

PENGARUH LEVERAGE, CORPORATE TAX RATE, NON-DEBT TAX SHIELD, INVESTMENT OPPORTUNITY SET, PROFITABILITY, PAST DEBT TERHADAP TINGKAT UTANG PADA PERUSAHAAN- PERUSAHAAN KEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2002 S/D 2008

Oleh : Edy Suprianto, SE, M.Si, Akt

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.

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*) 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 yang dikenal dengan model regresi panel data dengan bantuan program software SPSS dengan tingkat signifikansi 5 %.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan tingkat signifikansi 0,05 atau 5% *Corporate Tax Rate*, *Investment Opportunity Set*, *Past debt* berpengaruh secara signifikan positif terhadap leverage. Sedangkan *Non-debt tax shield* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap leverage pada tingkat signifikansi 0,05 atau 5%. Untuk *Profitability* berpengaruh secara signifikan negatif terhadap leverage pada tingkat signifikansi 0,05 atau 5%.

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

Latar Belakang

Salah satu sumber kekayaan perusahaan di Indonesia adalah dengan hutang, baik hutang Bank, maupun hutang lainnya seperti hutang obligasi. Pada umumnya struktur modal perusahaan terdiri dari utang, saham preferen dan saham biasa, sehingga kebijakan struktur modal mempunyai peran yang cukup penting bagi kelangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang. Keunikan mengenai struktur modal di Indonesia sebagai negara yang sedang berkembang yaitu adanya tingkat utang yang tinggi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Artinya perusahaan mendanai operasi sehari-hari lebih besar hutang daripada kekayaan sendiri. Menurut 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.

Jika dilihat dari fenomena tersebut, dapat disimpulkan bahwa ada beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal bagi manajemen perusahaan. Faktor-faktor tersebut antara lain adalah 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). Disamping faktor-faktor di atas, ada beberapa faktor lain yang juga ikut andil mempengaruhi keputusan perusahaan dalam menentukan kebijakan struktur modal perusahaan yaitu faktor kebijakan atay peraturan perundang-undangan perpajakan.

Perusahaan memanfaatkan peluang/kesempatan kaitannya dengan struktur modal untuk merencanakan besarnya pajak yang terutang atau istilahnya disebut manajemen pajak. 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 mendorong perusahaan untuk menghitung pajaknya secara efisien yaitu dengan memanfaatkan *Tax deductible* tersebut . Sebagai implikasinya, peningkatan tarif pajak akan meningkatkan penggunaan utang perusahaan (Shuetrim et al., 1993:5;).

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. Penelitian yang dilakukan Mc-Kie Mason (1990), Mutamimah (2003) menemukan hubungan negatif antara keputusan *leverage* dan *non-debt tax shield* karena perusahaan yang rugi menyebabkan perusahaan tidak berani untuk mengajukan utang.

Penelitian yang dilakukan oleh 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 $k = k_u (1 - TL)$. 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).

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*.

Kebijakan pemerintah dalam menentukan tarif pajak juga menentukan kebijakan struktur modal bagi perusahaan. Kebijakan pemerintah ini biasanya diprosikan dengan dikeluarkannya peraturan maupun undang-undnag baru kaitannya dengan perpajakan, seperti UU No 36 Tahun 2008 tentang pajak penghasilan yang menggantikan UU No 17 Tahun 2000. Bagi perusahaan perubahan peraturan tersebut akan mempengaruhi besarnya pajak yang terutang, sehingga akan memaksa manajemen perusahaan dalam merencanakan pajak dengan baik.

Peneliti sebelumnya yang mengkaji tentang pengaruh pajak terhadap utang (struktur modal) telah dilakukan oleh Young Rok 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 mengkaji ulang apakah juga terdapat pengaruh yang signifikan antara faktor pajak dengan tingkat utang di Indonesia .

TELAAH 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 aktifitas perusahaan yaitu memadukan keterbatasan kondisi-kondisi yang relevan dengan mempertimbangkan output dan input dengan tujuan untuk memaksimalkan keuntungan atau nilai perusahaan. 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. 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.

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. Sistem ini 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. Hal tersebut sejalan dengan *Theory of The Firm* yaitu pola atau ajaran bagaimana untuk memaksimalkan kegunaan hasil secara efisiensi.

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. Selain itu, rasio *leverage* yang tinggi juga menunjukkan proporsi modal sendiri yang rendah untuk membiayai aktiva.

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).

$$V_L = V_U = \text{EBIT} / \text{Biaya Modal } (k_0).$$

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 $V_L = V_U + \text{TD}(\text{Tax shield})$

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

Kemudian Myers (1984) menyempurnakan teori ini dan disebut *The Pecking order hypothesis* 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;).

Teori lain yang dibahas oleh Stiglitz (1969), Haugen dan Papas (1971), Rubenstein (1973) (dalam Manurung, 2006 p.24). yang berhubungan dengan struktur kapital adalah *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. 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).

Pengaruh Corporate Tax Rate Terhadap Tingkat Hutang

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, semakin besar laba perusahaan semakin tinggi pajak yang harus dibayarnya. 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 boleh dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak (*tax deductible*)

Pendekatan lain yang dipakai Weston & Copeland, (1995) untuk menentukan apakah memakai utang atau menambah modal pemilik adalah perbandingan nilai perusahaan. 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.

Menurut Shuetrim et al., (1993:5); YoungRok Choi (2003) bahwa perusahaan dengan tarif pajak marginal 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). Tetapi Barclay Smith (1995) dalam penelitiannya tidak menemukan hubungan dan pengaruh signifikan pajak (*corporate tax*) dengan utang (*leverage*).

Pengaruh Non-debt tax shield Terhadap Tingkat Hutang

Perusahaan 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. 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*). Akan tetapi karena perusahaan mencerminkan adanya kerugian dalam laporan keuangannya maka perusahaan tidak berani untuk mengajukan utang, oleh karena itu menurut Mackie-Mason (1990) *Non-debt tax shield* yang berupa *tax loss carry forward* berpengaruh negative terhadap utang.

Menurut Bradley, Jarrel dan Kim (1984) *Non-debt tax shield* adalah dalam bentuk *depresiasi* aktiva tetap. 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 asset kolateral yang tinggi maka perusahaan tersebut akan

dengan mudah mendapatkan utang baru sehingga ada kecenderungan untuk menambah utang lagi oleh karena itu YoungRok Choi (2003); Homaifar et al. (1994) dalam penelitiannya dengan hasil bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh positif dengan tingkat hutang.

Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) Terhadap Terhadap Tingkat Hutang

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 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.

Hutang Masa Lalu (*Past Debt*) Terhadap Terhadap Tingkat Hutang

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.

Pengaruh Tingkat Keuntungan (Profitability) Terhadap Tingkat Hutang

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.

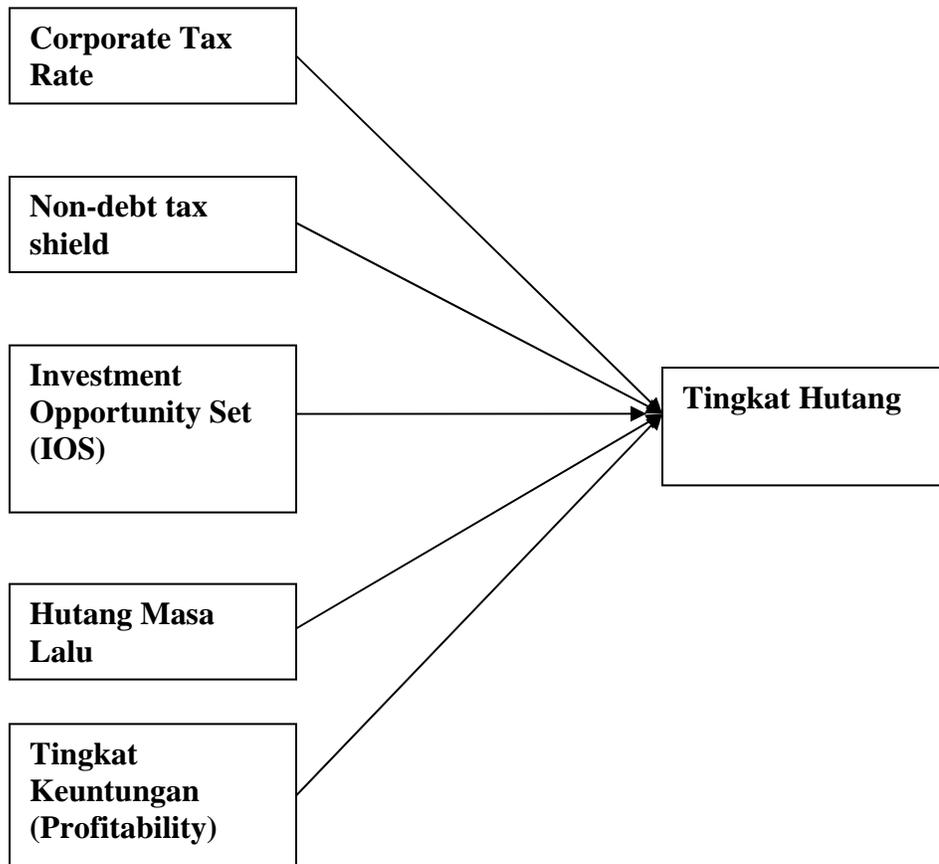
Penelitian yang dilakukan oleh Mutamimah (2003), Saidi (2004) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki hubungan yang positif dengan *leverage*. Pengaruh positif profitabilitas dengan tingkat utang dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi mencerminkan bahwa perusahaan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

Pengaruh Pajak Terhadap Deviden Yield dan Return Saham

Pada pasar yang tidak sempurna, faktor pajak mempengaruhi investor atas deviden dan capital gain, yang pada akhirnya mempengaruhi kebijakan deviden perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh hubungan positif antara deviden yield dan return. Pernyataan tersebut diteliti pada perusahaan yang terdaftar di BEI dengan jumlah sampel sebanyak 15 perusahaan dengan pengamatan mulai tahun 1995 sampai 2001. Analisa ini dengan menggunakan model Brennan (*after tax Asset Pricing Model*) yang dilakukan oleh Aliche Chui, Norman Strong, Jhon Cadle pada perusahaan di Inggris Raya. Hasil pengamatan menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif pajak terhadap kebijakan deviden dan return perusahaan.

Gambar 2

Kerangka Pemikiran Teoritis



Perumusan Hipotesis

Dalam penelitian ini hipotesis alternative yang diajukan adalah :

Hipotesis 1 : Corporate Tax Rate berpengaruh terhadap leverage.

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

Hipotesis 3: Kesempatan Investasi berpengaruh terhadap leverage.

Hipotesis 4: Tingkat Keuntungan berpengaruh terhadap leverage.

Hipotesis 5 : Past debt berpengaruh positif terhadap Leverage .

Hipotesis 6 : Corporate Tax Rate berpengaruh positif terhadap Deviden Yield .

Hipotesis 7 : Corporate Tax Rate berpengaruh positif terhadap Deviden Yield

Hipotesis 8 : Non-debt tax shield berpengaruh positif terhadap Return Saham

Hipotesis 9 : Non-debt tax shield berpengaruh positif terhadap Return Saham

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang go public di Bursa Efek Indonesia (BEI). Teknik pengambilan sample dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

- a. Perusahaan yang dipilih sebagai sample adalah perusahaan-perusahaan financial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, karena dapat memberikan informasi yang jelas tentang struktur modal dibandingkan dengan perusahaan lainnya
- b. Memiliki kebijakan utang dalam laporan keuangannya, yaitu adanya tingkat hutang yang dilakukan oleh perusahaan.
- c. Semua data tentang penelitian ini dapat diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory tahun 2001 sampai dengan 2005 dan JSX Watch.

Definisi Operasional Variabel

Leverage = Variabel ini diukur dengan membagi nilai buku seluruh utang ($debt=D$) dengan total aktiva ($total\ assets=TA$). *Corporate Tax Rate* = pajak (Tax) yang dihitung dari pajak penghasilan perusahaan yang dibayar dibandingkan dengan laba bersih sebelum bunga dan pajak (EBIT). *Non- Debt Tax Shields* = dihitung dari

depresiasi + tax credit (machinery and equipment x 5%) dibandingkan dengan laba bersih sebelum penyusutan, bunga dan pajak (EBDIT). *Investment Opportunity Set* = menggunakan rumus *Tobin's Q* yaitu *Market value of assets* dibandingkan *Book value of Total assets*. *Profitability*= Variabel ini diukur dengan membagi laba operasi dengan total asset. *Past Debt* = rasio total utang tahun sebelumnya (TDt-1) dibandingkan total aktiva/asset tahun sebelumnya (TAt-1).

Teknik Analisis

Keseluruhan pengolahan data dalam penelitian ini dengan model regresi berganda menggunakan software SPSS 13. Model panel data dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

$$L_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1it}T + \beta_{2it}ND + \beta_{3it}I + \beta_{4it}P + \beta_{5it}PD + \varepsilon$$

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)*

4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil pencarian data penelitian diperoleh sampel sebanyak 75 perusahaan mulai dari tahun 2002 sampai dengan 2009. Pada mulanya hasil regresi

menunjukkan bahwa regresi mengalami masalah distribusi tidak normal dan masalah heterokedstisitas. Untuk mengatasinya, *Leverage* dan *Past Debt* di tansformasi ke dalam bentuk Logaritma Natural (Ln) (Imam Ghozali, 2007), sehingga menjadi model persamaan regresi di bawah ini.

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

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 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%.

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 hutang. 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*).

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 utang (*leverage*).

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*.

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 utang (*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*.

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%.

Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh yang positif antara kesempatan pertumbuhan dengan 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.

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%.

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.

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%.

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 hutangnya ke lembaga (bank) yang lain atau mengubah tingkat hutangnya.

Selanjutnya berdasarkan hasil analisis yang disajikan dalam Tabel 4.5. *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

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*.

f. 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 walupun 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.

g. Simpulan dan Keterbatan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan dapat ditarik kesimpulan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi utang atau leverage sebagai berikut :

1. Terdapat tiga variabel yang berpengaruh secara signifikan positif terhadap utang atau leverage yaitu : *Corporate Tax Rate*, *Investment Opportunity Set*, *Past debt* dan terdapat satu variabel yang berpengaruh secara signifikan negatif terhadap utang atau leverage yaitu *Profitability*,
2. Terdapat satu variabel yang tidak berpengaruh secara signifikan terhadap utang atau leverage yaitu : *Non-debt tax shield*.

h. Keterbatasan Penelitian dan Saran

Penulis yakin masih terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini walaupun dalam penelitian ini penulis telah berusaha semaksimal mungkin, 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 penulis ketahui semata, sehingga hasil penelitian ini kemungkinan tidak sama jika diaplikasikan pada alat ukur (parameter) yang lain. 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, Clifford 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 Structure: 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. Pruitt, 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.

