahkan variabel utang masa lalu (*past debt*) yang dapat mempengaruhi leverage.

Berdasarkan uraian latar belakang penelitian, maka permasalahan penelitian dirumuskan sebagai berikut:

- a. Apakah Corporate Tax Rate berpengaruh terhadap 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 Leverage.
- f. Apakah Corporate Tax Rate, Non-Debt Tax Shield, Investment Opportunity Set (IOS), Profitability, dan Past Debt secara bersama-sama berpengaruh terhadap Leverage.

KAJIAN PUSTAKA

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 aktivitas 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 dan 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.

Aspek pajak merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan perusahaan untuk menghasilkan keunggulan bersaing karena pajak merupakan beban yang signifikan dalam perusahaan. Sesuai dengan tujuan untuk mencapai efisiensi usaha, maka salah satu cara yang ditempuh adalah dengan menekan serendah mungkin kewajiban pajak yang dibayarkan oleh perusahaan dengan cara melakukan manajemen pajak (Endang Kiswara, 2006) yaitu dengan memanfaatkan celah hukum atau loop hole dalam peraturan perpajakan.

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, pengamat teori ini menyatakan bahwa seseorang harus bertindak untuk memaksimalkan utilitasnya atau memaksimalkan kebahagiaan/keuntungan dirinya sendiri (Hendriksen, Breda, 2000:236).

Teori Struktur Modal dan Leverage

Rasio Solvabilitas/*Leverage* adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Weston dan Copeland (2010) memberikan suatu konsep tentang Leverage atau debt ratio yang merupakan perbandingan antara nilai buku seluruh total utang (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, 2009). Dengan demikian, semakin tinggi rasio ini maka semakin besar resiko yang dihadapi, investor akan meminta tingkat keuntungan yang 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.

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 ekuitas karena hal itu dapat mencegah perusahaan dalam kesulitan keuangan (*financial distress*).

Dalam kaitannya dengan penelitian ini membatasi pembahasan yang berkaitan dengan Debt Ratio yaitu leverage yang mencerminkan perbandingan antara total utang dengan total aset, hal ini diharapkan karena akan menggambarkan hasil analisis perusahaan secara keseluruhan, dan penelitian ini juga tidak membahas koreksi fiskal yang berkaitan dengan biaya bunga pinjaman yang tidak diperbolehkan sebagai pengurang dalam menghitung penghasilan kena pajak.

Teori The Pecking Order Hypothesis yang dikemukakan oleh Donaldson (1961) menyatakan bahwa pemilihan struktur modal akan mengikuti urutan tingkatan, yang disebut the fund cost hierarchy, dimana tingkatan pertama adalah perusahaan yang menggunakan pendanaan dari dalam perusahaan yang berasal dari laba ditahan (*retained earnings*), kemudian utang, dan yang terakhir menerbitkan saham di pasar modal (Shuetrim, Lowe dan Morling, 1993). Kemudian Stiglitz (1969), Haugen dan Papas (1971), Rubenstein (1973) dalam Manurung (2006:24) juga membahas teori lain yang berhubungan dengan struktur modal 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 yaitu adanya manfaat dari biaya bunga utang sebagai pengurang penghasilan kena pajak, biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Trade-off theory juga membahas mengenai 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 modal yang optimal maka timbul pilihan (trade-off) antara pengurangan pajak atas peningkatan utang dengan biaya kebangkrutan yang akan terjadi.

Hipotesis

Corporate Tax Rate

Tarif Pajak Penghasilan Badan (*Corporate Tax Rate*) di Indonesia untuk tahun 2006 – 2008 sesuai Pasal 17 UU No.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. Sementara untuk periode tahun 2009 – 2010 tarif pajak yang berlaku sesuai dengan Pasal 17 UU No.36 Tahun 2008 tentang Pajak Penghasilan adalah tarif pajak tunggal, dimana tarif pajak akan dikenakan secara rata (flat) atas penghasilan kena pajak. Menurut Shuetrim et al., (1993:5) peningkatan tarif pajak akan meningkatkan penggunaan utang perusahaan. Selanjutnya Weston dan Copeland (2010:48) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan utang 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. Oleh karena itu penerapan tarif pajak yang tinggi akan mendorong perusahaan untuk melakukan penghematan pembayaran pajak yaitu salah satunya dengan jalan menambah utang.

Sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan Yong Rok Choi (2003) menyatakan terdapat hubungan yang positif antara tarif pajak badan dan leverage. Perusahaan dengan tarif pajak marjinal yang tinggi memiliki insentif lebih banyak untuk mengajukan utang karena mendapatkan pengurangan bunga atas utang tersebut sehingga pajak yang dibayar akan 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 berpengaruh terhadap utang perusahaan tahun sekarang (t).

H1 : Corporate Tax Rate berpengaruh signifikan positif terhadap leverage.

Non-Debt Tax Shield

Bradley, Jarrel dan Kim (1984), menemukan jenis non-debt tax shield dalam bentuk depresiasi. Homaifer et al. (1994) dalam penelitiannya menemukan hubungan bahwa perusahaan yang memiliki aset berwujud yang tinggi 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 memanfaatkannya sebagai jaminan utang (asset collateral), sehingga perusahaan cenderung melakukan utang atau dapat dikatakan bahwa biaya depresiasi aktiva tetap berpengaruh positif terhadap utang. Penelitian hubungan antara non-debt tax shield dengan keputusan leverage telah dilakukan oleh Homaifer et al. (1994) dengan hasil non-debt tax shield berpengaruh positif dengan leverage. Titman dan Wessels (1998) dalam penelitiannya tidak berhasil menemukan hubungan yang signifikan.

H2 : Non-debt tax shield berpengaruh signifikan positif terhadap leverage.

Investment Opportunity Set

Peningkatan pertumbuhan perusahaan 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 dengan 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.

H3 : Investment Opportunity Set berpengaruh signifikan positif terhadap leverage.

Profitability

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) yang memprediksikan bahwa perusahaan akan memilih menggunakan dana internal terlebih dahulu 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), Rajan dan Zingales (1995), dan Agustinus Setiawan (2006) yang menemukan hubungan negatif yang kuat antara leverage dan profitabilitas.

H4: Profitability berpengaruh signifikan positif terhadap leverage.

Past Debt

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).

H5 : Past Debt berpengaruh signifikan positif terhadap leverage.

METODE

Sampel dan Data

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang go public yang saham-sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang go public yang terdaftar di BEI untuk industri manufaktur periode 2006-2010. Unit analisis penelitian adalah perusahaan.

Pengambilan data selama 5 tahun didasarkan pada kebutuhan analisis yang menggunakan metode pooled data panel, serta untuk keperluan perhitungan beberapa variabel yang memerlukan data tahun sebelum dan sesudahnya. Kriteria pengambilan sampel adalah semua perusahaan yang memiliki semua data yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode purposive sampling, dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang dipilih sebagai sampel adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar dari tahun 2006 sampai dengan tahun 2010, dengan pertimbangan terjadi krisis ekonomi global yang di mulai di tahun 2008, agar diperoleh gambaran mengenai leverage perusahaan sebelum terjadi krisis ekonomi global dan setelahnya.
2. Memiliki kebijakan utang dalam laporan keuangannya, yaitu adanya utang yang dilakukan oleh perusahaan.
3. Perusahaan mempunyai biaya depresiasi aktiva tetap yang tercermin dalam jumlah aktiva tetap yang dimiliki.

4. Perusahaan mempunyai pertumbuhan yang baik mencerminkan bahwa perusahaan mempunyai kesempatan berinvestasi (Investment Opportunity Set).
5. Tidak melibatkan perusahaan yang selama periode 2006 – 2010 mengalami kerugian operasional.

Metode Analisis

- a. *Leverage*. Variabel ini diukur dengan membagi nilai buku seluruh utang (debt=D) dengan total aktiva (total assets=TA) (Weston dan Copeland, 2010). Pada negara berkembang, batasan secara tegas antara utang jangka pendek dan utang jangka panjang cukup sulit (Pandey, 2003). Umumnya perusahaan melakukan roll over utang jangka pendek secara terus menerus, sehingga utang tersebut menjadi bersifat jangka panjang. Rumus yang digunakan adalah:

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

- b. *Corporate Tax Rate*. Penerapan tarif pajak 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 pengaruh terhadap utang perusahaan tahun sekarang (t). Oleh karena itu dalam penelitian ini dengan memodifikasi hasil penelitian Young Rok Choi (2003) dalam mengukur tingkat tarif pajak yang dihitung dari pajak penghasilan perusahaan yang dibayar menjadi tingkat tarif pajak tahun lalu (t-1) dibandingkan dengan laba bersih sebelum bunga dan pajak (Earning Before Interest and Tax/EBIT) tahun ini, adalah sebagai berikut:

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

- c. *Non-Debt Tax Shield*. Young Rok Choi (2003) dalam penelitiannya mengukur pengurang pajak selain utang (non-debt tax shield) yang dihitung dari depresiasi + tax credit (machinery and equipment x 5%) dibandingkan dengan laba bersih sebelum penyusutan, bunga dan pajak (Earning Before Depreciation, Interest and Tax/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 shield sebagai berikut:

$$\text{Non-Debt Tax Shield} = \frac{\text{Depresiasi}}{\text{Earning Before Depreciation, Interest and Tax}}$$

- d. *Investment Opportunity Set*. Untuk mengukur tingkat peluang investasi atau kesempatan pertumbuhan perusahaan yang dikemukakan oleh 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:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Value of Assets}}{\text{Book Value of Total Assets}}$$

Penjelasan:

Market Value of Assets = total utang + (closing price x jumlah saham beredar).

Book Value of Asset = nilai total aset dalam laporan keuangan.

- e. *Profitability*. Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Variabel ini diukur dengan membagi laba operasi dengan total aset. Rumusnya adalah:

$$\text{Profitability} = \frac{\text{Laba Operasi}}{\text{Total Aset}}$$

- f. *Past Debt*. Agustinus Setiawan (2006) dalam penelitiannya menghitung Utang Masa Lalu (Past Debt) yang dapat mempengaruhi leverage dengan rasio total utang tahun sebelumnya (TDt-1) dibandingkan dengan total aktiva/aset tahun sebelumnya (TAt-1), sebagai berikut:

$$\text{Past Debt} = \frac{\text{Total Utang Tahun Sebelumnya (TDt-1)}}{\text{Total Aset Tahun Sebelumnya (TAt-1)}}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Hipotesis

Hasil uji model (model summary) menunjukkan besarnya nilai koefisien determinansi (R^2) adalah 0,889, dikarenakan nilai tersebut mendekati angka satu berarti variabel-variabel independen dapat memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan variabel dependen.

Tabel 1. Hasil Uji Model Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.943 ^a	.889	.888	.070735	1.870

a. Predictors: (Constant), Profitability (X5), Corporate Tax Rate (X1), Ln Past Debt (X4), NDTs (X2), IOS (X3)

b. Dependent Variable: Ln Leverage (Y)

Namun karena penelitian ini menggunakan beberapa variabel penelitian, maka akan

lebih baik jika determinasi menggunakan Adjusted R². Besarnya Adjusted R² menurut Tabel Model Summary adalah 0,888 atau sebesar 89% variasi Leverage dalam hubungannya dengan variabel-variabel independen dapat dijelaskan oleh variabel Corporate Tax Shield, Non-Debt Tax Shield, Investment Opportunity Set, Profitability, Past Debt dalam model ini, sedangkan sisanya sebesar 0,112 atau 11% dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Sebagaimana ditunjukkan dalam Tabel 4.2 model ini dapat menerangkan hubungan antara Leverage dan variabel-variabel yang mempengaruhi karena nilai **F** hitung adalah 607,36 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 independen yang terdiri dari Corporate Tax Shield, Non-Debt Tax Shield, Investment Opportunity Set, Profitability, Past Debt berpengaruh secara signifikan terhadap Leverage.

Tabel 2. Hasil Perhitungan Regresi Simultan
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	15.195	5	3.039	607.363	.000 ^b
	Residual	1.896	379	.005		
	Total	17.091	384			

a. Dependent Variable: Ln Leverage (Y)

b. Predictors: (Constant), Profitability (X5), Corporate Tax Rate (X1), Ln Past Debt (X4), NDTs (X2), IOS (X3)

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 alternatif (H_a) diterima jika; **t** hitung > **t** tabel atau p value < 0,05. Hasil uji hipotesis pertama, kedua, ketiga, keempat dan kelima dapat dilihat pada Tabel 4.3 sebagai berikut:

Tabel 3. Hasil Uji Hipotesis
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
	(Constant)	.051	.013				3.901	.000
1	Corporate Tax Rate (X1)	-.003	.009	-.006	-.357	.721	.976	1.024
	NDTS (X2)	.023	.015	.029	1.507	.133	.811	1.232
	IOS (X3)	.009	.003	.062	2.790	.006	.586	1.707
	Ln Past Debt (X4)	.898	.018	.906	49.725	.000	.882	1.134
	Profitability (X5)	-.223	.051	-.108	-4.384	.000	.478	2.091

a. Dependent Variable: Ln Leverage (Y)

Dari Tabel di atas dapat disimpulkan ke dalam persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{Ln Leverage} = 0,51 - 0,03 \text{ Corporate Tax Rate} + 0,23 \text{ Non-Debt Tax Shield} + 0,09 \text{ Investment Opportunity Set} - 0,223 \text{ Profitability} + 0,898 \text{ LnPast Debt} + e.$$

Pengujian Hipotesis

Hipotesis 1

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa t hitung dari Corporate Tax Rate adalah $-0,357$ dengan nilai signifikansi $0,721$ sehingga hipotesis 1 ditolak. Berarti terbukti secara empiris bahwa Corporate Tax Rate tidak berpengaruh signifikan terhadap Leverage. Ditolaknya hipotesis 1 ini mengindikasikan bahwa wajib pajak memberikan penilaian bahwa perubahan perhitungan tarif pajak dari tarif pajak progresif menjadi tarif pajak flat dan juga perubahan nilai tarif dari lapisan tertinggi sebelumnya 30% menjadi 28% dan 25% untuk periode sebelum berlakunya UU No.36 Tahun 2008 dan setelahnya akan memperkecil pajak yang akan dibayarkan sehingga tidak perlu melakukan kebijakan leverage.

Hipotesis 2

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa t hitung dari Non-Debt Tax Shield adalah $1,507$ dengan nilai signifikansi $0,133$ maka hipotesis 2 ditolak. Berarti terbukti secara empiris bahwa Non-Debt Tax Shield tidak berpengaruh signifikan terhadap Leverage. 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).

Hipotesis 3

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa t hitung dari Investment Opportunity Set adalah $2,790$ dengan nilai signifikansi $0,006$ maka hipotesis 3 dapat diterima. Berarti terbukti secara empiris bahwa Investment Opportunity Set berpengaruh positif dan signifikan terhadap Leverage. 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 leverage, yang artinya pada saat perusahaan mengalami pertumbuhan maka perusahaan memerlukan investasi baru, sehingga perusahaan cenderung untuk melakukan utang daripada menggunakan dana internal sendiri (retained earning).

Hipotesis 4

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa t hitung dari Profitability adalah $-4,384$ dengan nilai signifikansi $0,000$ maka hipotesis 4 dapat diterima. Berarti dapat dibuktikan secara empiris bahwa Profitability berpengaruh secara signifikan negatif terhadap Leverage. Hasil penelitian ini mendukung pecking-order theory yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu, baru kemudian menggunakan dana eksternal. Perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi (profitable) pada dasarnya tidak membutuhkan banyak pembiayaan dengan utang, karena laba ditahan (retained earning) perusahaan yang tinggi sudah memenuhi untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

Hipotesis 5

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa t hitung dari Past Debt adalah 49,725 dengan nilai signifikansi 0,000 maka hipotesis 5 dapat diterima. Berarti secara empiris terbukti bahwa terdapat hubungan yang signifikan positif antara leverage masa lalu dengan leverage masa sekarang. 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.

PENUTUP

Simpulan

Dari analisis yang dilakukan dapat ditarik simpulan: **Pertama.** Corporate Tax Rate tidak berpengaruh secara signifikan terhadap leverage. Hasil ini menunjukkan bahwa wajib pajak memberikan penilaian dengan adanya perubahan perhitungan tarif pajak serta penurunan nilai tarif pajak akan memperkecil pajak yang akan dibayarkan sehingga tidak perlu melakukan kebijakan leverage. **Kedua.** Non-Debt Tax Shield tidak berpengaruh secara signifikan terhadap leverage. Hal ini berarti bahwa wajib pajak memberikan penilaian bahwa keuntungan yang diperoleh dari keuntungan pajak dari pembiayaan utang atas aktiva tetap digantikan oleh keuntungan laba yang diperoleh dari pembiayaan atas operasional perusahaan. **Ketiga.** Investment Opportunity Set berpengaruh secara signifikan positif terhadap leverage. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, akan memiliki prospek ke depan yang cerah dan akan berpengaruh terhadap kepercayaan pihak luar (investor) dalam hal pendanaan. **Keempat.** Profitability berpengaruh secara signifikan negatif terhadap leverage. Hal ini menunjukkan bahwa memaksimalkan dana internal memungkinkan perusahaan tidak perlu “membuka diri lagi” dari sorotan pemodal luar. Semaksimal mungkin sumber dana yang digunakan diperoleh tanpa “sorotan” dan publisitas publik sebagai akibat penerbitan saham baru. **Kelima.** Past Debt berpengaruh secara signifikan positif terhadap leverage. Hal ini berarti bahwa pengalaman penggunaan utang masa lalu dan ditambah dengan kinerja perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan di mata para kreditur.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sebagai berikut: **Pertama.** Penelitian ini hanya dilakukan pada satu jenis industri manufaktur, sehingga hasil penelitian ini kemungkinan tidak sama hasilnya jika diaplikasikan pada jenis industri yang lain. Pada peneliti selanjutnya disarankan penelitian dilakukan pada jenis industri yang lain misalnya industri keuangan atau perbankan, hal ini untuk mengetahui perbandingan dengan hasil penelitian sebelumnya. **Kedua.** Periode yang diamati dalam penelitian ini relatif singkat, yaitu tiga tahun sebelum berlakunya UU No.36 Tahun 2008 (tahun 2006-2008), dan dua tahun setelah berlakunya UU No.36 Tahun 2008 (tahun 2009-2010). Pada peneliti selanjutnya disarankan penelitian dilakukan dengan memperpanjang periode yang diamati khususnya untuk periode setelah berlakunya UU No.36 Tahun 2008, sehingga dapat mengurangi bias dalam hasil analisis. **Ketiga.** Penelitian ini hanya meneliti secara umum pengaruh tarif pajak badan terhadap leverage. Pada peneliti selanjutnya disarankan penelitian dilakukan dengan membandingkan hasil dari perubahan tarif pajak progresif menjadi tarif pajak tunggal (flat). **Keempat.** Hasil analisis untuk periode tahun 2008 kemungkinan dipengaruhi oleh kondisi krisis ekonomi yang melanda Indonesia, dimana

dalam analisis yang dilakukan tidak memperhitungkan kondisi krisis ekonomi tersebut. Pada peneliti selanjutnya disarankan penelitian dilakukan dengan memperhitungkan kondisi krisis ekonomi tersebut. **Kelima**. Pada variabel independen yang diteliti khususnya non-debt tax shield, peneliti hanya mendasarkan pada depresiasi aktiva tetap sebagai proxy nya dengan hasil tidak berpengaruh signifikan terhadap leverage. Pada peneliti selanjutnya disarankan penggunaan variabel non-debt tax shield yang diaplikasikan pada proxy yang lain misalnya tax loss carry forward dan investment tax credit.

DAFTAR PUSTAKA

- Baker, George., Gibbons, Robert., Murphy, Kevins J. (1997). "Relational Contracts and the Theory of The Firm", *Working Paper at Harvard Business School*.
- Barclay J.M., Smith, & Clifford W. Jr. (1995). "The Maturity Structure of Corporate Debt". *The Journal of Finance*, L (2).
- Bradley M., Jarrel G.A., & Kim, E.H. (1984). "On The Existence of An Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". *Journal of Finance*, 39, 857-878.
- Brigham, Eugene F., & Houston, Joel F. (2011). Alih Bahasa Dodo Suharto. *Manajemen Keuangan* (Edisi 11). Jakarta: Erlangga.
- Choi, Young Rok. (2003). "Taxes and Corporate Capital Structure", *Proposal Economics* 413. P. Mueser.
- Chung, Kee H., & Pruitt, Stephen W. (1994). "A Simple Approximation of Tobin's q". *Journal of Financial Management*, 3 (3), 70-74.
- Darsono dan Ashari. (2009). *Pedoman Praktis Memahami Laporan Keuangan*, Yogyakarta: Andi.
- Fischer, Heinkel, Zechner. (1989). "Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests", *The Journal of Finance*, XLIV (1).
- Ghozali, Imam. (2010). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Graham, John R., Lemmon, Michael L., & Schallheim, James S. (1998). "Debt, Leases, Taxes and the Endogeneity of Corporate Tax Status", *The Journal of Finance*, 53, 131-162.
- Gujarati, D. (2009). *Basic Econometric* (5th ed). Mc Graw-Hill.
- Hendriksen, Eldon S., & van Michael, Breda F. (2002). Alih Bahasa Herman Wibowo. *Teori Akunting Buku I* (Edisi Kelima). Batam: Interaksara.
- Homaifar, Zeits & Benkato. (1994). "An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, 21 (1).
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3-4, 305-306.
- Jogiyanto. (2011). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Edisi 7). Yogyakarta: BPFE-UGM.
- Kiswara, Endang. (2006). *Strategi Perencanaan Pajak* (Edisi 1). Semarang: UNDIP.
- Mackie, Jeffrey K., - Mason. (1990). "Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?", *The Journal of Finance*, XLV (5). December.
- Manurung, Adler. (2006). *Cara Menilai Perusahaan* (Cet. Pertama). Jakarta: Elex Media Komputindo.

- Megginson, William L. (1997). *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publishers.
- Miller, Merton. (1977). "Debt and Taxed", *Journal of Finance*, 32 (2). 261-275.
- Modigliani, Franco & Miller, Merton. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *The American Economic Review*, 47 (3). 261-297.
- Mutaminah. (2003). "Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-perusahaan Non-Finansial Yang Go Public di Pasar Modal Indonesia", *Jurnal Bisnis Strategi*, 11. Juli.
- Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13. 187-221.
- Nicolai, J. Foss. (1997). "Austrian Economics and The Theory of The Firm", *Working Paper*, 97-3. Forthcoming. Advances in Austrian Economics.
- ORTax Team. (2010). *Susunan Dalam Satu Naskah 9 (Sembilan) Undang-Undang Perpajakan*. (Cetakan II). Jakarta: Integral Data Prima.
- Pandey, I.M. (2003). "Capital Structure and Market Power Interaction: Evidence From Malaysia". Dalam Zamri, Ahmad., Ruhani, Ali., & Subramaniam, Pillay. *Proceedings for the fourth annual Malaysian Finance Association Symposium*, 31 May – 01 June 2002. Penang. Malaysia.
- Rajan, Raghuram G., & Zingales, Luigi. (1995). "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data", *Journal of Finance*, 5. 1421-1460.
- Saidi. (2003). "Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-perusahaan Manufaktur Yang Go Public di BEJ Tahun 1997-2002", *Jurnal Bisnis & Ekonomi*, 11 (1). Maret 2004.
- Sapari. (2008). "Implikasi Perubahan Undang-Undang Perpajakan Terhadap Keputusan Strategi Leverage Bagi Perusahaan Yang Terdaftar Di PT. Bursa Efek Jakarta", *Ekuitas*, Vol.12 (2). Juni 2008.
- Scott, James H. (1977). "Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure", *Journal of Finance*, 32, 1-20.
- Setiawan, Agustinus. (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.
- Shuetrim, G., Lowe, P., & Morling, S. (1993). "The Determinants of Corporate Leverage: A Panel Data Analysis", *Research Discussion Paper Reserve Bank of Australia*, *Journal of Finance*, 39. 1-52.
- Singgih, Santoso. (2012). *Aplikasi SPSS Pada Statistik Parametrik*. Jakarta: Elex Media.
- Titman, Sheridan., & Wessels, Roberto. (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*. 1-19.
- Trihendradi, C. (2012). *Step by Step SPSS 20 Analisis Data Statistik*. Yogyakarta: Andi.
- Ukago, Kristianus. (2005). "Faktor-faktor Yang Berpengaruh Terhadap Ketepatan Waktu Pelaporan Keuangan Bukti Empiris Emiten di BEJ", *Jurnal Maksi*, 5. Januari.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 17 Tahun 2000 Tentang Perubahan Ketiga Atas Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 Tentang Pajak Penghasilan. Jakarta: MITRAINFO.
- Weston, J. Fred., & Copeland, Thomas E. (2010). Alih Bahasa A. Jaka Wasana. *Manajemen Keuangan* (Edisi 9). Jilid II. Jakarta: Binarupa Aksara.