



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**EVALUASI KEBIJAKAN PERPAJAKAN ATAS BUNGA  
PINJAMAN DAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN YANG  
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

**DISERTASI**

**OLEH:  
TAFSIR NURCHAMID  
NPM : 8903310119**

**FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK  
PROGRAM PASCASARJANA**

**Jakarta  
Desember 2009**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**EVALUASI KEBIJAKAN PERPAJAKAN ATAS BUNGA  
PINJAMAN DAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN YANG  
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

**DISERTASI**

**Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat untuk Memperoleh Gelar Doktor dalam  
Ilmu Administrasi.**

**OLEH:  
TAFSIR NURCHAMID  
NPM : 8903310119**

**FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK  
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI  
PROGRAM PASCASARJANA**

**Jakarta  
Desember 2009**



UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK  
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI  
PROGRAM PASCASARJANA

### **PERNYATAAN ORISINALITAS**

**Disertasi ini adalah hasil karya saya sendiri, dan seluruh sumber baik yang dikutip maupun dirujuk telah saya nyatakan dengan benar.**

**Nama : Tafsir Nurchamid**

**NPM : 8903310119**

**Tanda Tangan :**

**Tanggal : 28 Desember 2009**



UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK  
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI  
PROGRAM PASCASARJANA

## LEMBAR PENGESAHAN DISERTASI

Disertasi ini diajukan oleh :

Nama : Tafsir Nurchamid  
NPM : 8903310119  
Judul : Evaluasi Kebijakan Perpajakan atas Bunga Pinjaman dan  
Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek  
Indonesia

**Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Doktor pada Program Studi Ilmu Administrasi, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia.**

**DEWAN PENGUJI,**

**PROMOTOR**

**Prof. Dr. Azhar Kasim, M.P.A**

**KO-PROMOTOR**

**KO-PROMOTOR**

**Dr. Ning Rahayu, M.Si.**

**Dr. Chandra Wijaya, M.Si, M.M.**

**MENGETAHUI,  
KETUA PROGRAM STUDI ILMU ADMINISTRASI  
PROGRAM PASCASARJANA  
FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK  
UNIVERSITAS INDONESIA**

**Prof. Dr. Eko Prasajo, Mag.rer.publ.**



**TIM PENGUJI**

No	Nama Penguji	Keterangan	Tanda Tangan
1.	Prof. Dr. Eko Prasajo, Mag.rer.publ.	(Ketua)	.....
2.	Prof. Dr. Azhar Kasim, M.P.A	(Promotor)	.....
3.	Dr. Ning Rahayu, M.Si.	(Ko-Promotor)	.....
4.	Dr. Chandra Wijaya, M.Si., M.M	(Ko-Promotor)	.....
5.	Dr. Sumihar Petrus Tambunan	(Anggota)	.....
6.	Prof. Dr. Gunadi, M.Sc., Ak.	(Anggota)	.....
7.	Prof. Dr. Bhenyamin Hoessein	(Anggota)	.....
8.	Prof. Dr. Irfan Ridwan Maksum, M.Si.	(Anggota)	.....

## KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan pada Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan karuniaNya bagi penyelesaian disertasi ini dengan judul “Evaluasi Kebijakan Perpajakan atas Bunga Pinjaman dan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”.

Pemilihan judul disertasi seperti tersebut diatas di dasari adanya fenomena perlakuan yang berbeda (diskriminasi) atas *cost of fund*, yaitu bunga pinjaman yang dapat dikurangkan sebagai unsur beban (*expense*) dan dividen yang tidak diperkenankan sebagai pengurangan (tidak diakui sebagai beban)

Dengan adanya perbedaan perlakuan tersebut, secara teoritis perusahaan akan cenderung memperbesar pinjaman sehingga beban pajak menjadi lebih ringan. Langkah memperbesar pinjaman yang tidak hati-hati dapat menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan dapat membawa kebangkrutan. Dalam memilih struktur pembiayaan ini perusahaan dapat memilih dua alternatif yaitu *Trade Off Theory* dan *Pecking Order Theory*.

*Static Trade off Theory* memprediksi perusahaan akan melakukan pendanaan pada tingkat leverage yang optimal yaitu perbandingan antara jumlah equity dan pinjaman yang paling menguntungkan, sedangkan *pecking order theory* berpendapat bahwa dalam pendanaan perusahaan selalu mengutamakan dana dari dalam yaitu akumulasi laba (*retained earning*) disusul kemudian dana dari luar, yaitu pinjaman dan disusul penerbitan saham.

Tujuan penelitian ini adalah menganalisis konsistensi perlakuan kebijakan perpajakan atas bunga pinjaman dan dividen, menganalisis pilihan keputusan pendanaan yang dilakukan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, serta menganalisis implikasi perpajakan yang timbul akibat adanya perilaku pendanaan tersebut.

Penyusunan disertasi ini merupakan salah satu persyaratan dalam rangka memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ilmu Administrasi, Program Pascasarjana Departemen Ilmu Administrasi, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.

Dalam menyusun disertasi ini, penulis banyak menerima dorongan, bantuan, masukan, arahan baik langsung maupun tidak langsung dari Pimpinan Universitas, Fakultas, Departemen, dan Program Pascasarjana bidang Ilmu Administrasi teman-teman sekerja dan sahabat. Untuk itu penulis dengan hati tulus dan ikhlas mengucapkan terima kasih yang tak terhingga kepada :

1. Prof. Dr. Azhar Kasim MPA., selaku Promotor yang telah dengan penuh kearifan, kesabaran, dan pengertian mendorong, membimbing, memberikan masukan yang sangat bermanfaat bagi penyelesaian disertasi ini.
2. Dr. Ning Rahayu, M.Si., selaku Ko-Promotor I yang telah memberikan bimbingan, arahan, masukan dan bahan-bahan dengan penuh kesabaran bagi penyusunan dan penyelesaian disertasi ini.
3. Dr. Chandra Wijaya M.Si, MM., selaku Ko-Promotor II yang telah mendorong, membimbing, memotivasi, dan memberikan bahan-bahan dengan tak kenal lelah sehingga mempercepat bagi penyelesaian disertasi ini.
4. Prof. Dr. Bhenyamin Hoessein, SH., yang telah mendorong, memonitor, serta memberi arahan dan masukan dengan penuh kearifan baik selaku penguji, pengajar, maupun Ketua (Mantan) Program Pascasarjana bidang Ilmu Administrasi FISIP UI.
5. Prof. Dr. Gunadi, M.Sc., Ak., Prof. Dr. Irfan Maksum, M.Si., Dr. Sumihar Petrus Tambunan selaku penguji yang telah memberikan masukan bagi penyempurnaan disertasi ini.
6. Prof. Dr. der. zos. Gumilar Rusliwa Somantri, selaku Rektor Universitas Indonesia, yang sejak menjabat sebagai Dekan FISIP UI telah aktif mendorong memotivasi memberikan rekomendasi dengan penuh

keikhlasan dan ketulusan pada penulis untuk menyelesaikan studi S3 Program Pascasarjana Departemen Ilmu Administrasi FISIP UI

7. Prof. Dr. Bambang Shergi Laksmono, M.Sc. selaku Dekan FISIP UI, Julian Aldrin Pasha, Ph.D selaku Wakil Dekan FISIP UI, Dr. Amy Y.S. Rahayu, M.Si. selaku Sekretaris FISIP UI yang telah memberikan bantuan, kesempatan dukungan untuk menempuh pendidikan Program Doktor.
8. Dr. Roy Valiant Salomo, M.Soc.Sc. selaku Ketua Departemen Ilmu Administrasi FISIP UI yang telah membantu, mendorong serta memberikan semangat penyelesaian studi ini.
9. Dr. Ir. Muhammad Anis M.Met., selaku Wakil Rektor bidang Akademik dan Kemahasiswaan Universitas Indonesia, Sunardji, SE, MM. selaku Wakil Rektor bidang Penelitian, Pengembangan, dan kerjasama Industri Universitas Indonesia yang telah membantu, mengingatkan dan mendorong semangat penyelesaian studi ini.
10. Prof. Dr. Multamia RMT Lauder selaku Direktur Pendidikan Universitas Indonesia, Prof. Dr. I. Ketut Surajaya, M.A., selaku Sekretaris Universitas Indonesia yang telah membantu dan memberi semangat dengan tulus bagi penyelesaian studi penulis.
11. Prof. Dr. Eko Prasajo, Mag.rer.publ. selaku Ketua Program Pascasarjana bidang Ilmu Administrasi dan Lina Miftahul Jannah, S.Sos, M.Si. selaku Sekretaris Program Pascasarjana bidang Ilmu Administrasi yang telah membantu dan memberi kesempatan bagi peneliti untuk menyelesaikan studi ini.
12. Luki Wijayanti, S.S., SIP., M.Hum. selaku Kepala Perpustakaan Pusat Universitas Indonesia dan Mas Purwono yang secara tulus membantu dalam memberikan referensi buku-buku yang diperlukan bagi penyelesaian studi.
13. Dosen-dosen senior Prof. Dr. Martani Huseini, Prof. Dr. Didik Rachbini, Prof. Dr. Safri Nurmantu, M.Si., Prof. Bob Waworontu, Ph.D., Prof. Dr.

Masliana Bangun Sitepu, Dr. Waluyo Imam Isworo, yang telah memberikan motivasi, nasihat yang bermanfaat bagi penyelesaian disertasi.

14. Rekan-rekan staf pengajar Drs. Asrori, MA, FLMI., Drs. Moch. Riduansyah Anza, M.Si., Dr. Djaka Permana, M.Si., Dra. Siti Djuhro, M.Si., Drs. Muh. Azis Muslim, M.Si., Dra. Tutie Hermiati, MA., Dra. Febrina Rosinta, M.Si., Dra. Rainingsih, MA., Dra. Eva Andayani, M.Si., Drs. Heri Fathurahman, M.Si., Achmad Fauzi, S.Sos, ME., Zuliansyah P. Z., S.Sos, M.Si., Drs. Kusnar Budi, M.Bus., Dra. Retno Kusumastuti, M.Si, Dra. Novita Ikasari M.Comm. dan staf pengajar lainnya yang penuh dengan kebersamaan selama ini mendukung penyelesaian studi.
15. Rekan-rekan Staf Pengajar di Program Studi Fiskal Drs. Adang Hendrawan, M.Si., Dr. Haula Rosdiana, M.Si, Dra. Titi Muswati Putranti, M.Si., Dra. Inayati, M.Si., Milla Sepliana Setyowati, S.Sos, M.Ak., Rini Gufraeni, S.Sos, M.Si., Drs. Hendro Hartono, Akt., IGG Djaja, Akt., Drs. Iman Santoso, M.Si., Dikdik Suwandi, S.Sos, M.Si., serta Staf Pengajar lainnya yang telah memberikan semangat dan kebersamaan.
16. Dr. Ir. Donanta Dhaneswara, M.Si. selaku Direktur Umum dan Fasilitas Universitas Indonesia, Dr. drg. Harun Asyiq Gunawan, M.S., PAK., Dr. Ir. Jack Rizal, Lien Indriana, SE selaku Direktur Keuangan Universitas Indonesia, Dra. Fitri Hayati selaku Wakil Direktur Keuangan Universitas Indonesia, Ir. Herr Soeyantono, M.Sc., Ph.D. selaku Direktur Pembinaan SDM Universitas Indonesia, yang telah memberikan semangat dan dukungan bagi penyelesaian studi.
17. M. Iksan, S.Sos., Rani Fariha, A.Md. yang tak kenal lelah memberikan bantuan dalam pengolahan data, pengumpulan data, penulisan dan bantuan lainnya yang terkait.
18. Rekan-rekan di Tax Centre, Aisyah, Sarnan, dan Muhayar yang telah membantu penulis.

19. Rekan-rekan di Program Pascasarjana bidang Ilmu Administrasi, Pak Kayamudin Siregar, Mbak Ana, Elly, Ninik, Nur, Mas Deny, Safei, Yanto, Rohadi, Joko yang telah membantu kelancaran administrasi selama penulis mengikuti Program Pascasarjana.
20. Rekan-rekan di FISIP UI, Pak Sohib, Pak Syukur, Pak Mardi, Pak Winarto, Pak Paryono dan yang tak mungkin kami sebut satu persatu, terima kasih atas dukungannya.
21. Mba Vyki, Pak Udin, dan Pak Eka yang telah membantu dan mengatur waktu sehingga tugas penyelesaian disertasi dan tugas pokok sebagai staf PAU dapat berjalan lancar.
22. Seluruh kakak-kakak dan adik penulis, Achmad Chuzaeni, Achmad Sari, Achmad Gozali, Imam Wahadi, Machfuld, Resti Wartono, Achmad Saefudin yang dengan penuh persaudaraan mendorong dan memotivasi penyelesaian studi.
23. Istri saya Tri Budi Heruningsih dan anak saya Ahmad Ari Prasajo, Dwita Pratiwi, dan Nia Agung Lestari yang dengan kesabaran dan tak bosan-bosannya mengingatkan untuk menyelesaikan penyusunan disertasi.



UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK  
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI  
PROGRAM PASCASARJANA

**PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Tafsir Nurchamid  
NPM : 8903310119  
Departemen : Ilmu Administrasi  
Fakultas : Ilmu Sosial dan Ilmu Politik  
Jenis Karya : Disertasi

demikian pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul : “Evaluasi Kebijakan Perpajakan atas Bunga Pinjaman dan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia” beserta perangkat yang ada. Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Depok, Desember 2009

Tafsir Nurchamid



## ABSTRAK

Tafsir Nurhamid (8903310119), Evaluasi Kebijakan Perpajakan atas Bunga Pinjaman dan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, xx + 131 halaman + 34 tabel + 11 lampiran + 63 buku + 6 karya ilmiah + (disertasi dan tesis) , 6 artikel (jurnal, majalah, dan koran), 9 peraturan perundang-undangan perpajakan, tahun buku: 1970-2008

Kebijakan perpajakan sebagai unsur penting dari kebijakan publik pemerintah telah berkontribusi lebih dari 60 % penerimaan negara berasal dari penerimaan pajak. Adanya kebijakan perpajakan yang berbeda terhadap unsur biaya pendanaan (*cost of fund*) atas bunga pinjaman diperlakukan sebagai *deductible expenses* sedangkan atas dividen sebagai *cost of equity* tidak diperkenankan sebagai pengurang pendapatan (*non deductible expenses*). Pemerintah juga mengenakan pajak dividen berganda. Secara teoritis, akibat perbedaan perlakuan tersebut terdapat kecenderungan perusahaan untuk memperbesar pinjaman dibanding menggunakan dana internal sendiri, maka beban pajak berkurang. Disisi lain, bila perusahaan dibiayai pinjaman bila tidak dilakukan dengan hati-hati dapat membawa kesulitan akibat adanya beban bunga.

Berkenaan dengan fenomena tersebut peneliti tertarik untuk menjawab pertanyaan: pertama, apakah terdapat konsistensi perlakuan perpajakan atas bunga dan dividen, kedua, bagaimanakah pilihan keputusan pendanaan perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia: apakah lebih banyak menggunakan pinjaman (*static trade off theory*) atau menggunakan dana internal perusahaan (*pecking order theory*), dan ketiga bagaimanakah implikasi perpajakan yang timbul akibat pilihan keputusan pendanaan perusahaan yang terdaftar di BEI. Untuk menjawab pertanyaan penelitian, peneliti menggunakan metode penelitian gabungan kuantitatif dan kualitatif dengan objek penelitian pada perusahaan publik yang terdaftar di BEI Tahun 2000 – 2007 berjumlah 109 perusahaan publik. Peneliti menganalisis konsistensi perlakuan perpajakan secara bertahap dari waktu ke waktu, menguji teori yang berlaku dalam pilihan keputusan pendanaan serta implikasi perpajakan sebagai akibat pilihan keputusan pendanaan.

Hasil penelitian menyimpulkan: *pertama*, perlakuan bunga pinjaman secara konsisten dianggap sebagai beban yang dapat mengurangi biaya walaupun secara implisit untuk periode 1925-1983. Bunga pinjaman secara eksplisit disebutkan sebagai salah satu unsur biaya yang dapat dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak untuk periode 1984-sekarang. Pembagian laba berbentuk dividen yang dilakukan, oleh setiap perusahaan baik yang terdaftar di bursa atau tidak, bukan merupakan biaya. Ketentuan tersebut pengaturannya



secara implisit tertuang dalam UU Pajak dari 1925-1983. Perundang-undangan perpajakan telah secara jelas dan eksplisit menyebutkan bahwa dividen yang dibayarkan oleh perusahaan bukan biaya yang dapat mengurangi penghasilan bruto (*non deductible expenses*) untuk periode 1983-sekarang.

*Kedua*, perusahaan publik di Indonesia dalam pilihan keputusan pendanaannya cenderung mengikuti *pecking order theory* daripada *static trade off theory*, artinya lebih banyak menggunakan dana internal perusahaan dalam keputusan pendanaannya. Hasil seluruh periode untuk seluruh sektor yang terdapat dalam klasifikasi BEI diuji kembali pada masing-masing sektor dengan hasil mengkonfirmasi temuan utama: pilihan keputusan pendanaan perusahaan cenderung menggunakan dana internal sebelum sumber pendanaan lainnya. Dengan demikian, tidak ada kecenderungan memperbesar pinjaman yang dapat mengurangi beban pajak. Oleh karena itu, kebijakan pemerintah untuk menunda kebijakan *Debt Equity Ratio* pada Tahun 2000 - sekarang bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menjadi sangat relevan karena kecenderungan memperbesar pinjaman pada perusahaan publik tidak terbukti. *Ketiga*, implikasi kebijakan perpajakan atas *cost of capital*, pemerintahan menganut *classical system* yang menganggap dividen yang dibayarkan terkena pemotongan pajak oleh pihak pembayar dan tetap akan diperhitungkan kembali sebagai penghasilan ditingkat pemegang saham dengan memperlakukan pemotongan pajak pihak pembayar sebagai kredit pajak.

**Kata kunci:** kebijakan perpajakan, perlakuan pajak bunga dan dividen, keputusan pendanaan, *static trade-off theory/balancing theory, pecking order theory*



## ABSTRACT

Tafsir Nurchamid (8903310119), Tax Policy Evaluation on Interest and Dividend of the Public Listed Companies at Indonesia Stock Exchange, xx + 131 pages + 34 tables + 11 attachments + 63 literatures/books (1970 – 2008) + 6 dissertation and thesis, 6 articles (journals, magazines and newspapers), 9 tax regulations.

The tax policy had been one of the most important issues which government of Indonesia had designed and implemented, due to its major contribution of tax revenue to our national account approximately sixty percent of total government budget. Indonesia had performed two different approach to cost of fund and cost of equity. The tax discrimination was occurred in the term of deductibility of interest and non deductibility of dividend that was acknowledged as Tax Discrimination Treatment Between Interest and Dividend. Beside tax discrimination, Indonesia also implemented Double Taxation that would burden the tax payer twice. The double taxation of dividend relied on the classical system of tax regime that separate legal entity from the owner of the firm and the corporation as different business entity. Nevertheless, in theory tax discrimination would forced companies to increase their debt rather than their own equities and would be outcome in decreasing tax expenses. On the other side, if the company used more loan to finance its business as well as company's expansion without prudence and carefulness, the cost of financial distress might be increased because it should pay higher interest.

In order to observed two factual research problems, the researcher was interested: *firstly* to analyse tax treatment on interest and dividend payment had been consistent or inconsistent throughout times. *Secondly*, the research aim is to observed financing decision of public listed companies at Indonesia Stock Exchange: using more loan (follow the *static trade off theory*) or using more company internal fund (follow the *pecking order theory*) and *thirdly*, the researcher was interested to describe tax implication that was implied after the companies performed their finance decision specially for the Indonesian public listed companies. To answer the three research questions, the researcher plan to conduct mixed approach research design. The research object was public listed companies at Indonesian Stock Exchange for the period of 2000-2007 with total sample of 109 companies. The researcher analyzed tax treatment consistency throughout times, to examined the theory of financing decision and to describe tax implication which related to public companies financing decision.

The research main findings were as follows: *firstly*, tax treatment on interest was consistent categorized as expenses to decrease tax burden implicit for the period of 1925-1983. Interest was stated as one of deductible tax expense for



calculation of taxable income for the period of 1984 up to now. The income distribution of dividend from public listed or private company could not stated as expenses for calculation tax payment of corporate income tax for the period of 1925-1983. the regulation of dividend payment was stated implicit in Indonesian Tax Law. Those tax laws had explicit and was stated obvious dividend payment of corporation was not expenses which decreased company gross income (*non deductible expense*) for the period of 1983 up to now.

*Secondly*, the public listed company in Indonesia was followed *pecking order theory* rather than *trade off theory* that means the company prefers to use internal fund in decide financing decision. The result of all years period was reexamined by sectoral approach and the result was confirm on main findings, company's financing decision follows the *pecking order* prediction: prefer to use internal fund (retained earning) before other external fund (loan, debt/obligation, or equity/stock). Therefore, there was no tendency company to reduce taxable expenses. Thus, the government policy to postponed *Debt to Equity Ratio* policy in 2000 up to now for the public listed companies was relevant due to those companies tendency of funding more their capital with more loan was irrelevant (doubtful). *Thirdly*, tax implication on the cost of capital, government tax regimes emphasize classical system (no integration) which have assumed dividend payment as a subject of taxation and would be recalculate as income to the shareholders with certain tax treatment from tax payer which is tax credit.

Keywords: tax policy evaluation, tax treatment on loan interest and dividend payment, financing decision, static trade-off theory/balancing theory, pecking order theory.

## DAFTAR ISI

	halaman
HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS .....	ii
LEMBAR PENGESAHAN .....	iii
KATA PENGANTAR .....	v
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH .....	x
ABSTRAK .....	xi
DAFTAR ISI .....	xv
DAFTAR TABEL .....	xvi
DAFTAR GAMBAR .....	xix
DAFTAR LAMPIRAN .....	xx
<b>BAB I PENDAHULUAN</b> .....	1
A. Latar Belakang Permasalahan .....	1
B. Pokok Permasalahan .....	10
C. Tujuan Penelitian .....	10
D. Signifikansi Penelitian .....	11
E. Sistematika Penelitian .....	11
<b>BAB II TINJAUAN LITERATUR</b> .....	15
A. Teori Kebijakan Publik .....	15
B. Siklus Kebijakan Publik .....	16
C. Teori Perpajakan .....	20
1. Pengertian Pajak .....	20
2. Fungsi Perpajakan .....	21
3. <i>Tax Planning</i> .....	22
4. Perlakuan Dividen .....	26
D. Teori Keputusan Pendanaan .....	28
1. <i>Trade off Theory</i> .....	28
2. <i>Teori Static Trade Off</i> .....	29
3. Teori Keagenan .....	30
4. <i>Teori Asymmetric Information</i> .....	31
5. <i>Teori Pecking Order</i> .....	32
E. Studi Literatur Penelitian Terdahulu .....	32
F. Instrumen Penelitian .....	53
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b> .....	58
A. Pendekatan Penelitian .....	58
B. Jenis Penelitian .....	58
C. Sumber Data Penelitian .....	59

D.Studi Literatur dan Studi Lapangan .....	59
E. Batasan Penelitian .....	61
F. Model Penelitian .....	61
G.Populasi dan Sampel Penelitian .....	63
H.Tahapan Penelitian .....	64
<b>BAB IV DESKRIPSI KEBIJAKAN PERPAJAKAN ATAS BUNGA PINJAMAN DAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA</b> .....	66
A. Perlakuan Biaya Bunga atas Pinjaman dan Dividen .....	66
B. Ketentuan Perbandingan antara Jumlah Besar Pinjaman dengan Modal ( <i>Debt Equity Ratio</i> ) .....	67
C. Perlakuan Pajak atas Dividen .....	69
D. Perlakuan Pajak atas Bunga Pinjaman .....	73
<b>BAB V ANALISIS IMPLIKASI PERPAJAKAN YANG TIMBUL AKIBAT KEBIJAKAN PENDANAAN PERUSAHAAN SERTA PILIHAN KEPUTUSAN PENDANAAN PERUSAHAAN</b> .....	79
A. Evaluasi Perlakuan Perpajakan atas Bunga Pinjaman .....	79
B. Evaluasi Kebijakan atas Dividen .....	82
C. Pilihan Keputusan Pendanaan Perusahaan Publik .....	86
D. Implikasi Kebijakan Perpajakan yang Timbul Akibat Keputusan Pendanaan Perusahaan .....	125
E. Implikasi Teoritis dan Manajerial Implikasi Teoritis .....	127
<b>BAB VI SIMPULAN DAN SARAN</b> .....	129
A. Simpulan .....	129
B. Saran .....	129
<b>DAFTAR REFERENSI</b> .....	132
<b>LAMPIRAN</b>	
<b>DAFTAR RIWAYAT HIDUP</b>	

## DAFTAR TABEL

halaman

Tabel I.1.	Penerimaan Dalam Negeri Tahun 2001 – 2008 (dalam miliar rupiah) .....	2
Tabel I.2.	Penerimaan Perpajakan, 1994/1995 – 2009* (dalam miliar rupiah) .....	3
Tabel II.1.	Ringkasan Penelitian Sebelumnya .....	47
Tabel III.1.	Fungsi FGD dalam Penelitian Akademik .....	60
Tabel III.2.	Jumlah Emiten, <i>Delisting Firms</i> dan Jumlah Sampel ....	63
Tabel IV.1.	Neraca Per tanggal tertentu Sebelum Krisis Moneter .	68
Tabel IV.2.	Neraca Per tanggal tertentu Setelah Krisis Moneter ...	69
Tabel V.1.	<i>Summary</i> Kebijakan atas Bunga Pinjaman .....	84
Tabel V.2.	<i>Summary</i> Kebijakan atas Dividen .....	85
Tabel V.3.	Ringkasan Temuan Penelitian .....	116
Tabel V.4.	Regresi Sektor Pertanian dan Pertambangan .....	117
Tabel V.5.	Regresi Sektor Industri Dasar-Kimia dan Aneka Industri .....	118
Tabel V.6.	Regresi Sektor Barang Konsumsi dan Properti-Real Estate .....	119
Tabel V.7.	Regresi Sektor Transportasi, Utilitas, Infrastruktur dan Perdagangan, Jasa, Investasi .....	120
Tabel		
Tabel		
Tabel		

Tabel		
Tabel		
Tabel		
Tabel		
Tabel		
Tabel		
Tabel		
Tabel		
Tabel		
Tabel		

## DAFTAR GAMBAR/ BAGAN

	halaman
Gambar 1 <i>Factual Problem</i> Penelitian .....	5
Gambar 2 Teori Keputusan Pendanaan .....	7
Gambar 3 Ranking Pendanaan Berdasarkan <i>Pecking Order Theory</i> .....	8
Gambar 4 Teori Pendanaan Struktur Modal .....	9
Gambar 5 <i>The Policy Cycle</i> .....	17
Gambar 6 Siklus Pembuatan Kebijakan .....	18
Gambar 7 Hierarki Penyusunan Kebijakan .....	19
Bagan III.1. Tahap-tahap Penelitian .....	64

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Daftar Emiten yang Diambil *Sampel* Laporan Keuangan
- Lampiran 2 Transkrip *Focus Group Discussion* (FGD)
- Lampiran 3 Laporan Keuangan Perusahaan Go Publik
- Lampiran 4 Peraturan Pemerintah Nomor 19 Tahun 2009
- Lampiran 5 Surat Direktur Jenderal Pajak Nomor 341 Tahun 2003
- Lampiran 6 Surat Direktur Jenderal Pajak Nomor 358 Tahun 1999
- Lampiran 7 Keputusan Menteri Keuangan RI Nomor 1002 Tahun 1984
- Lampiran 8 Keputusan Menteri Keuangan RI Nomor 254 Tahun 1985
- Lampiran 9 Daftar Perusahaan Publik yang Menjadi Sampel Penelitian
- Lampiran 10 Tabel Ringkasan Hasil *Focus Group Discussion* (FGD)

## BAB I

### PENDAHULUAN

#### A. Latar Belakang Permasalahan

Tujuan utama didirikannya Negara Indonesia sebagaimana tercantum dalam pembukaan Undang-Undang Dasar 1945 yakni, untuk melindungi segenap bangsa Indonesia dan seluruh tumpah darah Indonesia dan untuk memajukan kesejahteraan umum, mencerdaskan kehidupan bangsa dan ikut melaksanakan ketertiban dunia. Dengan selalu mengacu pada Undang-Undang Negara Republik Indonesia, pihak Pemerintah (eksekutif) bersama Dewan Perwakilan Rakyat (legislatif) membuat Undang-Undang yang harus diikuti oleh semua pihak yakni eksekutif, yudikatif, dan legislatif beserta seluruh warga negara.

Undang-Undang pada dasarnya merupakan salah satu produk kebijakan publik yang mempunyai tujuan agar semua unsur di masyarakat dapat mencapai tujuan seperti dimaksudkan dalam Undang-Undang Dasar. Dalam menjalankan pemerintahan sehari-hari, diperlukan suatu rentetan kebijakan publik, di antaranya berupa Anggaran dan Pendapatan Belanja Negara (APBN) dimana diatur tentang sumber-sumber penerimaan dan pengeluaran-pengeluaran selama periode tertentu. Dalam kebijakan di bidang pengeluaran lazim disebut kebijakan fiskal, sedangkan dalam hal penerimaan, diantaranya yang dominan kebijakan perpajakan. Baik kebijakan fiskal maupun kebijakan perpajakan merupakan bagian dari kebijakan publik. Thomas Dye<sup>1</sup> dalam Howlett dan Ramesh mendefinisikan *public policy* sebagai

*“Anything a government chooses to do or not to do”*

Definisi tersebut sederhana tetapi mudah dimengerti dan operasional, keputusan pemerintah adalah suatu kebijakan publik namun bila pemerintah tidak

---

<sup>1</sup> Michael Howlett and M Ramesh. (2003). *Studying Public Policy*. New York: Oxford University Press, hal 5

memutuskan atau membiarkan fenomena juga kebijakan publik. William Jenkins<sup>2</sup> memberikan definisi yang lebih konseptual.

*“Public policy as a set of interrelated decision taken by a politician actor or a group of actors concerning the selection of goals and the means of achieving them within a specified situation where those decisions should, in principle, be within the power of those actors to achieve”*

Definisi lain kebijakan publik dari Thomas A. Birkland<sup>3</sup> yang lebih artikulatif memberikan penjelasan tentang *public policy* sebagai berikut:

*“The study of what governments choose to do or not to do, including studies of the policy process, policy implementation and impact, and evaluation”*

Dalam rangka pelaksanaan kebijakan publik, khususnya penerimaan negara, maka yang dominan adalah kebijakan di bidang perpajakan, karena hampir 60% lebih penerimaan negara berasal dari pajak. Sebagai deskripsi Penerimaan dan Pengeluaran Negara selama kurun waktu tahun (2001-2008) diilustrasikan pada Tabel I.1 dibawah ini:

**Tabel I.1**  
**Penerimaan Dalam Negeri Tahun 2001 – 2008**  
**(dalam miliar rupiah)**

Tahun Anggaran	Perpajakan		Bukan Pajak		Total	
	Nilai	%	Nilai	%	Nilai	%
2001	185.540,9	61,7	115.058,6	38,0	300.559,5	100
2002	210.087,5	70,4	8840,0	29,2	298.527,5	100
2003	242.048,1	71,0	98.880,2	29,0	340.928,3	100
2004	280.558,8	69,6	122.545,8	35,7	403.104,6	100
2005	347.031,1	64,3	146.888,3	29,7	493.919,4	100
2006	409.203,0	69,5	226.950,1	35,7	636.153,1	100
2007	490.988,6	69,5	215.119,7	30,,5	706.108,3	100
2008	641.008,7	63,8	282.082,7	36,02	892.041,9	100

Sumber : Nota keuangan Pemerintah yang telah disahkan menjadi APBN

<sup>2</sup> Howlett and Rames, *Op.Cit*, hal 6

<sup>3</sup> Thomas A. Birkland. (2001). *An Introduction to the Policy Process*, New York: Armouk, hal 7

Pada gambaran tabel I.1 menunjukkan bahwa penerimaan dalam negeri, pemerintah selalu dominan berasal dari penerimaan pajak, yang selama 8 tahun terakhir selalu mencapai minimal 61%. Hal ini menandai bahwa penerapan kebijakan publik di bidang pajak menjadi sangat penting. Gagalnya penyusunan kebijakan publik di bidang perpajakan cenderung dapat menimbulkan kegagalan dalam bidang lainnya, khususnya kebijakan fiskal.

**Tabel I.2**  
**Penerimaan Perpajakan, 1994/1995 – 2009\***  
**(dalam miliar rupiah)**

Tahun Anggaran	Pajak Dalam Negeri					Pajak Perdagangan Internasional		Jumlah	PDB <sup>3)</sup>	Rasio (%)
	PPH <sup>1)</sup>	PPN	PBB <sup>2)</sup>	Cukai	Pajak Lainnya	Bea Masuk	Bea Keluar			
2001	94.576,0	55.957,0	6.662,9	17.394,1	1.383,9	9.025,8	541,2	185.540,9	1.684.280,0 <sup>4)</sup>	11,0
2002	101.873,5	65.153,0	7.827,7	23.188,6	1.469,3	10.344,4	231,0	210.087,5	10863.275,0	11,3
2003	115.015,6	77.081,5	10.905,3	26.277,2	1.654,3	10.884,6	229,7	242.048,2	2.045.853,0	11,8
2004	119.514,5	102.572,7	14.685,2	29.172,5	1.872,1	12.444,0	297,8	280.558,8	2.303.031,0	12,5
2005	175.541,2	101.295,8	19.648,6	33.256,2	2.050,3	14.920,9	318,2	347.031,2	2.784.960,4	12,5
2006	208.833,1	123.035,9	24.043,0	37.772,1	2.287,4	12.140,4	1.091,1	409.203,0	3.338.195,7	12,3
2007 (LKPP)	238.430,9	154.526,8	29.676,9	44.679,5	2.737,7	16.699,4	4.237,4	490.988,6	3.957.403,9	12,4
2008 (APBN -P)	305.015,9	195.464,0	30.697,2	45.717,5	3.353,7	17.820,9	11.158,3	609.227,5	4.484.371,8	13,6
2008 (Perk. Real)	325.717,6	199.535,2	31.054,8	46.717,5	3.325,4	19.799,9	14.858,3	641.008,7	4.681.877,9	13,7
2008 (Perk. Real/Dok. Perbh)	318.027,8	199.785,2	31.054,8	46.967,5	3.325,4	19.799,9	14.858,3	633.818,9	4.732.560,4	13,2

\*) Perbedaan satu angka di belakang koma terhadap angka penjumlahan adalah karena pembulatan.

1) Sejak TA 1999/2000 termasuk PPh Migas

2) Sejak TA 1998/1999 termasuk BPHTB

3) TA 1989/1990 - 1998/1999 menggunakan PDB Non Migas, sejak TA 1999/2000 menggunakan PDB Total.

4) Sejak tahun 2001 menggunakan PDB baru dengan cakupan (*coverage*) yang lebih luas.

Sumber : Nota keuangan Pemerintah yang telah disahkan menjadi APBN

Dari gambaran Tabel I.2 tentang realisasi penerimaan pajak dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2008, terlihat bahwa pajak penghasilan mempunyai persentase sangat dominan yakni berkisar rata-rata 50% dari total penerimaan pajak. Dengan demikian, peran pembuatan kebijakan perpajakan di bidang pajak penghasilan menjadi signifikan yang menentukan sukses atau gagalnya pembangunan nasional. Menarik disajikan pada kolom paling kanan adalah *tax ratio*. *Tax ratio* merupakan perbandingan antara pajak terkumpul dengan produk domestik bruto suatu negara, semakin besar *tax ratio* semakin besar kontribusi pajak dalam perekonomian suatu negara. Besaran *tax ratio* diharapkan semakin meningkat dari tahun ke tahun dan semakin berkualitas.

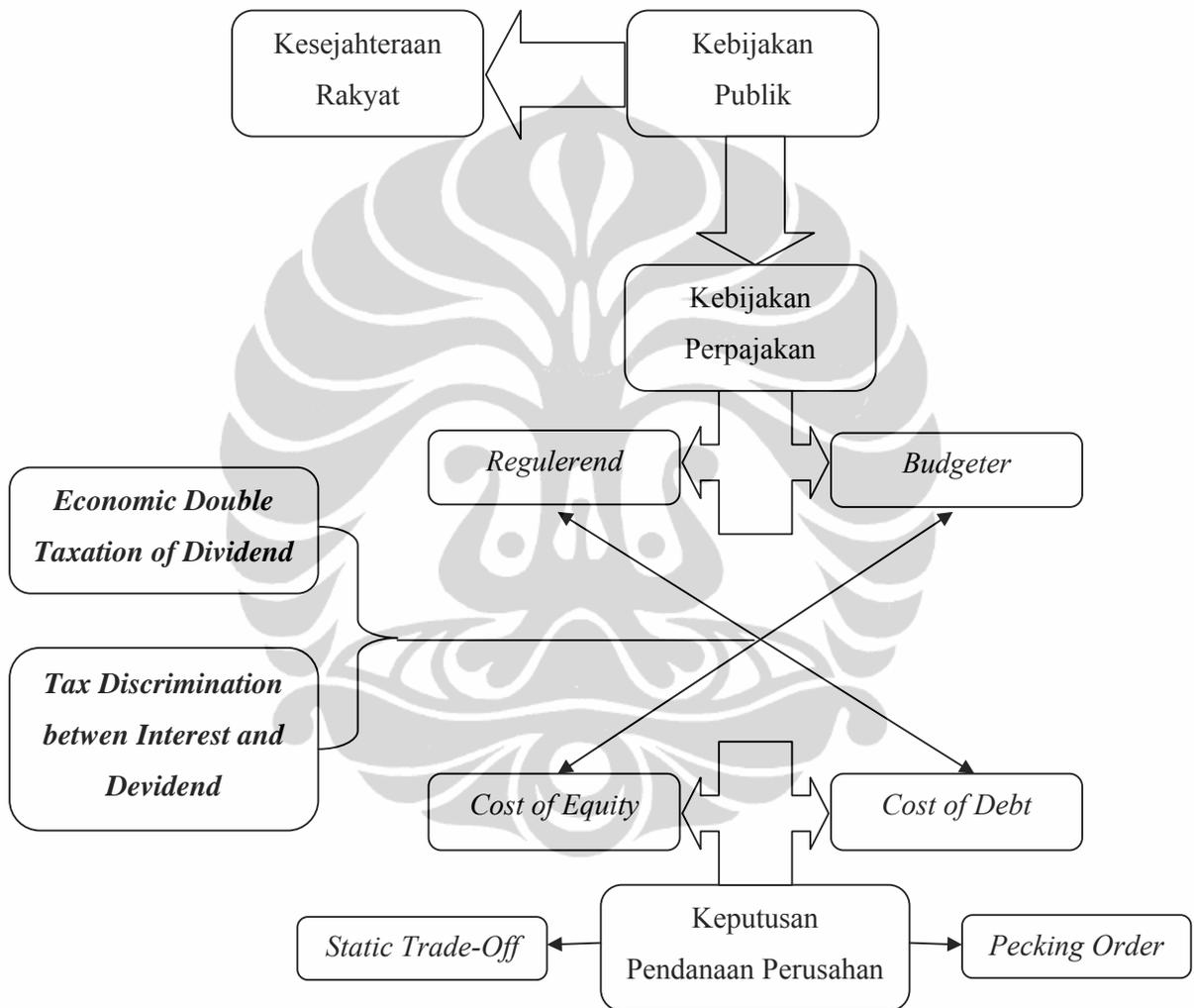
Kebijakan perpajakan mempunyai fungsi utama sumber penerimaan negara (*budgeter*) dan yang kedua adalah fungsi mengatur (*regularend*). Fungsi *budgeter* dimaksudkan pajak dianggap sebagai sumber pengisi kas negara, sedangkan fungsi mengatur dimaksudkan sebagai *Tool of Economic Development*, maupun bisa juga sebagai fungsi mengatur kebijakan di bidang sosial, misalnya membebaskan pengenaan pajak bagi perusahaan yang bersedia membantu atau membiayai kegiatan sosial, atau daerah terpencil.

Dalam hubungannya dengan kedua fungsi pokok kebijakan perpajakan tersebut, kebijakan perpajakan atas dividen (*cost of equity*) dan pajak atas bunga pinjaman (*cost of debt*) perlu dikaji secara lebih mendalam. Menurut Pasal 6 ayat (1) Undang-Undang Pajak Penghasilan Tahun 2000 (UU PPh 2000), bunga pinjaman dapat dikurangkan dari penghasilan kena pajak badan pembayar, sedangkan Pasal 9 ayat (1) dividen tidak boleh dikurangkan dari penghasilan kena pajak badan pembayar. Akibatnya, atas dividen, terjadi pajak ganda ekonomis (*economic-double taxation of dividen*), yaitu pajak dikenakan pada pembayar dua kali, yaitu, saat menerima laba dan saat laba dibagikan.

Fenomena adanya diskriminasi perlakuan pajak ini menyebabkan *cost of capital* atas modal saham cenderung lebih mahal dari modal yang berasal dari pinjaman. Secara teoritis dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan (*value of the firm*), perusahaan dalam menerapkan kebijakan pendanaan (*financing decision*) dapat mengikuti *trade off theory* ataupun *pecking order theory*. Gambar

di bawah ini disajikan untuk memperjelas masalah faktual yang disajikan di alinea-alinea di atas :

**Gambar 1**  
***Factual Problem Penelitian***



Sumber : Elaborasi masalah faktual penelitian oleh peneliti

Teori tentang struktur modal pertama kali dikemukakan oleh Modigliani dan Miller pada Tahun 1958. Teori tersebut lebih dikenal dengan Modigliani-Miller *Irrelevance Theorema* (selanjutnya disebut MM). Teori MM mengemukakan bahwa dengan asumsi *perfect capital market*, struktur modal yang

digunakan perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Tetapi jika terdapat pajak maka perusahaan akan menggunakan utang lebih banyak sehingga nilai perusahaan menjadi meningkat.<sup>4</sup> Teori ini ingin menjelaskan bahwa besarnya tarif pajak dapat mempengaruhi laba per saham (*earning per share*). Bila perusahaan perusahaan memperoleh tambahan laba dan atas tambahan laba tersebut dikenakan tarif pajak lebih tinggi maka akan mengurangi jumlah penghasilan yang pada akhirnya menurunkan laba per saham (*earning per share*). Untuk itu dengan tambahan pinjaman terjadi penambahan *deductible expenses* yang akan mengurangi beban pajak sehingga nilai perusahaan akan meningkat.

Selain Modigliani-Miller *Irrelevance Theorema*, terdapat 2 teori lain yang juga membahas mengenai struktur modal, yaitu Teori *Static Trade-Off* dan Teori *Pecking Order*. Teori *Static Trade-Off* merupakan evolusi atau pengembangan dari teori Modigliani dan Miller. Teori ini berasumsi bahwa struktur modal suatu perusahaan ditentukan dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak ketika hutang meningkat di satu sisi dan meningkatnya *agency cost* ketika hutang meningkat pada sisi yang lain. *Static Trade-Off Theory* memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara *capital structure* dengan nilai perusahaan terdapat suatu tingkat *leverage (debt ratio)* yang optimal. Oleh karena itu perusahaan akan selalu berusaha menyesuaikan tingkat *leverage* ke arah yang optimal sehingga tingkat *leverage* perusahaan bergerak terus dari waktu ke waktu untuk ke arah suatu target yang ingin dicapai.

Di lain pihak, teori lain yang dikenal dengan *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf<sup>5</sup> menyarankan bahwa keputusan pendanaan mengikuti suatu hirarki dimana sumber pendanaan dari dalam perusahaan (*internal financing*) lebih didahulukan daripada sumber pendanaan dari luar perusahaan (*external financing*).<sup>6</sup> Pada saat perusahaan menggunakan pendanaan dari luar, pinjaman (*debt*) lebih diutamakan daripada pendanaan dengan tambahan

---

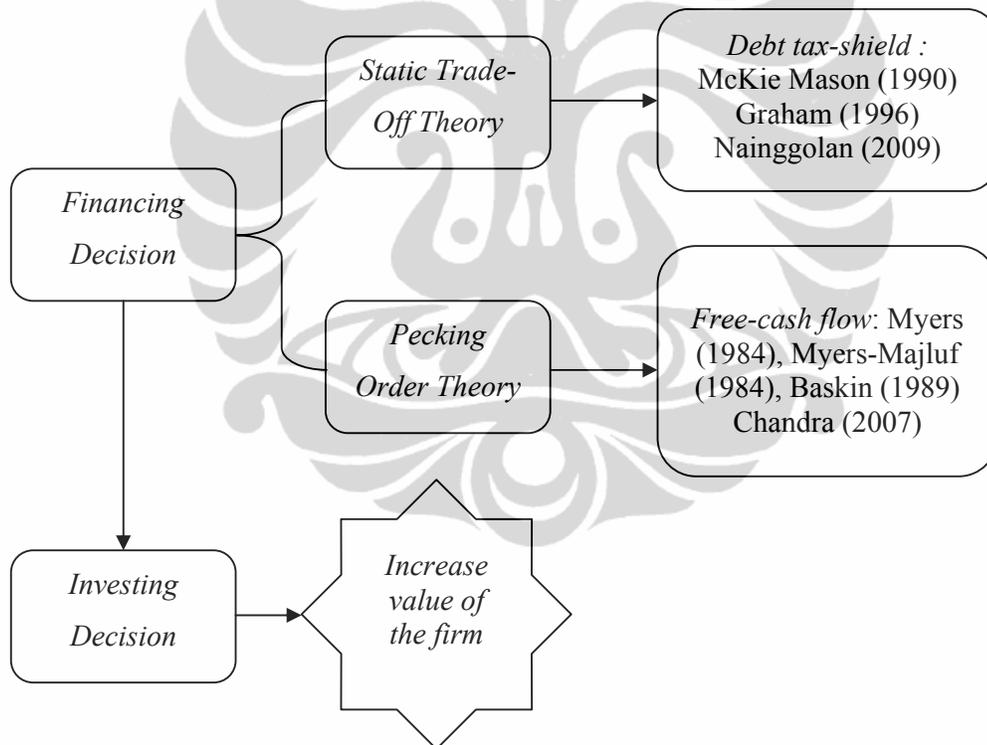
<sup>4</sup> Modigliani, F, and M.H. Miller. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*, American Economic Review, hal 48

<sup>5</sup> Stewart C. Myers & Nicholas S. Majluf. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not Have*, National Bureau of Economic Research, hal 5

<sup>6</sup> Myers, S.C. (1984). *The Capital Structure Puzzle*. Journal of Finance.

modal dari pemegang saham baru (*external equity*).<sup>7</sup> Perusahaan cenderung menggunakan dana dari dalam karena ingin mengurangi risiko gagal bayar. Dengan adanya dana dari luar maka pihak luar cenderung mengatur syarat-syarat tertentu yang dapat menyulitkan operasional perusahaan seperti membatasi pembagian dividen menjaminkan dan membatasi penggunaan aset. Demikian juga penerbitan saham baru, maka pemegang saham baru akan terlibat dalam pengambilan keputusan yang dapat saja menyulitkan pemegang saham lama atau juga manajemen. Dua gambar berikut bertujuan memberikan penjelasan grafis tentang masalah konseptual terkait keputusan pendanaan dan *pecking order theory*.

**Gambar 2**  
**Teori Keputusan Pendanaan**



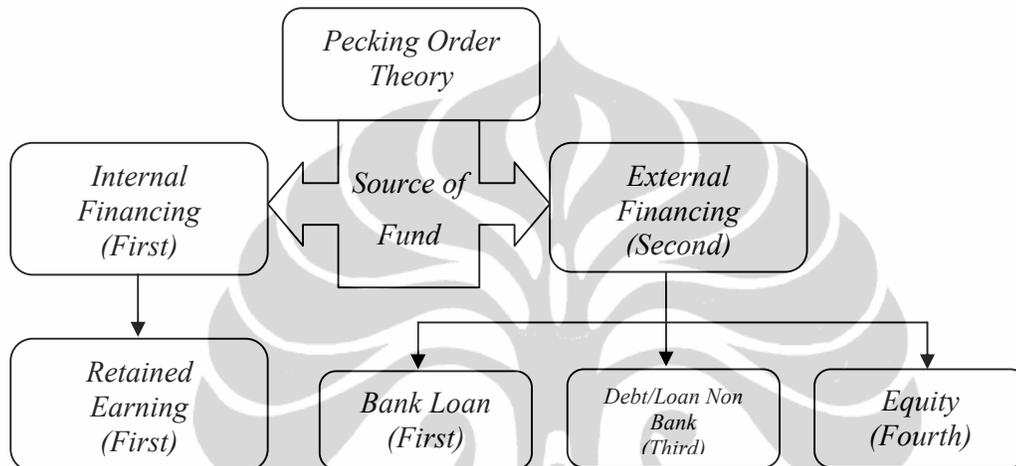
Sumber: elaborasi teori pendanaan perusahaan oleh peneliti

Gambar diatas menunjukkan penelitian yang telah dilakukan diberbagai negara menggunakan teori *static trade off (debt tax-shield)* dan teori *pecking order (free-*

<sup>7</sup> *ibid*

*cash flow*) diantaranya: Mckie Mason (1990) dan Nainggolan (2009) yang mendasari penelitiannya dengan teori *Static Trade-Off* serta Myers and Majluf (1984) dan Chandra (2007) yang menggunakan teori *pecking order theory*.

**Gambar 3**  
**Rangking Pendanaan Berdasarkan *Pecking Order Theory***

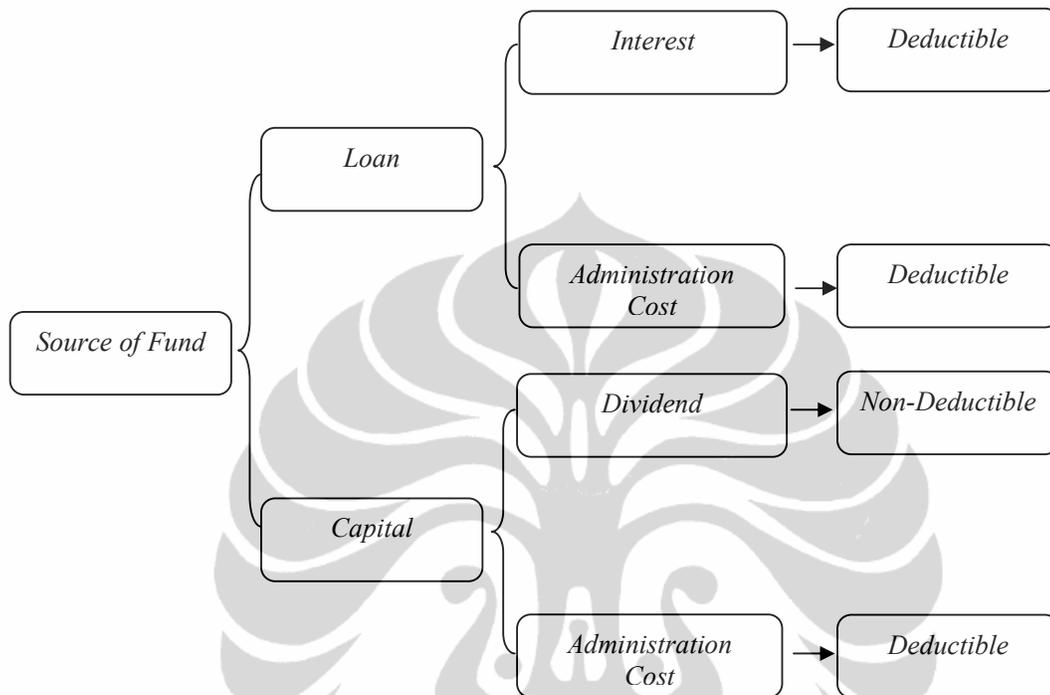


Sumber: elaborasi teori *pecking order* oleh peneliti

Adanya diskriminasi perlakuan pajak atas biaya dari pendanaan investasi antara bunga pinjaman dengan dividen diduga dapat mendorong praktik *thin capitalization*, yaitu pendanaan dengan lebih besar hutang dari pada modal saham. Dengan demikian, akan berakibat pada gagalnya pemerintah dalam upaya mendorong agar perusahaan menjadi lebih sehat secara finansial, yang pada akhirnya hilangnya potensi penerimaan pajak akibatnya adanya *debt-tax shields*. Dengan adanya beban pinjaman yang terlalu besar dalam perusahaan, maka *debt-tax shields* melalui kebijakan membesarkan pinjaman (*thin capitalization*) selain untuk memanfaatkan diskriminasi perlakuan pajak atas bunga dan dividen.

Selain itu juga dapat dipakai untuk menyiasati agar mengurangi beban pajak dari lapisan tertinggi ke lapisan yang lebih rendah, khususnya bagi perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi. Rangkuman teori keputusan pendanaan perusahaan yang dikaitkan dengan *deductible* dan *non-deductible* dideskripsikan pada gambar 4 dibawah ini:

**Gambar 4**  
**Teori Pendanaan Struktur Modal**



Sumber: elaborasi teori pendanaan struktur modal dikaitkan dengan perlakuan perpajakan

Pasar modal sebagaimana didefinisikan dalam Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 yaitu sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek. Partisipasi pasar modal adalah perusahaan publik yang menerbitkan efek hutang dan atau penyertaan (saham) serta lembaga profesi yang berkaitan dengan penerbitan efek. Dengan adanya pasar modal, maka kegiatan investasi diharapkan meningkat dan lebih merata karena masyarakat umum lebih mudah memiliki saham. Dua fungsi pokok pasar modal ialah sarana pendanaan bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat, dan yang kedua meningkatkan pertumbuhan ekonomi melalui pembiayaan investasi yang murah.

Sebagai manajer yang baik dalam setiap pengambilan keputusan hendaknya selalu memperhatikan optimalisasi dari berbagai alternatif keputusan. Suatu keputusan pendanaan dapat saja melalui penerbitan saham, atau pinjaman, bahkan mungkin sekaligus dilakukan, yaitu pendanaan melalui pinjaman dan

penerbitan saham. Faktor yang penting dicermati ialah apakah kebijakan perpajakan yang ada menjadi dasar manajemen dalam mengambil keputusan. Berkenaan dengan hal tersebut, peneliti tertarik untuk mengangkat kebijakan perpajakan atas bunga pinjaman dan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (selanjutnya disebut BEI)

## **B. Pokok Permasalahan**

Sehubungan dengan masalah faktual dan konseptual tersebut yang menjadi pertanyaan penelitian ialah

1. Apakah terdapat konsistensi perlakuan kebijakan perpajakan atas bunga pinjaman dan dividen?
2. Bagaimanakah pilihan keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan yang terdaftar di BEI untuk seluruh sektor kecuali sub sektor perbankan?
3. Apakah implikasi perpajakan yang timbul akibat pilihan keputusan pendanaan oleh perusahaan yang terdaftar di BEI ?

## **C. Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis konsistensi perlakuan kebijakan perpajakan atas bunga pinjaman dan dividen.
2. Menganalisis pilihan keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Menganalisis berbagai implikasi perpajakan yang timbul akibat pilihan pendanaan di Bursa Efek Indonesia.

#### **D. Signifikansi Penelitian**

Signifikansi penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Secara akademis, penelitian ini mengkombinasikan berbagai teori keuangan dan teori kebijakan publik secara bersamaan dalam menganalisis masalah perpajakan atas dividen dan bunga.
2. Secara praktis untuk mengetahui teori kebijakan pendanaan dan kebijakan perpajakan yang berlaku di Indonesia, dan memberikan masukan bagi institusi terkait baik swasta maupun Pemerintah.

#### **E. Sistematika Penelitian**

Penulisan penelitian disertasi ini secara sistimatis disajikan dalam bab dan sub bab sebagai berikut :

##### **Bab I PENDAHULUAN**

Pada bab ini, peneliti akan menguraikan hal-hal yang menyangkut latar belakang permasalahan, pokok permasalahan, kontribusi penelitian, dan signifikansi penelitian, yang terdiri dari:

- A. Latar Belakang Permasalahan
- B. Pokok Permasalahan
- C. Tujuan Penelitian
- D. Signifikansi Penelitian
- E. Sistematika Penelitian

##### **Bab II TINJAUAN LITERATUR**

Pada bab ini, peneliti akan menguraikan teori-teori yang menjadi landasan dari penelitian yang diambil dari sejumlah literatur yang relevan dengan disertasi dan penelitian jenis lainnya, dengan rincian sebagai berikut:

- A. Teori Kebijakan Publik
  1. Formulasi Kebijakan
  2. Implementasi Kebijakan

3. Evaluasi Kebijakan
- B. Siklus Kebijakan Publik
- C. Teori Perpajakan
  1. Pengertian Pajak
  2. Fungsi Perpajakan
  3. *Tax Planning*
  4. Perlakuan Dividen
- D. Teori Keputusan Pendanaan
  1. *Trade Off Theory*
  2. Teori *Static Trade-Off*
  3. Teori Keagenan
  4. Teori *Asymmetric Information*
  5. Teori *Pecking Order*
- E. Studi Literatur Penelitian Terdahulu
- F. Instrumen Pendanaan

### Bab III METODE PENELITIAN

Pada bab ini, peneliti akan menguraikan tentang metode penelitian yang digunakan dalam penulisan disertasi, antara lain menguraikan tentang:

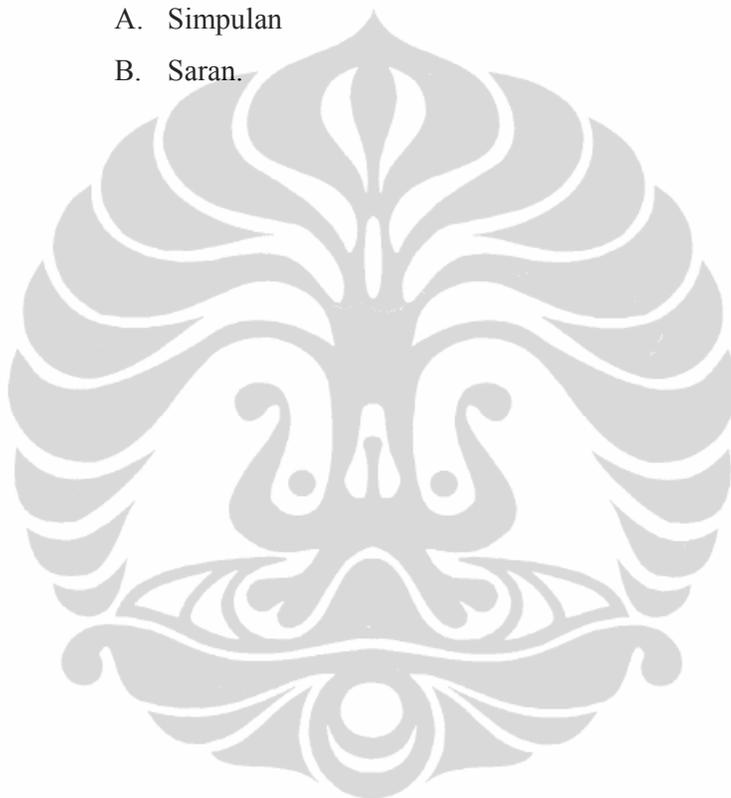
- A. Pendekatan Penelitian
- B. Jenis Penelitian
- C. Sumber Data Penelitian
- D. Studi Literatur dan Studi Lapangan
- E. Batasan Penelitian
- F. Model Penelitian
- G. Populasi dan Sampel Penelitian
- H. Tahapan Penelitian



## Bab VI SIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini peneliti menarik kesimpulan berdasarkan analisis yang merupakan jawaban atas hasil penelitian. Disamping itu, peneliti akan mencoba memberikan saran-perbaikan atas kelemahan-kelemahan yang ada. Bab ini terdiri dari:

- A. Simpulan
- B. Saran.



## BAB II

### TINJAUAN LITERATUR

#### A. Teori Kebijakan Publik

Kebijakan Publik adalah keputusan atau peraturan yang dibuat oleh yang berwenang untuk mengatasi masalah publik, sehingga diharapkan tujuan organisasi dapat dicapai dengan baik. Ciri-ciri utama kebijakan publik adalah suatu peraturan atau ketentuan yang diharapkan dapat mengatasi masalah publik. Cochran dan Malone mengemukakan: “*Public policy is the study of governments decision and actions designed to deal with matter of Public Concern*”.<sup>8</sup>

Dari pengertian di atas, maka Keputusan Menteri, Keputusan Direktoral Jendral, Keputusan Direktur Departemen terkait pada dasarnya merupakan *Public Policy*. Dye mendefinisikan kebijakan publik sebagai apa yang dilakukan oleh pemerintah, bagaimana mengerjakannya, mengapa perlu dikerjakan dan perbedaan apa yang dibuat. Dye seperti yang dikutip Winarno berpandangan lebih luas dalam merumuskan pengertian kebijakan, yaitu sebagai pilihan pemerintah untuk melakukan atau tidak melakukan sesuatu (*whatever governments choose to do or not to do*).<sup>9</sup>

Dengan mengacu pada pandangan Dye, maka keputusan – keputusan Pemerintah adalah kebijakan, namun membiarkan sesuatu tanpa ada keputusan juga merupakan kebijakan. Kebijakan publik pada dasarnya tidak permanen, tetapi harus selalu disesuaikan, karena adanya perubahan keadaan, baik masalah politik, sosial, ekonomi maupun adanya informasi yang berubah. Perubahan kebijakan publik dilakukan setelah adanya evaluasi. Perubahan dalam kebijakan publik dengan demikian adalah dinamis mengikuti perubahan yang didorong oleh perubahan lingkungan diluar maupun dari dalam organisasi publik tersebut.

---

<sup>8</sup> Charles L. Cochran and Eloise F. Malone, *op. cit*

<sup>9</sup> Budi Winarno. (2002). *Teori dan Proses Kebijakan Publik*. Yogyakarta: Media Pressindo

Ciri utama kebijakan publik seperti diutarakan oleh Plester dan Stewart adalah “*formulated, implemented and evaluated*”.<sup>10</sup>

## **B. Siklus Kebijakan Publik**

Munculnya permasalahan publik adalah titik awal dari perlunya keputusan pemerintah untuk membuat kebijakan. Masalah itu sendiri timbul karena adanya faktor ketidakseimbangan antara kebutuhan dan tersedianya sarana. Misalnya para ekonom sering mengatakan adanya ketidakseimbangan antara *supply* dan *demand* karena faktor kelangkaan sumber daya dan persoalan alokasi sumber daya yang langka.

Dalam menyusun suatu kebijakan, urutan perlu dilalui, dari mulai perumusan masalah, dan diakhiri dengan penghentian kebijakan. Lester dan Stewart menyusun tahapan dalam enam langkah dengan uraian masing-masing dipaparkan dalam alinea berikutnya :<sup>11</sup>

1. *Agenda Setting*
2. *Policy Formulation*
3. *Policy Implementation*
4. *Policy Evaluation*
5. *Policy Change*
6. *Policy Termination*

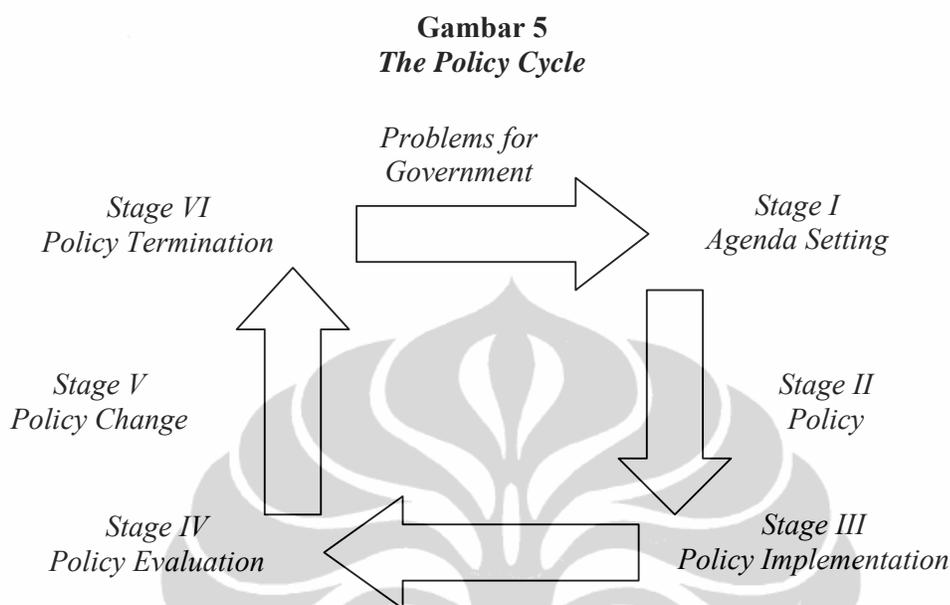
Pada tahap penyusunan agenda, pembuat kebijakan akan mengumpulkan masalah-masalah publik. Dari masalah-masalah yang telah dikumpulkan, kemudian dianalisa dan diikuti dengan penyusunan pembuatan kebijakan. Siklus berikutnya ialah menerapkan kebijakan tersebut dalam masyarakat, dan diikuti dengan mengevaluasi. Dengan menganalisis hasil evaluasi, maka dibuatlah penyesuaian atau perubahan bagi penyempurnaan *policy*. Langkah terakhir dari siklus pembuatan kebijakan ialah mengakhiri kebijakan karena tujuan sudah tercapai.

---

<sup>10</sup> James P. Lester and Joseph Stewart. (2000). *Public Policy: An Evolutionary Approach*. The University of California: Wadsworth Thomson Learning

<sup>11</sup> James P. Lester & Joseph Stewart. (2000). *Public Policy: An Evolutionary Approach*. California: Wadsworth Thomson Learning.

Lebih lanjut, Lester dan Stewart menggambarkan *The Policy Cycle* sebagai berikut :<sup>12</sup>



Sumber : James P. Lester & Joseph Stewart. (2000). *Public Policy: An Evolutionary Approach*. California: Wadsworth Thomson Learning

Lester dan Joseph, merumuskan 6 tahap dalam siklus pembuatan kebijakan. Langkah pertama melakukan identifikasi permasalahan Pemerintah dan menyusun agenda, kedua merumuskan kebijakan yang akan dibuat, ketiga menerapkan kebijakan yang akan diputuskan, keempat melakukan evaluasi kebijakan, kelima menyusun penyempurnaan kebijakan dan terakhir mengakhiri suatu kebijakan. Dari siklus tersebut jelas secara berurut dengan sistematis Lester bersama Joseph merumuskan bagaimana siklus pembuatan kebijakan seharusnya.

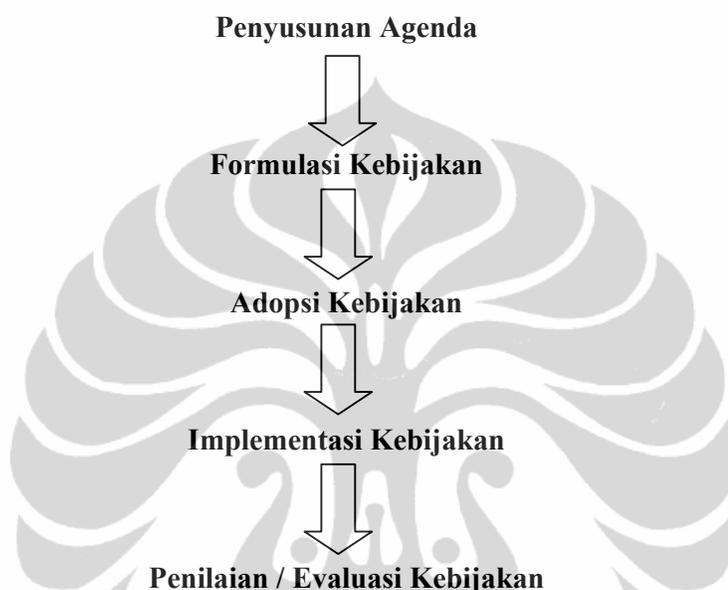
Dunn membagi siklus pembuatan kebijakan dalam lima tahap, yaitu: tahap pertama ialah tahap penyusunan agenda, tahap kedua melalui formulasi kebijakan, tahap ketiga berupa adopsi kebijakan, tahap keempat merupakan tahapan implementasi kebijakan dan tahap terakhir adalah tahap penilaian atau evaluasi kebijakan.<sup>13</sup> Kelima tahap yang menjadi urutan (hierarki) kesemuanya perlu dikelola dan dikontrol oleh pembuat yang sekaligus pelaksana kebijakan publik.

<sup>12</sup> *Ibid.*

<sup>13</sup> William Dunn. (1994). *Pengantar Analisis Kebijakan Publik*. ( Drs. Somodra Wibawa, MA, dkk, Penerjemah). Yogyakarta: Gajah Mada University Press

Tanpa adanya kepemimpinan yang profesional dan bertanggung jawab maka bukan kesuksesan yang diperoleh melainkan kebijakan yang membawa kerugian bagi publik.

**Gambar 6**  
**Siklus Pembuatan Kebijakan**



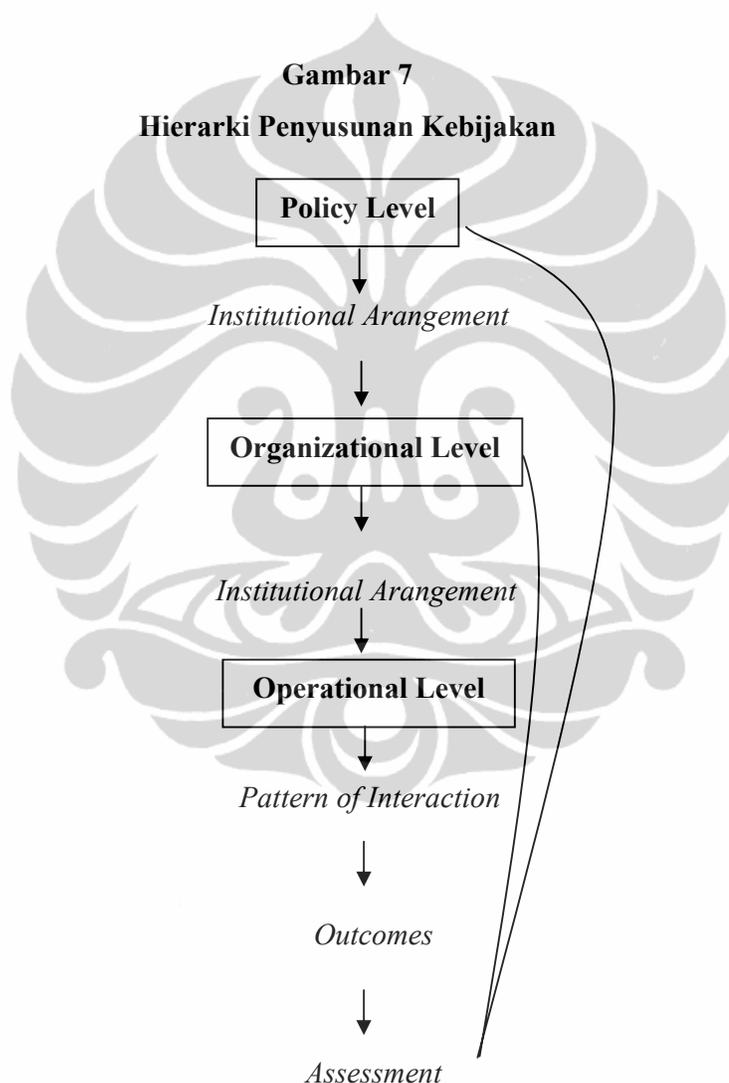
Sumber : William Dunn. (1994). *Pengantar Analisis Kebijakan Publik*. (Drs. Somodra Wibawa, MA, dkk, penterjemah). Yogyakarta: Gajah Mada University Press

Dunn merumuskan ada 5 tahap dalam membuat kebijakan (*public policy*) yaitu, pertama penyusunan agenda kebijakan, kedua penyusunan formula kebijakan (*sansé policy*), ketiga penerapan kebijakan (*policy implementation*), keempat proses evaluasi, kelima tahap penilaian atau evaluasi kebijakan. Dari uraian di atas peneliti lebih menyetujui pendapat dari James P. Lester dan Joseph yang menegaskan adanya pengakhiran suatu kebijakan.

Dalam proses penyusunan kebijakan dapat melibatkan tiga elemen kelembagaan dari eksekutif, legislatif, dan pihak lain yang terkait seperti Asosiasi Profesi dan Lembaga Swadaya Masyarakat. Seluruh elemen yang disebutkan di atas menjadi pemangku kepentingan (*stakeholders*) dalam kebijakan publik. Adapun Bromley mengelompokkan tiga level yang berhubungan dengan hierarki

proses penyusunan *policy*, yaitu *policy level*, *organizational level* dan *operational level*.<sup>14</sup>

Dalam *policy level* misalnya kebijakan yang dikeluarkan pihak legislatif dan lembaga peradilan, *organizational level* ditangani oleh pihak eksekutif, sedangkan *operational level* dilakukan kelompok tertentu misalnya perusahaan serta di level rumah tangga. Mengenai tiga level tersebut dapat dilihat dalam gambar sebagai berikut:



Sumber: Daviel W. Bromley, (1989). *Economic Interests and Institutions: The Conceptual Foundations of Public Policy*. New York: Basil Blackwell.

<sup>14</sup> Daviel W. Bromley. (1989). *Economic Interests and Institutions: The Conceptual Foundations of Public Policy*. New York: Basil Blackwell, hal 32

Dalam *hierarchy policy level* terdapat tiga tingkatan kebijakan, level pertama berhubungan dengan batasan antara *market* dan *no market process*, level kedua berhubungan dengan *allocation of benefits* seperti *tax policy* yang mengatur *distribution of income* dan level ketiga berkaitan dengan keputusan tentang *property right* dan *economic benefit*.

Peneliti sependapat dengan *hierarchy policy level* dari Bromley, pelaksanaan *policy level* dilakukan oleh Dewan Perwakilan Rakyat sebagai lembaga penyusun Undang-Undang yang bisa diuji legalitasnya oleh Mahkamah Konstitusi, pelaksanaan *organizational level* dilakukan oleh Direktorat Jendral Pajak (DJP) yang mengimplementasikan operasionalisasi Undang-Undang, pelaksanaan *operational level* dilakukan oleh perusahaan-perusahaan dan Kantor Pelayanan Pajak (KPP).

### C. Teori Perpajakan

#### 1. Pengertian Perpajakan

Pajak saat ini sudah sangat dikenal oleh masyarakat sebagai suatu kewajiban pada negara yang sifatnya dapat dipaksakan. Dengan berbagai sosialisasi oleh Pemerintah, seorang wajib pajak yang tidak memenuhi kewajibannya dapat dianggap sebagai perbuatan tercela.

Sommerfeld, Anderson, dan Brock mendefinisikan pajak :<sup>15</sup>

*”Tax can be defined meaningfully as any non penalty, yet compulsory transfer of resources from the private to the public sector, levied on the basis of predetermined criteria and without receipt of specific benefit of equal value, in order to accomplish some of nations economics and social objectives”.*

Sejalan dengan Sommerfeld, Anderson, dan Brock, Soemitro mendefinisikan pajak sebagai berikut :<sup>16</sup>

“Perpajakan adalah peralihan kekayaan dari sektor swasta ke sektor pemerintah berdasarkan Undang-Undang yang dapat dipaksakan dengan tiada mendapat imbalan (tegen prestatie), yang langsung dapat ditunjukkan dan yang digunakan

<sup>15</sup> Ray. M. Sommerfeld, Anderson, Hershel M, and Brock, Horace R. (1983). *An Introduction to Taxation*. New York: Harcourt Brace Jovanovic, hal 1

<sup>16</sup> Rochmat Soemitro. (1970). *Masalah Peradilan Administrasi Dalam Hukum Pajak di Indonesia*. Bandung: Eresco

untuk membiayai pengeluaran umum, dan yang digunakan sebagai alat pendorong, penghambat, atau pencegah untuk mencapai tujuan yang ada”.

Pajak sebagai sumber dana utama penerimaan negara, mempunyai fungsi yang sangat penting bagi keperluan operasional. Kebijakan fiskal tidak akan berjalan baik tanpa didukung dengan kebijakan perpajakan yang sehat. Pembiayaan operasional pemerintah dengan mengandalkan dana dari pajak tidak akan menimbulkan dampak inflasi. Berbeda dengan sumber pinjaman, selain menimbulkan beban inflasi juga beban bunga. Selanjutnya Musgrave memberikan pengertian pajak setara dengan pinjaman sebagai berikut :<sup>17</sup>

”Pajak dan pinjaman ditarik dari sektor swasta tanpa mengakibatkan timbulnya kewajiban bagi pemerintah terhadap pihak pembayar. Pinjaman merupakan suatu penarikan yang dilakukan sebagai pengganti janji pemerintah untuk membayar kembali di masa mendatang serta untuk membayar bunga selama periode pinjaman. Pajak merupakan suatu kewajiban, sementara pungutan dan pinjaman lebih bersifat sukarela”

## 2. Fungsi Pajak

Dari definisi pajak tersebut di atas, tersirat bahwa pajak mempunyai fungsi sebagai *tools of development* bagi pemerintah, disamping juga sebagai sumber penerimaan negara. Musgrave menambahkan bahwa tindakan perpajakan dan pengeluaran tertentu mempengaruhi perekonomian dalam banyak cara dan dapat dirancang berbagai tujuan, yaitu : (i) Fungsi alokasi (ii) Fungsi distribusi (iii) Fungsi stabilitas. Ketiga fungsi tersebut lebih ditekankan sebagai fungsi mengatur, sebenarnya pajak tidak hanya sebagai fungsi mengatur.<sup>18</sup>

Pajak juga sebagai berfungsi penerimaan (budgeter) bagi negara yang akan dikembalikan dalam bentuk pembangunan dan pemeliharaan fasilitas publik yang diakses oleh seluruh warga negara adalah wajib pajak. Karena negara tidak dapat berjalan tanpa pemerintahan yang keberlangsungannya bersumber dari kontribusi pajak seluruh warga negara. Waluyo membagi dua fungsi pokok pajak, ialah :<sup>19</sup>

<sup>17</sup> Richard A. Musgrave & Peggy B. Musgrave. (Edisi Kelima)(1991). *Keuangan Negara: Dalam Teori dan Praktek*. (Drs. Alfonsus Sirait, Ak., dkk, Penerjemah). Jakarta: Erlangga, hal 226

<sup>18</sup> *ibid*, hal 6

<sup>19</sup> Waluyo. (2006). *Perpajakan Indonesia: Pembahasan Sesuai dengan Ketentuan Perundang-undangan Perpajakan dan Aturan Pelaksanaan Perpajakan Terbaru*. Jakarta: Salemba Empat, hal 6

- i. Fungsi Penerimaan (Budgeter)
- ii. Fungsi Mengatur (Regularend)

Fungsi Budgeter dimaksudkan sebagai sumber penerimaan Negara dalam rangka menjalankan pemerintahan, sedangkan fungsi mengatur ialah sebagai alat untuk mempengaruhi kebijakan pemerintah dalam bidang ekonomi, sosial budaya, dan juga politik.

### 3. *Tax Planning*

Pemerintah khususnya dalam melihat fungsi pajak sebagai fungsi anggaran (budgeter), akan membuat peraturan sedemikian rupa agar penerimaan negara dapat diperoleh maksimal dan harus mengurangi kemungkinan terjadinya kelemahan peraturan, sehingga wajib pajak dapat menghindarinya. Pada sisi lain, para wajib pajak juga melakukan strategi dan membuat kebijakan agar beban pajak menjadi lebih kecil, yang dikenal dengan istilah *tax planning* (perencanaan pajak).

Secara sederhana *tax planning* adalah upaya-upaya yang dilakukan oleh wajib pajak untuk meminimalisasi pajak terhutang. Adapun tujuan dari *tax planning* adalah merencanakan agar beban pajak serendah mungkin dengan memanfaatkan peraturan yang ada. *Tax planning* dapat dilakukan oleh individu maupun badan (perseroan)

Dalam rangka menghindari beban pajak tersebut dapat ditempuh melalui dua cara: pertama, dengan cara mengikuti Undang-Undang atau peraturan (*tax avoidance*) serta kedua bisa juga dengan cara melanggar Undang-Undang atau ketentuan (*tax evasion*). Chelvathurai menyatakan :<sup>20</sup>

*“Tax avoidance is used to denote the reduction of tax liability through legal means. In an extended or pejorative sense, however, the term is also used to describe tax reductions achieved by artificial arrangements of personal or business affairs by taking advantage of loopholes and anomalies in the law.”*

<sup>20</sup> Ning Rahayu. (2008). “Praktik Penghindaran Pajak (*Tax Avoidance*) pada *Foreign Direct Investment* yang berbentuk *Subsidiary Company* (PT. PMA) di Indonesia: Suatu Kajian Tentang Kebijakan Anti *Tax Avoidance*”. Disertasi Doktor Ilmu Administrasi FISIP UI mengutip pendapat S.I. Chelvathurai. (1991). *Tax Avoidence, Tax Evasion and The Underground Economy – The Cata Experience dalam Tax Evasion, Tax Avoidance and The Underground Economy*, Laporan Fifth Conference of the Council of Executive of Tax Organizations. Lyceum, Manila, hal 5, hal 8

*”Tax evasion is usually defined as the reduction of tax by illegal, means including the omission of taxable income or transactions from tax declaration by fraud dulent means.”*

Dari pengertian di atas dapat dikatakan bahwa baik *tax avoidance* (penghindaran pajak) maupun *tax evasion* (penyelundupan pajak) sama-sama bertujuan untuk mengurangi atau meminimalisasi hutang pajak. Dalam hal ini *tax avoidance* dilakukan dengan cara-cara yang tidak melanggar ketentuan yang berlaku, yakni dengan cara memanfaatkan kelemahan-kelemahan yang terdapat dalam ketentuan yang berlaku, sedangkan *tax evasion* dilakukan dengan cara-cara yang bersifat ilegal (melanggar ketentuan yang berlaku).

Seringkali batas antara praktik *tax avoidance* dengan *tax evasion* sulit untuk dibedakan. Walaupun secara legal *tax avoidance* dan *tax evasion* dapat dibedakan, namun secara ekonomis baik perencanaan pajak melalui *tax avoidance* maupun *tax evasion* sama-sama berakibat berkurangnya penerimaan pajak. Dalam alinea-alinea dibawah ini diuraikan kebijakan penangkal *tax avoidance* secara konseptual maupun aplikatif yang telah dilakukan pihak fiskus yang menjadi representasi pemerintah dalam mengantisipasi praktik-praktik minimalisasi pajak terhutang yang kerap dijalankan.

### **Kebijakan Anti Tax Avoidance**

Wajib pajak yang baik adalah wajib pajak yang dapat memenuhi kewajiban perpajakan sesuai dengan peraturan yang berlaku, termasuk melakukan langkah-langkah *tax avoidance*. Pada umumnya suatu negara menerbitkan ketentuan pencegahan penghindaran pajak secara khusus (*specific anti tax avoidance*) yang diatur dalam Undang-Undang seperti *controlled foreign company*, *advance pricing agreement*, *debt equity ratio* dan ketentuan pemberian sumbangan.

Manfaat kebijakan *anti tax avoidance* disamping dapat mengamankan penerimaan negara, juga memberikan kepastian hukum bagi wajib pajak, sekaligus memberikan aturan yang tegas bagi para petugas pajak. Disamping ketentuan pencegahan penghindaran pajak secara khusus negara (Pemerintah) juga dapat menerbitkan ketentuan pencegahan secara umum (*general anti tax*

*avoidance*). Ketentuan ini dikeluarkan untuk menangkal praktik penghindaran pajak yang belum diatur dalam ketentuan yang bersifat khusus.

Dalam praktik di beberapa negara, *specific anti tax avoidance rule* efektif dalam upaya menangkal praktik-praktik penghindaran pajak dan memberikan kepastian hukum bagi wajib pajak. Selain ketentuan yang bersifat khusus tersebut, di banyak negara juga diterbitkan ketentuan pencegahan penghindaran pajak yang bersifat umum (*General Anti Avoidance Rule/GAAR*). Tujuan dibuatkannya ketentuan pencegahan penghindaran pajak yang bersifat umum ini adalah untuk mengantisipasi praktik penghindaran pajak yang belum diatur dalam ketentuan yang bersifat khusus atau untuk melawan tindakan *tax avoidance* yang ada pada saat dibuatnya peraturan belum dikenal.

Hal tersebut dilakukan dengan alasan bahwa terdapat kecenderungan praktik penghindaran pajak dari tahun ke tahun semakin canggih dan sulit untuk dideteksi serta ditangkal hanya dengan mengandalkan *Specific Anti Tax Avoidance Rule*. Dalam hal ini *tax planning* yang dilakukan oleh wajib pajak tidak lagi bersifat *defensive tax planning*, melainkan sudah semakin *offensive* yang sering dikenal dengan istilah *aggressive tax planning*. Lebih jauh Cooper<sup>21</sup> mengatakan bahwa *General Anti Avoidance Rule* harus memuat pembedaan antara transaksi yang tergolong *acceptable tax avoidance* dan yang tergolong *unacceptable tax avoidance* karena tidak semua penghindaran pajak bersifat *offensive*.

Dalam kaitannya dengan perlakuan atas *Cost of Loan* berupa bunga, yang dapat mengurangi beban pajak dan *Cost of Equity* berupa dividen yang tidak dapat dikurangkan sebagai pengurang beban pajak. Dengan demikian bagi perusahaan timbul peluang melakukan *tax planning* melalui teknik *thin capitalization*. Gunadi menyebutkan bahwa *thin capitalization* merupakan praktik membiayai cabang atau anak perusahaan lebih besar dengan utang berbunga daripada dengan modal saham.<sup>22</sup> Gunadi juga menegaskan *Thin Capitalization* dapat dilakukan dengan

---

<sup>21</sup> Graeme Stuart Cooper. (1997). *Tax Avoidance and The Rule of Law*. IBFD Publications in Association with The Australian Tax Research Foundation, hal 378

<sup>22</sup> Gunadi. (1994). *Transfer Pricing: Suatu Tinjauan Akuntansi, Manajemen dan Pajak*. Jakarta: Bina Rena Pariwara, hal 279

tiga cara: (i) melalui pinjaman langsung (*direct loan*). (ii) melalui pendekatan *back to back loan*. (iii) melalui pendekatan *parallel loan*

Pada pinjaman langsung (*direct loan*) investor (pemegang saham), misalnya Wajib Pajak Luar Negeri, langsung memberikan pinjaman kepada anak perusahaan.<sup>23</sup> Sehubungan dengan pemanfaatan peminjaman tersebut, investor mendapatkan bunga yang besarnya pada umumnya ditentukan oleh pihak investor. Sementara itu, pada pendekatan *back to back loan* investor menyerahkan dananya kepada mediator sebagai pihak ketiga untuk langsung dipinjamkan kepada anak perusahaan dengan memberikan imbalan. Cara lain yang dapat ditempuh adalah dengan mendepositokan dana investor ke bank atau lembaga keuangan yang selanjutnya bank tersebut memberikan pinjaman kepada anak perusahaan di Indonesia. Terakhir dengan pendekatan *parallel loan* investor mancanegara mencari mitra perusahaan Indonesia yang mempunyai anak perusahaan yang berada di negara investor. Sebagai imbalan atas pemberian pinjaman kepada anak perusahaan (Indonesia) di negara investor, selanjutnya investor meminta kepada perusahaan Indonesia untuk juga memberikan pinjaman kepada anak perusahaan milik investor di Indonesia.

Untuk menangkal upaya penghindaran pajak oleh Wajib Pajak melalui *thin capitalization*, beberapa negara telah memiliki *thin capitalization rules*. Konsekuensi perpajakan yang ditimbulkan atas penerapan ketentuan *thin capitalization* tersebut terhadap anak perusahaan di negara sumber dapat dibagi atas tiga kategori, yaitu: kategori pertama pengklasifikasian utang sebagai modal, kategori kedua biaya bunga yang tidak dapat dibebankan pada anak perusahaan dan kategori ketiga pengklasifikasian pembayaran bunga sebagai pendistribusian laba atas modal.

Dalam menjalankan perusahaan akan menghadapi beragam masalah diantaranya soal keterbatasan dana. Pada umumnya dana dipenuhi dari dua sumber, sumber pertama berasal dari modal sendiri (*stock capital*) atau pinjaman dari lembaga keuangan, seperti perbankan (*loan*) atau masyarakat (obligasi). Untuk setiap pendanaan perusahaan selalu terdapat unsur biaya atau pengorbanan. Biaya ialah pengorbanan yang dilakukan akibat perusahaan memilih satu alternatif

---

<sup>23</sup> *Ibid*, Hal 198

atau pengorbanan ini harus dapat diukur dengan uang. Bila perusahaan menggunakan alternatif pendanaan dengan melalui pinjaman, maka muncul biaya bunga (*interest expenses*), yaitu sejumlah uang tertentu yang harus dibayarkan pada pemilik dana. Ross, Westerfield, dan Jaffe menulis :<sup>24</sup>

*”The interest rate is set that the total demand for such loans by borrowers equals the total supply of loans by lenders”*

Pada alternatif pendanaan, maka yang menjadi imbalan pada pemilik dana ialah dividen. Damodaran mendefinisikan dividen sebagai *”as any cash returned by a business to its owner”* dividen di Indonesia diterima oleh para pemegang saham. Dividen tidak hanya bersifat *cash*, tetapi dapat juga berupa saham.<sup>25</sup>

#### **4. Perlakuan Dividen dalam Ketentuan Perpajakan**

Dividen sebagai keuntungan yang diterima pemegang saham diperlakukan sebagai penghasilan yang harus dikenakan pajak. Walaupun sebagai unsur laba perusahaan pada dasarnya telah dikenakan pajak. Dengan demikian terjadi *economic double taxation* yaitu pemajakan dua kali atas nilai ekonomis dalam hal ini dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Dilihat dari aspek legal, pengenaan pajak tersebut dapat dibedakan karena subjek wajib yang berbeda yaitu sebagai wajib pajak badan maka laba perusahaan harus dikenakan pajak, sedangkan sebagai dividen si penerima merupakan wajib pajak perorangan. Hal ini merupakan konsekuensi dari dianutnya *Classical system* oleh Indonesia, yang membedakan antara subjek pajak badan dan subjek pajak orang pribadi sebagai entitas legal yang terpisah.

Nightingale berpendapat, karena korporasi memiliki hak-hak istimewa berupa tanggung jawab yang terbatas, maka wajar kalau korporasi harus membayar pajaknya.<sup>26</sup> Namun bila dicermati, bahwa pendiri korporasi adalah

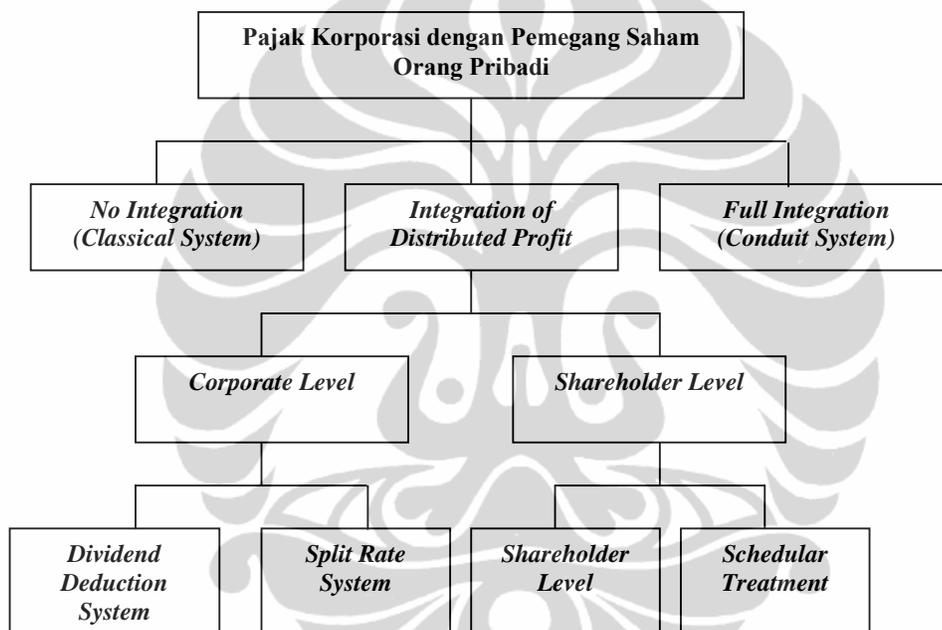
<sup>24</sup> Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe. (2002). *”Corporate Finance”* (6th ed). New York: McGraw-Hill, hal 48

<sup>25</sup> Aswath Damodaran. (1997). *Corporate Finance, Theory and Practice*. New York: John Wiley & Sons, hal 4

<sup>26</sup> Kath Nightingale. (3rd ed) (2001). *Taxation: Theory and Practice*. United Kingdom: Pitman Publishing, hal 30

perorangan yang ingin mendapatkan keuntungan dengan cara membentuk perusahaan, sehingga bila keuntungan dibagi dalam bentuk dividen, adalah wajar bila tidak dikenakan pajak. Kedua pandangan tersebut pada dasarnya dapat diintegrasikan sebagaimana dikemukakan oleh Cnossen yang menggambarkan hubungan pemajakan atas korporasi dan pemegang saham sebagaimana dinyatakan pada skema di bawah ini.<sup>27</sup>

**Gambar 8**  
**Hubungan Pajak Korporasi dengan**  
**Pemegang Saham Orang Pribadi**



Sumber : Sijbren Cnossen. (1993). *What Kind of Corporate Tax: issues in adopting and designing a value-added tax?*. Erasmus University Research Centre for Economic Policy, hal 42

Hubungan pertama dianggap sama sekali tidak dapat diintegrasikan (*no integration*) atau disebut *classical system*. Pandangan ini menganggap bahwa Pajak Korporasi dan Pajak Perorangan adalah hal yang berbeda sehingga tidak perlu diintegrasikan. Hubungan kedua adalah *integration of distributed profit* artinya laba perusahaan dibagi menjadi dua, yaitu *corporate* dan untuk *shareholder*. Dengan demikian cukup dengan satu kali sehingga dividen dapat

<sup>27</sup> Sijbren Cnossen. (1993). *What Kind of Corporate Tax: issues in adopting and designing a value-added tax?*. Erasmus University: Research Centre for Economic Policy, hal 42

dikurangkan terhadap penghasilan kena pajak sehingga perlakuannya kurang lebih sama dengan biaya bunga yaitu diperbolehkan sebagai pengurang penghasilan. Sistem seperti ini dikenal dengan *Dividen Deduction System*.

Pendekatan lain dengan cara *Split Rate System*, dimana untuk mengurangi kesan dikenakan pajak dua kali yakni dengan mengenakan tarif pajak atas *dividen distribution* yang lebih rendah daripada tarif laba yang tidak dibagi. Pada level pemegang saham, keringanan beban pajak atas dividen dilakukan dengan cara imputasi (*imputation system*), dimana pemegang saham dapat berpotensi menerima beban pajak. Lure menegaskan bahwa sistem imputasi merupakan metode keringanan pembayaran pajak dimana beban pajak atas laba perusahaan, dapat dikreditkan pada pemegang saham.<sup>28</sup> Bila sepenuhnya dapat dikreditkan maka disebut *full imputation*, bila hanya sebagian dikenal dengan *partial imputation*.

Dalam ketentuan pemajakan di Indonesia sesuai dengan Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 sebagaimana beberapa kali diubah dan terakhir Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 menganut *classical system*. Implikasinya korporasi dianggap otoritas tersendiri dengan sedikit pengecualian yaitu bila pemegang saham berbentuk badan dengan kepemilikan paling rendah 25 % dari modal yang disetor, maka dividen tidak dikenakan pajak.

## **D. Teori Keputusan Pendanaan**

### **1. Teori Modigliani – Miller**

Modigliani-Miller (MM) menyimpulkan bahwa nilai suatu perusahaan tidak terpengaruh oleh struktur permodalan. Mereka menyatakan bahwa selalu tersedia *arbitrage opportunities* dalam kondisi pasar modal yang sempurna. Dengan demikian bila investor dan perusahaan dapat meminjam pada tingkat bunga yang sama, maka investor dapat mengkompensasi keputusan pembiayaan yang dilakukan perusahaan.<sup>29</sup>

Secara mendasar, MM menganggap bahwa nilai dari suatu perusahaan ditentukan bukan dari struktur permodalannya (komposisi hutang dan saham),

<sup>28</sup> Charles Mc. Lure. (1979). *Must Corporate Income Be Taxed Twice ?* (Studies of Government Finance: Second series). Washington D. C.: The Brookings Institution, hal 252

<sup>29</sup> F. Modigliani & M.H. Miller. *op.cit.*, hal 48

melainkan dari sisi *asset* yang dimilikinya. Dengan demikian maksimalisasi dari nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi yang akan menghasilkan *cash flow* bagi perusahaan, bukannya dari metode pembiayaan investasi tersebut.

MM mendasari teorinya pada asumsi bahwa pasar modal adalah sempurna, dengan demikian beberapa kondisi harus tersedia. Asumsi yang digunakan sulit ditemui dalam kenyataan dan oleh karena menjadi sumber kritik yang mendasar. Pada saat yang sama berkembang teori-teori lain yang bersumber pada relaksasi atas asumsi pasar yang sempurna tersebut.

Penelitian-penelitian awal dengan demikian berfokus pada determinan dari struktur permodalan (*determinant of capital structure*) dengan memperhitungkan variabel pajak sebagai salah satunya. Tercatat di antaranya Fama dan French<sup>30</sup>, Myers<sup>31</sup> serta Titman dan Wessels<sup>32</sup>. Penelitian-penelitian ini berusaha mendapatkan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur permodalan pada perusahaan termasuk keuntungan dari pajak.

## 2. Teori *Static Trade Off*

Teori *Static Trade-Off* (*trade-off theory*) beranggapan bahwa penentuan struktur permodalan suatu perusahaan ditentukan oleh keuntungan dan kerugian dari masing-masing komponen yang membentuknya (hutang dan modal saham). Tiga faktor yang perlu dianggap berpengaruh adalah *pertama* adanya pajak, *kedua*, dimungkinkan *cost of financial distress* (*bankruptcy cost*), *ketiga*, munculnya konflik keagenan antara pemilik perusahaan dan manajer sebagai pengelola.

Pajak berpengaruh pada struktur permodalan karena bunga hutang diperlakukan berbeda dengan dividen. Artinya dari sisi perpajakan, hutang memiliki keuntungan bagi perusahaan berupa tambahan *cash flow* yang tersedia karena pajak yang lebih kecil. Dengan demikian hubungan *tax shields* dengan nilai perusahaan positif. Pada sisi lain, penggunaan hutang akan mengakibatkan timbulnya biaya kebangkrutan karena hutang adalah metode pendanaan yang memiliki risiko kebangkrutan.

<sup>30</sup> E. F. Fama & K. R French. (1998). *Taxes, Financing Decisions and Firm Value*. Journal of Finance, hal 819-843

<sup>31</sup> Myers, S.C.(1984). *The Capital Structure Puzzle*. Journal of Finance, hal 39

<sup>32</sup> S. Titman & R. Wessels. (1988). *The Determinants of Capital Structure Choice*. Journal of Finance 43, hal 3

*Financial Distress Cost* muncul ketika perusahaan memiliki hutang dalam komposisi permodalannya. Biaya ini terdiri dari 2 bagian, pertama biaya administrasi kebangkrutan berupa biaya penasihat hukum termasuk waktu manajemen yang terpakai untuk pengurusan proses ini. Kedua, biaya yang tidak terlihat yang berupa hilangnya kesempatan investasi. Dengan adanya risiko kebangkrutan, maka perusahaan akan merubah kebijakan investasinya. Hal ini secara langsung akan mengakibatkan perubahan atas rencana-rencana investasi ke depan yang akan membawa dampak pada penurunan nilai perusahaan.

Teori *Trade-off* menyatakan bahwa perlu adanya suatu komposisi yang optimal sebagai keseimbangan antara keuntungan dari penggunaan hutang dan risiko kebangkrutan yang muncul sejalan dengan penciptaan hutang. Penelitian yang menggunakan pendekatan ini antara lain McKie-Mason<sup>33</sup> dan Graham<sup>34</sup>.

### 3. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Perbaikan asumsi MM yang menyatakan bahwa seluruh pihak memiliki tujuan yang sama yaitu memaksimalkan nilai perusahaan dibuktikan oleh *Agency Theory* (Jensen dan Meckling). Dengan kata lain, teori ini menyatakan bahwa pemilihan metode pembiayaan terkait dengan *agency problem* sebagaimana dinyatakan oleh Jensen dan Meckling. Pemilihan menimbulkan *agency cost* yaitu total biaya monitoring yang dikeluarkan oleh *principal*, *bonding cost* oleh *agent* serta *residual loss*.<sup>35</sup> Harris dan Raviv dalam Nainggolan<sup>36</sup> menemukan bahwa tiga bentuk *agency problems* yang muncul adalah *risk shifting*, *underinvestment* dan *free cash flow*<sup>37</sup>. *Risk Shifting* adalah upaya mengalihkan risiko dari investasi yang dipilih dari pemegang saham kepada pemegang obligasi. Dengan demikian manajer, yang bertanggungjawab kepada pemegang saham akan berusaha memaksimalkan imbal hasil dari pemegang saham meskipun hal itu tidak selalu

<sup>33</sup> J. K. McKie-Mason. (1990). *Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?*. Journal of Finance, 45, 1471-1493

<sup>34</sup> J.R. Graham. (1996). *Debt and The Marginal Tax Rate*. Journal of Financial Economics 41, hal 41-73

<sup>35</sup> Michael C. Jensen & W.H. Meckling. (1976). *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, 3, hal 305-360

<sup>36</sup> Pahala Nainggolan. (2009). *Pengaruh faktor Pajak pada Keputusan Pendanaan Jangka Panjang Perusahaan Publik di Thailand, Korea Selatan dan Indonesia dengan Data Panel tahun 2000-2005*

<sup>37</sup> M. Haris & A. Raviv. (1991). *The Theory of Capital Structure*. Journal of Finance 46

berarti bahwa nilai perusahaan meningkat. Mengetahui hal ini investor obligasi akan meminta sejumlah premi dari setiap obligasi yang diterbitkan perusahaan untuk mengompensasi pengalihan risiko ini.

*Underinvestment* mengacu pada kecenderungan manajer untuk memilih investasi yang relatif aman dibandingkan dengan investasi yang memberikan positif *Net Present Value* (NPV) namun meningkatkan jumlah hutang. Perspektif berpikir yang cenderung jangka pendek ini diterangkan oleh Myers<sup>38</sup> karena pemegang saham ingin imbal hasil segera dari investasi untuk membayar hutang yang jatuh tempo. Sedangkan Brealey dan Myers<sup>39</sup> menerangkan gejala ini berdasarkan tingkat utang perusahaan. Semakin tinggi utang perusahaan dan risiko kebangkrutan perusahaan tersebut, maka semakin banyak premi yang diminta oleh pemegang obligasi dari setiap kesempatan investasi baru. Akibatnya ketika investasi berjalan dan menghasilkan NPV positif, maka pemegang obligasi yang pertama menikmati hasilnya. *Free cash flow* yang dihasilkan dari investasi dan operasional perusahaan diharapkan dapat kembali ke investor. Namun hal ini mengandung risiko bahwa manajemen akan menggunakannya untuk kepentingan manajemen terlebih dahulu. Oleh karena itu dengan penggunaan instrumen hutang, maka manajer 'dipaksa' untuk memenuhi perjanjian hutang dengan *cash flow* yang diperoleh.

#### 4. Teori *Asymmetric Information*

Teori lain yang mencoba memperbaiki asumsi yang digunakan MM adalah informasi yang beredar sempurna diantara semua pihak yang terlibat. Teori ini berpendapat sebaliknya yaitu terjadi *asymmetric information* antar para pelaku. Dua pendekatan yang terjadi, *pertama* penerbitan instrumen hutang akan dianggap sebagai sinyal positif kepada calon investor tentang prospek investasi perusahaan. Ross berpendapat bahwa manajer memiliki informasi yang lebih baik mengenai *true distributions of firms return* dibanding investor. Hutang merupakan kontrak yang mensyaratkan perusahaan untuk membayar kewajiban pada waktu yang

---

<sup>38</sup> S.C. Myers. (1977). *Determinant of Corporate Borrowing*. Journal of Financial Economics, hal 148

<sup>39</sup> Richard A. Brealey & Stewart C. Myers. (7th Ed) (2000). *Principles of Corporate Finance*. London: McGraw-Hill

ditetapkan. Gagal memenuhi kewajiban ini akan berakibat pada kebangkrutan dan manajer juga akan kehilangan pekerjaan.

*Kedua*, pendekatan yang menganggap bahwa terjadi kesenjangan informasi antara investor dan perusahaan. Manajer berdasarkan informasi yang dimilikinya akan berusaha untuk menerbitkan instrumen saham dan hutang ketika terjadi *overpriced*. Kondisi ini akan dibaca oleh investor bersama-sama dengan informasi mengenai kesempatan investasi baru (*new projects*) yang akan dibiayai. Akibatnya investor cenderung menganggap bahwa setiap penerbitan instrumen saham terjadi ketika perusahaan *overpriced*. Dengan demikian mereka akan menolak untuk membeli saham/surat hutang yang diterbitkan yang mengakibatkan terjadinya gejala *underinvestment*

## 5. Teori *Pecking Order*

Perbaikan dari asumsi MM bahwa tidak ada biaya transaksi memunculkan teori *Pecking-Order Hypothesis*. Teori ini menyatakan bahwa biaya transaksi tetap harus dikeluarkan. Untuk itu, maksimalisasi nilai dilakukan dengan meminimalkan biaya transaksi ini. Struktur permodalan perusahaan merupakan akumulasi dari kebutuhan keuangan masa lalu sebagaimana yang dipostulasikan Myers<sup>40</sup>.

Teori ini menyimpulkan bahwa dalam pendanaan investasi, terdapat urutan pembiayaan yang dimulai dari pembiayaan internal misalnya penggunaan akumulasi laba usaha periode yang lalu. Bila belum memadai pembiayaan dicari dari penerbitan instrumen yang paling murah biayanya. Misalnya penerbitan surat hutang atau penerbitan obligasi konversi (*convertible bonds*). Terakhir barulah penerbitan saham. Saham dianggap relatif mahal biaya penerbitannya karena prosedur yang lebih kompleks dan mengharuskan perusahaan mengeluarkan beberapa jenis biaya yang tidak dapat dihindarkan.

## E. Studi Literatur Penelitian Terdahulu

Penelitian di Luar Negeri (AS) yang mengkaji secara empiris tentang perilaku keputusan pendanaan perusahaan antara lain:

---

<sup>40</sup> Myers, *op.cit.* hal 39, 575-592

1. Jonathan Baskin (1989) “*An empirical investigation of the pecking order hypothesis*” *Financial Management (spring)*: 26-35. Paper Baskin yang klasik ini secara tegas menggunakan hipotesis Pecking Order Hypothesis (POH) dan melakukan pengujian secara empiris.<sup>41</sup>
2. Ghassem Homaifar, Joachim Zeitz, dan Omar Benkato (1994) “*An empirical model of capital structure: some new evidence*” *Journal of Business, Finance, and Accounting (JBFA)* 21(1): 1-14. Paper dari Homaifar, Zeitz dan Benkato (HZB) bermaksud mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, dalam hal ini adalah utang, HZB memperbaiki penelitian sebelumnya dengan memfaktorkan *corporate tax rate* serta mengkaji dampak utang dalam horizon waktu panjang dan pendek.<sup>42</sup>
3. Eli Ofek (1993) “*Capital structure and firm response to poor performance*” 34: 3-30. Makalah Ofek berbeda dari kedua paper sebelumnya dimana Ofek meneliti kondisi perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) namun belum mengalami kebangkrutan. Kesulitan keuangan dapat diakibatkan utang yang meningkat. Dalam makalah ini, dibahas langkah rasionalisasi yang dilakukan bila menghadapi *financial distress*.<sup>43</sup>

Penelitian Dalam Negeri yang dipresentasikan dalam seminar *2nd Doctoral Journey in Management* 2007. Kedua penelitian berikut juga melakukan pengujian empiris tentang kebijakan perusahaan dalam aktivitas pendanaan perusahaan sebagai berikut :

1. Teddy Chandra (2007) “Pengaruh Environment Risk, Corporate Strategy, dan Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan, dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta”. Paper Chandra merupakan riset empirik yang menggabungkan dua disiplin ilmu yaitu manajemen keuangan dan *corporate strategy*.

---

<sup>41</sup> Jonathan Baskin. (1994). *An Impirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis*. *Financial Management.*, hal 26-35

<sup>42</sup> Homaifar, Ghassem, J. Zeitz, and Omar Benkato. (1994). *An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence*. *Journal of Business Financing and Accounting* 21,1-14

<sup>43</sup>Eli Ofek. (1993). *Capital Structure and Firm Responses to Firm Poor Performance*. *Journal of Financial Economics*, 34, hal 3-30

2. Pahala Nainggolan (2009) “Pengaruh Faktor Pajak pada Keputusan Pendanaan Jangka Panjang Perusahaan Publik di Thailand, Korea Selatan, Indonesia dengan Data Panel tahun 2000-2005”. Makalah dari Nainggolan ini disajikan merupakan ringkasan disertasi yang selesai awal tahun 2009, berbeda dari Teddy Chandra yang mengambil data perusahaan publik di Indonesia, studi Nainggolan melakukan perbandingan efek pajak pada keputusan pendanaan jangka panjang di tiga negara: Indonesia, Thailand, dan Korea Selatan merupakan *korban* krisis ekonomi 1997 yang dampaknya paling besar sehingga dampak krisis masih tersisa sampai sekarang.

Alinea-alinea berikut adalah elaborasi lebih detail tentang penelitian-penelitian terdahulu tentang keputusan pendanaan perusahaan publik. Uraian memuat *pertama*, pertanyaan penelitian (*research questions*), *kedua*, model yang digunakan untuk menjawab, *ketiga*, hasil atau temuan penelitian dan terakhir diskusi beserta implikasinya.

*Jonathan Baskin “An empirical investigation of the pecking order hypothesis”*<sup>44</sup>

*Research questions:*

1. Apakah keputusan pendanaan perusahaan lebih mengoptimalkan modal sendiri sehingga hipotesis yang berlaku adalah *free cash flow* (hipotesis POH)?
2. Apakah peluang investasi perusahaan (*growth*) mempengaruhi keputusan pendanaan?
3. Bagaimana dampak dividen periode sebelumnya ( $DIV_{t-1}$ ) terhadap utang saat ini ( $Debt_t$ )?

Model:

1. Dua pertanyaan penelitian awal dianalisis dengan regresi berganda sebagai berikut:

$$NDAR_{72} = 0.47 - 1.15 ROA_{72} - 0.45 ROA_{70} - 0.45 ROA_{65} + 0.04 GROWTH$$

<sup>44</sup> Jonathan Baskin, *op.cit.*, hal 26-35

Dimana:  $NDAR_{72}$  = *Net Debt to Asset Ratio* pada 1972 (periode riset 1960-1972)

$ROA_{72} = ROA_{70} = ROA_{65}$  = *Return on Asset* (profitabilitas) periode '72, '70, '65

GROWTH = peluang investasi (regresi dari *sales*)

2. Pertanyaan yang melihat dampak dividen terhadap utang dianalisis dengan regresi berganda berikut:

$$GDAR_{72} = -0.76 ROA_{72} - 0.25 ROA_{70} - 0.46 ROA_{65} + 0.039 GROWTH + 1.59 DIVEQ_{65}$$

Dimana:  $GDAR_{72}$  = *Gross Debt to Asset Ratio* pada 1972

$ROA_{72} = ROA_{70} = ROA_{65}$  = *Return on Asset* (profitabilitas) periode '72, '70, '65

GROWTH = peluang investasi

$DIVEQ_{65}$  = *Dividen Yield* (dividen periode sebelumnya) 1965

Konstanta masuk dalam persamaan namun tidak dilaporkan

Temuan :

1. Perusahaan mengoptimalkan penggunaan dana sendiri (*free cash flow*) yang salah satu sumbernya adalah laba. Hubungan antara laba dan utang adalah negatif. Karena komposisi utang dan modal sendiri tidak dapat berlaku tertentu maka *optimal capital structure* atau *static trade-off hypothesis* tidaklah berlaku.
2. Hubungan dividen sebelumnya dan utang saat ini adalah positif, karena jika terjadi pembayaran dividen sebelumnya maka periode sekarang memerlukan dana lebih besar yang dipenuhi dengan utang.
3. Baskin juga melakukan uji serial korelasi antar waktu masing-masing variabel<sup>45</sup>. Hasil uji serial korelasi guna melihat stabilitas kebijakan yang diambil, dimana korelasi utang terhadap aset lebih rendah dari dividen/

<sup>45</sup>Jonathan Baskin, *op. cit.*, hal 26-35

ekuitas. Misalnya rasio dividen/ ekuitas antara 1960-1972 sebesar 0.714 sedangkan untuk periode waktu yang sama korelasi utang/ aset hanya 0.497. Artinya tidak ada stabilitas rasio utang/ aset sepanjang periode pengamatan, dengan demikian studi baskin mengisyaratkan tidak berlaku *static capital structure*.

#### Implikasi dan Diskusi

- *Static trade-off capital structure* memprediksi dalam mencari hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan terdapat tingkat *leverage* yang optimal. Karena itu perusahaan akan menyesuaikan tingkat *leverage* menjadi optimal dari waktu ke waktu. Sedangkan *pecking order theory* berasal dari aplikasi manajer keuangan secara praktis dimana perusahaan meminjam bila membutuhkan dana bagi investasi perusahaan yang mengikuti suatu hirarki tertentu mulai dari sumber dana internal, utang sampai menerbitkan saham.
- Hubungan antara utang dan peluang investasi adalah positif sedangkan utang dan laba berhubungan negatif, sesuai dengan prediksi *pecking order theory*. Sedangkan hubungan utang dan dividen masa lalu adalah positif dimana perusahaan yang membayar dividen masa lalu lebih besar ialah perusahaan yang menggunakan utang.

Homaifar, Zeitz, dan Benkato (HZB)(1994) “An empirical model of capital structure: some new evidence”

#### Reserach questions

- Faktor-faktor yang apa sajakah yang mempengaruhi utang? (Dengan perbaikan penelitian sebelumnya Bradley Jarrell dan Kim (BJK, 1984) serta Titman dan Wessels<sup>46</sup> dengan memfaktorkan *corporate tax rate*. BJK melakukan regresi untuk mengetahui pengaruh atas pajak sesuai hipotesa DeAngelo dan Masulis (1980) yang menggunakan variabel *Non Debts Tax-Shields* (NDTS)<sup>47</sup>

<sup>46</sup> S. Titman & R. Wessels, *op.cit.*, hal 10

<sup>47</sup> H. DeAngelo & R. Masulis. (1980). *Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation*. *Journal of Finance*, 53,3, hal 819-843

- Bagaimana dampak faktor struktur modal melalui jangka panjang (*long-run steady state equilibrium*) dan jangka pendek (*short-run contemporaneous*)?

Model:

- Pertanyaan pertama dijawab melalui persamaan regresi berganda berikut:

$$L = C + \tau + r + s + v + m + \rho + \sigma$$

Dimana:  $L$  = leverage sebagai proksi utang (struktur modal)

$C$  = konstanta

$\tau$  = corporate tax rate

$r$  = Non-debt tax shield ratio

$s$  = size perusahaan

$v$  = future growth opportunity

$m$  = kondisi pasar modal

$\rho$  = tingkat inflasi

$\sigma$  = earning volatility

- Pertanyaan kedua dijawab dengan Autoregressive Distributed Lag Model (ADL) yang akan membedakan koefisien jangka pendek dan jangka panjang.

$$A(L) \square_t = B(L) \pi Z_t + \varepsilon_t$$

Dimana:  $A(L)=B(L)$  = polynomials of unspecified order in the operator  $L$

$E$  = noise error process

Temuan:

- Faktor-faktor *firm specific* dan *economic condition* yang mempengaruhi tingkat utang antara lain: *corporate tax rate* ( $\tau$ ) berasosiasi positif dengan utang, *NDTS* ( $r$ ) berasosiasi negatif, *Size* ( $s$ ) berhubungan positif, *growth* ( $v$ ) berasosiasi positif, *capital market condition* ( $m$ ) berasosiasi negatif, *inflation rate* ( $\rho$ ) berasosiasi positif sedangkan *earning volatility* ( $\sigma$ ) masih *tanda tanya*
- Melalui model ADL diestimasi koefisien jangka panjang atas koefisien jangka pendek. Hasil estimasi terhadap berbagai faktor adalah  $\tau$  adalah

positif-signifikan,  $r$  negatif tidak signifikan,  $s$  positif signifikan,  $v$  negatif artinya berlaku *Pecking Order Hypothesis*,  $m$  negatif artinya pasar modal adalah substitusi utang,  $\rho$  positif tidak signifikan dan  $\sigma$  negatif signifikan.

#### Implikasi dan Diskusi:

- Penelitian HZB adalah *testing* empiris sehingga temuan penelitiannya tidak menghasilkan sesuatu yang signifikan (baru) mengenai teoritis struktur modal. HZB mengajukan faktor yang mempengaruhi utang terdiri dari faktor spesifik perusahaan (*company specific factors*) dan faktor kondisi ekonomi yang diproksi dengan *capital market conditions*. Poin penting dari temuan penelitian HZB adalah asosiasi positif antara *future growth opportunity* ( $v$ ) dan utang dimana perusahaan yang lebih memiliki peluang investasi yang besar akan berani mendanainya dengan *risk debt*.
- HZB menggunakan model *Autoregressive Distributed Lag Model (ADL)* guna membedakan koefisien jangka pendek dan jangka panjang, dalam penelitiannya HZB hanya melihat koefisien jangka panjang. Riset sebelumnya menemukan bahwa koefisien untuk *future growth opportunity* ini negatif yang artinya peluang pertumbuhan akan didanai oleh dana sendiri. Kondisi dimana pertumbuhan didanai dari biaya modal terendah (laba ditahan) dikenal dengan *pecking order hypothesis*.

Eli Ofek<sup>48</sup> “*Capital structure and firm response to poor performance*”

#### *Reserach questions*

- Menguji hubungan antara struktur modal dan respons perusahaan terhadap *financial distress* jangka pendek
- Menguji hubungan antara struktur modal dan respons operasional juga respons finansial terhadap *financial distress*.

#### Model:

- Untuk menjawab pertama dan kedua pertanyaan penelitian diatas menggunakan regresi logistik

---

<sup>48</sup> Eli Ofek, *op.cit.*, 34, hal 3-30

$$y = c + \alpha (\text{Lev}_{\text{baseyear}}) + \beta (\text{Liq}_{\text{baseyear}}) + \gamma (\text{MH}) + \delta(\text{OH}) + \zeta(\text{Size}) + \lambda(\text{Return}) + \varepsilon$$

Dimana:  $y$  = variabel independen dengan model logit (regresi kualitatif)

1 = tindakan yang diambil dan 0 = tindakan lainnya (ringkasan kriteria tindakan yang diambil/lainnya terangkum dalam Asnawi dan Wijaya, 2005:128 dan 130)<sup>49</sup>

Lev = *leverage* (rasio utang terhadap utang dan ekuitas)

Liq = *liquidity (current ratio)*

MH = *managerial holding* (persentase saham yang dimiliki direktur dan top manager)

OH = *Outstanding holding* (persentase saham terbesar yang dimiliki oleh non manajerial)

Size = logaritma dari ekuitas pada hari perdagangan terakhir pada tahun dasar (*control variable*)

Return = imbal hasil saham tahunan selama *distress year (control variable)*

Temuan:

- Penelitian Ofek ini sedikit banyak berbeda dari dua penelitian tentang struktur modal sebelumnya, dari tujuan penelitian studi Ofek ingin menganalisis hubungan struktur modal dan respons perusahaan menyangkut *financial distress* dalam rentang waktu.
- Respons perusahaan dengan tingkat utang tinggi secara operasional lebih intensif dibandingkan perusahaan dengan tingkat utang rendah.
- Respons dapat berupa restrukturisasi aset dan pemecatan karyawan
- Respons perusahaan dengan *high-leverage* juga secara finansial lebih dominan dibanding perusahaan yang *low-leverage*.
- Respons finansial berbentuk pengurangan dividen, restrukturisasi hutang, dan kebangkrutan.

<sup>49</sup> Said Kelana Asnawi dan Chandra Wijaya. (2005). *Riset Keuangan: Pengujian-pengujian empiris*. Jakarta: Gramedia, hal 128 dan 130.

### Implikasi dan Diskusi:

- Ofek mengajukan langkah rasionalisasi yang dapat dilakukan perusahaan bila mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) sebagai dampak utang yang meningkat. Rasionalisasi dibedakan menjadi dua: *pertama*, menghasilkan kas dan *kedua*, tidak menghasilkan kas. Rasionalisasi juga termasuk tindakan operasional dan tindakan finansial.
- Termasuk tindakan operasional adalah PHK karyawan, restrukturisasi aset, penggantian manajemen, restrukturisasi aset dengan kas masuk, restrukturisasi aset tanpa kas masuk. Tindakan keuangan adalah pemotongan dividen, restrukturisasi utang dan *bankruptcy fillings*.
- Tindakan yang diambil berdasarkan kas atau tidak menghasilkan kas. Tindakan dapat dinyatakan sebagai berikut: *pertama*, tindakan restrukturisasi aset dinyatakan menghasilkan kas jika melakukan penjualan aset. *Kedua*, tindakan restrukturisasi aset dinyatakan tidak menghasilkan kas jika tidak melanjutkan operasi atau konsolidasi. *ketiga*, tindakan operasional yang tidak menghasilkan kas bila melakukan PHK, penggantian manajemen, maupun restrukturisasi aset tanpa kas masuk.

*Teddy Chandra (2007) "Pengaruh Environment Risk, Corporate Strategy, dan Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan, dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta"*

#### *Research questions*

- Menganalisis pengaruh *environment risk*, *corporate strategy* dan struktur modal terhadap produktivitas aktiva, kinerja keuangan dan nilai perusahaan pada perusahaan *go public* di Bursa Efek Jakarta.
- Tujuan penelitian Chandra secara spesifik sebagai berikut:
  1. Untuk menguji pengaruh variabel *environment risk* yang terdiri dari *financial risk*, *business risk* dan *market risk* terhadap *corporate strategy*, struktur modal, produktivitas aktiva, kinerja keuangan perusahaan dan nilai perusahaan.
  2. Untuk menguji pengaruh variabel *corporate strategy* yang terdiri dari *liquidity*, *sales growth*, *assets growth* dan *growth potential* terhadap

struktur modal perusahaan, produktivitas aktiva, kinerja keuangan dan nilai perusahaan.

3. Untuk menguji pengaruh variabel struktur modal yang terdiri dari *Debt to Equity ratio* (DER), *Debt to Assets Ratio* (DAR) dan *Equity to Assets Ratio* (EAR) terhadap produktivitas aktiva, kinerja keuangan perusahaan serta nilai perusahaan.
4. Untuk menguji pengaruh variabel produktivitas aktiva terhadap kinerja keuangan perusahaan dan nilai perusahaan.
5. Untuk menguji pengaruh variabel kinerja keuangan perusahaan yang terdiri dari *Return on Assets* (ROA) dan *Basic Earning Power* (BEP) terhadap nilai perusahaan.
6. Untuk menguji perbedaan pengaruh antara perusahaan yang berada pada papan utama dan perusahaan pada papan pengembang.

Model:

- Penelitian menggunakan *Structural Equation Model* (SEM) untuk menjawab pertanyaan penelitian. Model SEM (*Structural Equation Modeling*) yang digunakan ini dikembangkan dari lima variabel endogen yaitu variabel yang nilainya ditentukan dalam model seperti variabel *Corporate Strategy: sales growth, assets growth, growth potential* dan *liquidity*, Struktur Modal: *debt to equity ratio, debt to assets ratio* dan *equity to Assets ratio*, Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan Perusahaan: *return to assets ratio* dan *basic earning ratio* dan Nilai Perusahaan. Variabel eksogen yaitu variabel yang nilainya ditentukan diluar model seperti *Environment Risk, financial risk, business risk* dan *market risk*. Dalam mengolah data digunakan *software* SPSS 11.5 dan AMOS 5.0 sehingga memungkinkan dilakukan serangkaian pengujian hipotesis.

Temuan dan Implikasi:

1. Sikap perusahaan *go-public* di Indonesia yang cenderung konservatif dengan menganut teori *pecking order theory* (POT) dibanding dengan *free cashflow* mengimplikasikan perusahaan untuk melakukan investasi pada

*liquid assets*. Hal ini dilakukan untuk mengantisipasi risiko bisnis dan sebagai sumber dana internal.

2. Bagi perusahaan papan atas (main board), penambahan hutang merupakan pisau bermata dua. Disatu sisi penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi disisi lain peningkatan hutang akan meningkatkan *cost of debt* sehingga akan menurunkan produktivitas aktiva. Penurunan produktivitas aktiva akhirnya juga akan menurunkan nilai perusahaan. Artinya penggunaan hutang merupakan hal yang baik, tetapi penggunaan hutang yang berlebihan akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan.
3. Bagi perusahaan lapis kedua (development board), penambahan hutang tidak banyak mempengaruhi nilai perusahaan, bahkan sebaliknya akan menurunkan kinerja keuangan perusahaan yang akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh sebab itu kebutuhan dana lebih banyak diarahkan pada sumber dana internal dan penambahan saham baru.
4. Temuan ini memperkuat dugaan *pecking order theory* digunakan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan penerapan yang sedikit berbeda yaitu :
  - a. Untuk perusahaan main board pilihan sumber dana utama adalah *liquid assets* kemudian kekurangannya dipenuhi dengan hutang, pilihan terakhir adalah saham baru.
  - b. Untuk perusahaan development board pilihan sumber dana utama tetap *liquid assets*. Sumber dana dari hutang merupakan pilihan yang buruk, karena secara tidak langsung akan menurunkan nilai perusahaan.
5. Temuan ini memperkuat temuan Barton & Gordon<sup>50</sup> dan Chathoth yang menemukan *corporate strategy* berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini memberikan implikasi kebijakan struktur modal dalam rangka

---

<sup>50</sup> Sidney L. Barton & Paul J. Gordon. (1987). *Corporate Strategy: Useful Perspective for The Study of Capital Structure ?*. Academy of Management Reviewer 12, hal 67-75

meningkatkan nilai perusahaan perlu mempertimbangkan strategi perusahaan.

6. Ketidakpercayaan investor terhadap laporan keuangan perusahaan mempunyai implikasi kepada perusahaan dimana tujuan yang ingin disampaikan melalui laporan keuangan tidak tercapai. Dalam artian disini terjadi *asymmetric information*. Hal ini terbukti dari *Transparency International Corruption Index* untuk Indonesia masih berada pada peringkat 137 dengan score 2.2 untuk Tahun 2005. Disamping itu terdapat banyaknya temuan Bapepam atas kecurangan dari emiten serta akuntan dalam menyajikan laporan keuangan.
7. Dengan tidak mempertimbangkan risiko keuangan dalam memberikan pinjaman, akan berakibat meningkatnya kredit macet dimasa yang akan datang. Hal ini sudah terbukti dari laporan kinerja perbankan semester I 2006 terjadi peningkatan kredit macet sampai 62,54% dibanding semester I tahun 2005 (Bisnis Indonesia, 03 Agustus 2006).

*Pahala Nainggolan (2009) "Pengaruh Faktor Pajak pada Keputusan Pendanaan Jangka Panjang Perusahaan Publik di Thailand, Korea Selatan, dan Indonesia dengan Data Panel tahun 2000-2005"*

#### *Research questions*

- Apakah faktior pajak berpengaruh terhadap pertumbuhan hutang jangka panjang dan total hutang pada perusahaan publik di Thailand, Korea Selatan, dan Indonesia untuk tingkat gabungan ketiga negara, masing-masing negara serta gabungan sektor industri
- Apakah profitabilitas perusahaan mempengaruhi pertumbuhan hutang perusahaan publik di Thailand, Korea Selatan, dan Indonesia terkait dengan pemanfaatan *tax shields* dari hutang untuk mengurangi beban pajak pada tingkat gabungan ketiga negara, masing-masing negara serta gabungan sektor industri?

- Apakah asumsi-asumsi yang diterapkan MM yaitu kesamaan kepemilikan informasi antara pihak perusahaan dengan pihak luar perusahaan serta kesamaan motivasi manajer untuk senantiasa memaksimalkan kekayaan pemilik perusahaan jika direlaksasi berkontribusi terhadap pengujian pengaruh faktor pajak terhadap pertumbuhan hutang jangka panjang perusahaan?

#### Model

- Regresi Data Panel dengan persamaan regresi multivariat sebagai berikut:

$$\Delta \text{Debt}_{it} = \beta + \alpha_1 \text{MTR}_{it} + \alpha_2 (\text{TL/TA})_{it} + \alpha_3 (\text{CL/TA})_{it} + \alpha_4 (\text{PET/TA})_{it} + \alpha_5 \text{FCF}_{it} + \alpha_6 \text{Dummy Div}_{it} + \alpha_7 (\text{BV/MV})_{it} + \varepsilon_{it}$$

$\Delta \text{Debt}_{it}$  = perbedaan nilai buku hutang jangka panjang perusahaan, pada  $t1$  dibandingkan dengan  $t0$ .

$\text{MTR}_{it}$  = dihitung dengan menggunakan teknik Manzon(1994), MTR yang diperoleh merefleksikan *present value* dari hutang pajak tambahan atas tambahan income.

$\text{FinDistress}_{it}$  diwakili oleh dua rasio keuangan yaitu:

- Rasio Total liabilities to Total Asset = TL/TA
- Rasio Current Liabilities to Total Asset = CL/TA

Kedua rasio ini diperoleh dari laporan keuangan masing-masing perusahaan sejak periode 2000 hingga 2005.

$\text{AgencyProb}_{it}$  akan mengakibatkan terjadinya risk shifting, underinvestment serta penggunaan cashflow. Pengukuran underinvestment menggunakan ukuran investment efficiencies yaitu:

PET/TA = rasio *plant and equipment* dengan total asset untuk menggambarkan *moral hazard* dari manajemen yang berpengaruh terhadap gejala *underinvestment*

FCF = *free cash flow*, menggambarkan besarnya dana yang tersedia untuk manajer untuk diinvestasikan secara maksimum. Diharapkan semakin besar FCF maka semakin besar pula kemungkinan manajer melakukan investasi.

AssymInformation<sub>it</sub> menggambarkan kepemilikan informasi yang tidak sama antara manajemen dengan pihak lain dan *signaling cost*. Variabel ini diwakili oleh:

DUMDIV = *dummy* variabel untuk *dividend paying firms*, dimana perusahaan yang melakukan pembayaran dividen dianggap memberikan signal positif tentang earningnya kepada investors sehingga mampu menerbitkan saham dengan biaya yang lebih murah.

Ketika pemilik perusahaan merasa bahwa sahamnya *overvalue*, maka diputuskan untuk menerbitkan saham baru untuk pendanaan perusahaan. Pasar merespon dengan mendiskon nilai saham yang ditawarkan karena mengetahui penerbitan saham baru dilakukan karena harga saham sudah *overvalue*. Ketika manajemen mengetahui *bad news*, maka penerbitan saham baru adalah upaya memindahkan kekayaan *uninformed investors* ke pemegang saham. Semakin besar porsi saham baru relatif terhadap saham yang ada menggambarkan semakin besar kesempatan untuk memindahkan kekayaan ke pemilik perusahaan. Sebagaimana McKie Mason (1990) dilusi kepemilikan ini direpresentasikan oleh rasio keuangan:

BV/MV = rasio antara *book value of stock* dengan *market value of stock*

#### Temuan Penelitian:

1. faktor pajak yang diproksi dengan variabel MTR (*Marginal Tax Rate*) berpengaruh terhadap pertumbuhan hutang jangka panjang pada gabungan seluruh perusahaan di ketiga negara. Selanjutnya pada tingkat negara, faktor pajak hanya berpengaruh di Korea Selatan.

2. Pada tingkatan sektor industri, faktor pajak berpengaruh pada sektor industri manufaktur Korea Selatan dan Thailand karena karakteristik industri dan insentif pajak yang diberikan. Untuk sektor industri konstruksi, pengaruh faktor pajak signifikan pada gabungan ketiga negara, namun untuk masing-masing negara tidak signifikan. Pada sektor industri lainnya di setiap negara, faktor pajak tidak berpengaruh.
3. Dengan penggunaan variabel ETR (*Effective Tax Rate*) untuk mewakili faktor pajak ditemukan bahwa faktor pajak tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan total utang pada setiap negara dan sektor industri.
4. Profitabilitas usaha tidak mendorong penggunaan hutang agar dapat memanfaatkan *tax shields* (hutang yang memperkecil pembayaran pajak) adapun profitabilitas diproksi dengan *profit margin*. Pada perusahaan dengan profitabilitas tinggi diseluruh negara dan sektor industri memiliki sumber pendanaan internal lebih besar sebagai sumber utama pendanaan selaras dengan *pecking order theory*.
5. Variabel kontrol masalah keagenan (*agency problem*) dan *signaling hypothesis* menunjukkan kontribusi yang berbeda-beda pada masing-masing negara dan sektor industri terhadap kemampuan menerangkan perubahan variabel dependen.

Implikasi dari Penelitian:

- Kebijakan pajak berupa penetapan tarif pajak yang lebih rendah (tinggi) dan pemberian (pencabutan) insentif pajak tidak dapat digunakan untuk mendorong perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan investasinya di Thailand dan Indonesia.
- Untuk pengembangan sektor industri, kebijakan perpajakan hanya dapat digunakan untuk mendorong pertumbuhan hutang perusahaan hanya pada sektor manufaktur di Korea Selatan dan Thailand.
- Secara keseluruhan efektifitas kebijakan pajak tergantung pada kelengkapan regulasi perpajakan dan implementasinya dilapangan serta tingkat kepatuhan terhadap peraturan pajak.

**Tabel II.1**  
**Ringkasan Penelitian Sebelumnya**

<b>Peneliti</b>	<b>Pertanyaan Penelitian Yang Diajukan</b>	<b>Metode Penelitian Yang Digunakan</b>	<b>Hasil Penelitian Beserta Implikasi dari Penelitian Yang Dilakukan</b>
Ofek (1993)	<p>a. Menguji hubungan antara struktur modal dan respons perusahaan terhadap <i>financial distress</i> jangka pendek</p> <p>b. Menguji hubungan antara struktur modal dan respons operasional juga respons finansial terhadap <i>financial distress</i></p>	<p>Regresi Multivariat</p> <p>Regresi Logistik</p>	<p>a. Respons perusahaan dengan tingkat utang tinggi secara operasional lebih intensif dibandingkan perusahaan dengan tingkat utang rendah.</p> <p>b. Respons dapat berupa restrukturisasi aset dan pemecatan karyawan</p> <p>c. Respons perusahaan dengan <i>high-leverage</i> juga secara finansial lebih dominan dibanding perusahaan yang <i>low-leverage</i>.</p> <p>d. Respons finansial berbentuk pengurangan dividen, restrukturisasi hutang, dan</p>

Peneliti	Pertanyaan Penelitian Yang Diajukan	Metode Penelitian Yang Digunakan	Hasil Penelitian Beserta Implikasi dari Penelitian Yang Dilakukan
			kebangkrutan
HZB (1994)	<p>a. Memperluas studi Bradley, Jarell, dan Kim (BJK, 1984) serta Titman dan Wessels. BJK melakukan regresi untuk mengetahui pengaruh atas pajak sesuai hipotesa DeAngelo dan Masulis (1980) yang menggunakan variabel <i>Non Debts Tax-Shields</i> (NDTS). Regresi dilakukan atas <i>firm specific debt to value ratio</i> terhadap NDTS</p> <p>b. Mengidentifikasi determinan struktur modal berdasarkan estimasi <i>long-run steady state equilibrium</i> yang diduga lebih <i>robust</i> dibandingkan <i>short-run contemporaneous relationship</i></p>	Regresi Data Panel dengan persamaan regresi multivariat	<p>a. Faktor-faktor <i>firm specific</i> dan <i>economic condition</i> yang mempengaruhi tingkat utang antara lain: <i>corporate tax rate</i> (t) berasosiasi positif dengan utang, NDTS berasosiasi negatif, <i>Size</i> (s) berhubungan positif, <i>growth</i> (g) berasosiasi positif, <i>capital market condition</i> (c) berasosiasi negatif, <i>inflation rate</i> berasosiasi positif sedangkan <i>earning volatility</i> masih tanda tanya</p> <p>b. Melalui model ADL diestimasi koefisien jangka panjang atas koefisien jangka pendek. Hasil estimasi terhadap berbagai</p>

Peneliti	Pertanyaan Penelitian Yang Diajukan	Metode Penelitian Yang Digunakan	Hasil Penelitian Beserta Implikasi dari Penelitian Yang Dilakukan
			faktor adalah t adalah positif-signifikan, NDTS negatif tidak signifikan, s positif signifikan, g negatif artinya berlaku <i>Pecking Order Hypothesis</i> , c negatif artinya pasar modal adalah substitusi utang, <i>inflation rate</i> adalah positif tidak signifikan dan <i>earning volatility</i> adalah negatif signifikan
Chandra (2007)	Menganalisis pengaruh <i>environment risk</i> , <i>corporate strategy</i> dan struktur modal terhadap produktivitas aktiva, kinerja keuangan dan nilai perusahaan pada perusahaan <i>go public</i> di Bursa Efek Jakarta	Model <i>Autoregressive Distributed Lag</i> (ADL)	Perusahaan yang tercatat dalam papan utama diduga mengikuti <i>free cash flow hypothesis</i> sedangkan perusahaan dipapan pengembang menerapkan <i>pecking order hypothesis</i> dalam struktur modalnya -pengaruh penerapan <i>corporate strategy</i> membantu menjelaskan lebih baik relasi antara struktur modal perusahaan dan nilai

Peneliti	Pertanyaan Penelitian Yang Diajukan	Metode Penelitian Yang Digunakan	Hasil Penelitian Beserta Implikasi dari Penelitian Yang Dilakukan
			perusahaan
Nainggolan (2009)	<p>a. Apakah faktior pajak berpengaruh terhadap pertumbuhan hutang jangka panjang dan total hutang pada perusahaan publik di Thailand, Korea Selatan, dan Indonesia untuk tingkat gabungan ketiga negara, masing-masing negara serta gabungan sektor industri</p> <p>b. Apakah profitabilitas perusahaan mempengaruhi pertumbuhan hutang perusahaan publik di Thailand, Korea Selatan, dan Indonesia terkait dengan pemanfaatan <i>tax shields</i> dari hutang untuk mengurangi beban pajak pada tingkat</p>	<p><i>Structural Equation Model</i> (SEM)</p> <p>Regresi data panel dengan persamaan regresi majemuk</p>	<p>a. faktor pajak yang diproksi dengan variabel MTR (<i>Marginal Tax Rate</i>) berpengaruh terhadap pertumbuhan hutang jangka panjang pada gabungan seluruh perusahaan di ketiga negara. Selanjutnya pada tingkat negara, faktor pajak hanya berpengaruh di Korea Selatan.</p> <p>b. Pada tingkatan sektor industri, faktor pajak berpengaruh pada sektor industri manufaktur Korea Selatan dan Thailand karena karakteristik industri dan insentif pajak yang diberikan. Untuk sektor industri konstruksi, pengaruh faktor pajak</p>

Peneliti	Pertanyaan Penelitian Yang Diajukan	Metode Penelitian Yang Digunakan	Hasil Penelitian Beserta Implikasi dari Penelitian Yang Dilakukan
	<p>gabungan ketiga negara, masing-masing negara serta gabungan sektor industri?</p> <p>c. Apakah asumsi-asumsi yang diterapkan MM yaitu kesamaan kepemilikan informasi antara pihak perusahaan dengan pihak luar perusahaan serta kesamaan motivasi manajer untuk senantiasa memaksimalkan kekayaan pemilik perusahaan jika direlaksasi berkontribusi terhadap pengujian pengaruh faktor pajak terhadap pertumbuhan hutang jangka panjang perusahaan?</p>	<p>Regresi data panel dengan persamaan regresi majemuk</p>	<p>signifikan pada gabungan ketiga negara, namun untuk masing-masing negara tidak signifikan. Pada sektor industri lainnya di setiap negara, faktor pajak tidak berpengaruh.</p> <p>c. Profitabilitas usaha tidak mendorong penggunaan hutang agar dapat memanfaatkan <i>tax shields</i> (hutang yang memperkecil pembayaran pajak) adapun profitabilitas diproksi dengan <i>profit margin</i>. Pada perusahaan dengan profitabilitas tinggi diseluruh negara dan sektor industri memiliki sumber pendanaan internal lebih besar sebagai sumber utama pendanaan selaras dengan</p>

Peneliti	Pertanyaan Penelitian Yang Diajukan	Metode Penelitian Yang Digunakan	Hasil Penelitian Beserta Implikasi dari Penelitian Yang Dilakukan
			<p><i>pecking order theory.</i></p> <p>d. Dengan penggunaan variabel ETR (<i>Effective Tax Rate</i>) untuk mewakili faktor pajak ditemukan bahwa faktor pajak tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan total utang pada setiap negara dan sektor industri.</p> <p>Variabel kontrol masalah keagenan (<i>agency problem</i>) dan <i>signaling hypothesis</i> menunjukkan kontribusi yang berbeda-beda pada masing-masing negara dan sektor industri terhadap kemampuan menerangkan perubahan variabel dependen.</p>

Sumber: Studi Literatur yang diolah peneliti

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian dari Nainggolan terkait dengan latar belakang teori yang digunakan, waktu penelitian, dan implikasi penelitian. *Pertama*, perbedaan yang berkaitan dengan latar belakang teori yaitu penelitian ini menggunakan landasan teori dari Baskin<sup>51</sup> yang menggunakan paradigma teori pendanaan *pecking order*, berbeda dari Nainggolan<sup>52</sup> yang memiliki tujuan penelitian untuk memperbaiki studi Graham<sup>53</sup> dan McKie-Mason<sup>54</sup> dalam menginvestigasi apakah faktor pajak berpengaruh dengan mengadopsi teori pendanaan *trade-off*.

*Kedua*, waktu (periode) penelitian ini berlangsung lebih panjang yaitu 8 tahun pengamatan dari Tahun 2000 sampai dengan Tahun 2007 berbeda dibandingkan dengan studi Nainggolan yang menggunakan periode penelitian lebih pendek, antara Tahun 2000 sampai dengan Tahun 2005 namun merupakan penelitian *cross country research* di Thailand, Korea Selatan, dan Indonesia. *Ketiga*, perbedaan menyangkut implikasi penelitian studi ini lebih terfokus kepada para pemangku kepentingan dalam pengambilan kebijakan perpajakan antara lain: Direktorat Jendral Pajak dan Badan Pengawas Pasar Modal – Lembaga Keuangan. Sejauh pembacaan peneliti, rekomendasi penelitian Nainggolan berbeda dari aspek metode penelitian yang dilakukan yaitu metode pengolahan data keuangan (statistik-kuantitatif) saja, sedangkan peneliti melakukan diskusi kelompok dengan narasumber berkompeten yang akan disajikan lebih mendetail dalam Bab III Metode Penelitian

## F. Instrumen Pendanaan

### *Repurchasing Agreement* (Repos)

Definisi *repurchasing agreement* atau *repo* banyak di jumpai pada berbagai literature keuangan, peneliti akan menjabarkannya sebagai berikut:

- a. Mishkin menyebutkan: "*Repurchasing Agreement are effectively short term loan (usually with of less than two week) in which treasury bills or*

<sup>51</sup> Jonathan Baskin, *op.cit.*, hal 26-35

<sup>52</sup> Pahala Nainggolan, *op. cit.*

<sup>53</sup> J.C. Greene, V.J. Caracelli, & W.F. Graham. (1989). *Towards a conceptual framework for Mixed-Method Evaluation Design: Educational Evaluation and Policy Analysis.*, hal 255

<sup>54</sup> J. K. McKie-Mason. (1990). *op.cit.*, hal 1471-1493

*other securities serve as collateral, an asset that lender receives if the borrower doesn't pay back the loan".*<sup>55</sup>

- b. Hampton menyatakan bahwa *Repurchasing Agreement (REPO)* adalah *"the sale of securities (stock, bond, commercial paper, treasury notes) by a dealer, bank or other institution to a company with an accompanying agreement that the dealer will repurchase the securities at a stipulated price at a specified date".*<sup>56</sup>

Transaksi *Repurchasing Agreement (Repo)* pada dasarnya adalah pengembangan dari transaksi pinjam-meminjam dengan jaminan (*secured loan*) dan transaksi jual-beli surat berharga di pasar keuangan. Ketidajelasan terhadap transaksi tersebut terutama perihal penilaian surat berharga yang dijadikan jaminan *repo*, penggunaan metode diskon dan margin terhadap surat berharga tersebut dan hak dan kewajiban yang melekat di dalam surat berharga tersebut termasuk hak dividen, kupon atau lain sebagainya sangat mirip dengan transaksi pinjam meminjam surat berharga (*securities lending and borrowing*) yang biasa dilakukan oleh pelaku pasar modal.

Sehingga atas transaksi *Repo* memerlukan karakteristik khusus yang membedakannya dengan transaksi lain. Hal tersebut sesuai dengan yang dijabarkan oleh Lumpkin yaitu *"repos are hybrid transactions that combine features of both secured loans and outright purchase and sale transactions but do not fit cleanly into either classification"*,<sup>57</sup> maka menurutnya ada beberapa karakteristik yang membedakan transaksi *Repurchasing Agreement* dengan *Securities Lending and Borrowing* yaitu sebagai berikut :<sup>58</sup>

- *Maturity* (jatuh tempo). Transaksi REPO merupakan transaksi jangka pendek kurang dari satu tahun, biasanya transaksi *REPO* mempunyai tenor paling lama 9 bulan tergantung kesepakatan

<sup>55</sup> Frederic S. Mishkin. (2001). *The Economic of Money, Banking, and Financial Market*. ( New York : Addison Wesley, hal 336

<sup>56</sup> John J. Hampton. (1989). *Financial Decision Making*. New Jersey : Prentice-Hall, hal 185

<sup>57</sup> Stephen A. Lumpkin. (1986). *Repurchase and Reserve Repurchase Agreement*. (Richmond : Federal Reserve Bank of Richmond, hal 50

<sup>58</sup> *Ibid*, hal 59

kedua belah pihak.

- *Principal Amounts (Nilai REPO)*. Nilai *REPO* disebutkan di dalam kontrak perjanjian antara kedua belah pihak, dengan denominasi mata uang yang disepakati kedua belah pihak.
- *Yields (Imbal hasil)*. Imbal hasil terkait dengan kompensasi atau pembayaran bunga atas transaksi *REPO*. Apakah dibayarkan perbulan ataukah sekaligus dengan perhitungan bunga yang disepakati oleh kedua belah pihak.
- *Determinants of REPO Rates (Suku bunga REPO)*. Suku bunga *REPO* tergantung kepada kesepakatan kedua belah pihak dan biasanya mengacu kepada bunga yang berlaku secara umum seperti *LIBOR (London Interbank Overnight Rates)*, atau suku bunga *SBI* yang ada di Indonesia. Semakin jelek kualitas surat berharga semakin besar suku bunga yang ditawarkan oleh penjual *REPO* (istilah ini biasanya digunakan kepada orang yang ingin meminjam uang dari pihak lain dengan menjaminkan surat berharga yang dimilikinya).

Menurut Bodie, Kane dan Marcus, terdapat dua jenis transaksi *Repurchasing Agreement* yaitu :<sup>59</sup>

- *Classic REPO* adalah transaksi janji beli kembali atas surat berharga yang telah dijual kepada pihak lain di kemudian hari dengan harga yang telah ditentukan sebelumnya.
- *Reverse REPO* adalah transaksi janji jual kembali atas surat berharga yang telah dibeli oleh salah satu pihak kepada pihak lain dengan harga yang telah ditentukan sebelumnya. Biasanya dengan harga yang lebih mahal dari harga perolehan surat berharga tersebut ketika dibeli.

Motivasi dilakukannya Transaksi *Repurchasing Agreement (REPO)* tidak berbeda dengan sumber pendanaan jangka pendek dimana pendanaan jangka

---

<sup>59</sup> Zvi Bodie, Alex Kane, Alan Markus. (1999). *Investment 4<sup>th</sup> Edition*. Singapore : Mc Grawhill, hal 35

pendek (*short term financing*) perusahaan dapat dilakukan dengan beberapa cara antara lain :<sup>60</sup>

- *Commercial paper*. Pendanaan jangka pendek dapat dilakukan melalui penerbitan *promissory notes* (wesel bayar) dengan jangka waktu kurang dari 270 hari. *Commercial paper* ini biasanya di jual kepada pihak lain yang mempunyai kelebihan dana.
- *Private loan*. Pendanaan jangka pendek dapat didapatkan melalui pinjaman jangka pendek kepada pemegang saham, atau pihak lain yang mempunyai hubungan istimewa dengan perusahaan efek tersebut.
- *Repurchasing Agreement (REPO)*. Kebutuhan dana jangka pendek perusahaan efek dapat dilakukan dengan melakukan transaksi *repurchasing agreement* terhadap persediaan surat-surat berharga perusahaan efek kepada pihak lain dengan harga, waktu dan bunga atau imbalan yang telah ditentukan sebelumnya. Umumnya transaksi ini dilakukan dengan tempo kurang dari satu tahun.

Selain itu Hampton menegaskan bahwa transaksi *Repo* merupakan transaksi yang cukup aman dan cukup berisiko karena *underlying* surat berharga yang ditransaksikan mensyaratkan likuiditas dipasar keuangan dibandingkan dengan menerbitkan *promissory notes*. Di dalam literatur lain tujuan dari transaksi *repurchasing agreement* surat berharga adalah memaksimalkan pengelolaan dana (*cash management*).<sup>61</sup> *Cash management* mempunyai tiga motif yaitu :<sup>62</sup>

- Motif transaksi yaitu kebutuhan kas untuk pembayaran-pembayaran kewajiban yang mungkin timbulkan di kemudian hari.
- Motif berjaga-jaga yaitu motif memegang uang kas untuk tujuan berjaga-jaga terhadap hal-hal yang tak terduga di kemudian hari.
- Motif spekulasi yaitu motif memegang uang kas dengan tujuan spekulasi dengan cara membeli surat-surat berharga dengan

<sup>60</sup> John J.Hampton. (1989). *Op.Cit.*, hal 436

<sup>61</sup> Sapto Rahardjo. (2004). *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta : Gramedia Pustaka Utama, hal 180

<sup>62</sup> Suad Husnan. (1993). *Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta : Penerbit Liberty, hal 135

harapan di masa yang akan datang terjadi kenaikan harga-harga surat berharga tersebut.

### ***Hybrid Financing***

*Hybrid Financing* adalah satu jenis pendanaan yang sifat dasarnya tidak jelas antara hutang dengan modal. *Hybrid financing* meliputi :<sup>63</sup>

1. *Participating loans*, yaitu pinjaman dimana bunga yang terhutang tergantung dari keuntungan yang diperoleh pihak peminjam. Di beberapa negara *participating loans* terkadang diberlakukan sebagai kontribusi modal.
2. *Convertible loans*, yaitu pinjaman dimana pihak peminjam dapat menukarkan hak atas bunga pinjaman yang diperolehnya dengan hak atas keuntungan dari saham. Di beberapa negara biasanya *convertible loans* diperlakukan sebagai pinjaman, sampai secara nyata dikonversi sebagai penyertaan saham. Dalam beberapa kasus terkadang diperlakukan sebagai modal.

---

<sup>63</sup> OECD. (Tanpa Tahun). *Thin Capitalisation, Taxation of Entertainers, Artistes and Sportsmen. Issues in International Taxation.*, hal 14-15

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### A. Pendekatan Penelitian

Dalam penulisan disertasi ini, peneliti melakukan pendekatan penelitian kualitatif dan kuantitatif. Kedua pendekatan ini dilakukan untuk menjawab pertanyaan penelitian yang tidak sepenuhnya dapat dijawab dengan salah satu pendekatan tersebut, dan memang dalam realisasi praktis, sering sulit membedakan secara sempurna kedua pendekatan tersebut.

Greene<sup>64</sup> sebagaimana dikutip oleh Creswell menyebutkan lima tujuan pendekatan gabungan antara kuantitatif dan kualitatif:<sup>65</sup>

1. *Triangulation in the classic sense of seeking convergence of result.*
2. *Complementary, in that overlapping and different facets of phenomenon may emerge.*
3. *Developmentally, where in the first method is issued sequentially to help inform the second method.*
4. *Initiation, where in contradictions and fresh perspectives emerge.*
5. *Expansion, where in the mixed methods and scope and breath to study.*

#### B. Jenis Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian deskriptif dengan pengumpulan data kuantitatif guna pengujian hipotesis. Pertimbangan peneliti menggunakan metode penelitian deskriptif karena akan melakukan penggambaran secara rinci mengenai praktek yang berlaku di perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam melakukan pilihan keputusan pendanaan melalui pinjaman (*loan*) atau modal sendiri (*equity*).

---

<sup>64</sup> J.C. Greene, V.J. Caracelli, & W.F. Graham, *op.cit.*, hal 255-274

<sup>65</sup> Jhon W. Creswell. (1994). *Research Design: Qualitative, Quantitative and Mixed Methods Approaches*. London: Sage Publications., hal 136

Di samping itu, peneliti juga akan membahas secara rinci mengenai peraturan-peraturan berkaitan dengan kebijakan perpajakan dalam pembiayaan baik yang menggunakan *loan* ataupun *equity* di Bursa Efek.

### C. Sumber Data Penelitian

Dalam rangka mendapatkan gambaran yang lengkap dan komprehensif mengenai obyek penelitian, maka peneliti akan menggunakan data kuantitatif berupa laporan keuangan selama kurun waktu 8 tahun. Laporan keuangan perusahaan publik dikategorikan dalam data primer penelitian yang akan ditunjang dengan data sekunder penelitian.

Berikut ini adalah untaian data yang diperlukan dalam penelitian ini antara lain:

1. Data Primer sebagai data utama penelitian ini ialah jumlah hutang perusahaan, laba bersih perusahaan, total aset yang dimiliki, profitabilitas perusahaan, dan biaya bunga perusahaan.
2. Data Sekunder sebagai data pendamping yang melengkapi data utama ialah peraturan berupa Undang-Undang Perpajakan, Surat Keputusan dan peraturan yang berada pada hierarki dibawahnya

### D. Studi Literatur dan Studi Lapangan

#### Studi Literatur

Studi Kepustakaan dilakukan dengan membaca dan mempelajari beberapa buku / literatur, jurnal, karya ilmiah (*paper*) terbitan lain yang terkait. Sebagai dasar melakukan analisis, Creswell memberikan pedoman dalam melakukan *review* literatur sebagai berikut :<sup>66</sup>

1. *Begin with journal*
2. *Next review related topic*
3. *Follow their research by reading recent conference paper on a topic*

---

<sup>66</sup> *Ibid*, hal 27-28

4. *If time permits, look at the abstract of the dissertation in dissertation abstracts later national.*

### Studi Lapangan

Peneliti juga melakukan studi lapangan melalui pelaksanaan *focus group discussion* (FGD). Peneliti melakukan FGD yang melibatkan semua kalangan, yakni: pihak perusahaan sekuritas, konsultan pajak, akademisi dan pihak Direktorat Jenderal Pajak. *FGD* dimaksudkan untuk mendapatkan gambaran yang komprehensif terkait dengan topik penelitian terutama memperkuat dan triangulasi dari temuan kuantitatif yang telah dilakukan. Sehingga penelitian ini semakin bervariasi dari sisi hasil yang berguna memperkuat teori yang berlaku kebijakan *financing decision* yang berlaku – *static trade off* atau *pecking order*.

Fern menyatakan bahwa FGD dapat difungsikan menjadi tiga fungsi utama yaitu: fungsi *exploratory* bagi terciptanya ide baru, pengumpulan gagasan unik dan seterusnya, fungsi *experiential focus group* dapat memberikan kesempatan bagi pengambil keputusan untuk mengamati “perilaku alami” dari para peserta yang didisain sebagai personifikasi daripada populasi. Selain kedua fungsi: *exploratory* dan *experiential*, ada pula fungsi *clinical focus group* yang digunakan untuk melihat akibat atau dampak penerapan suatu kebijakan misalnya strategi pemasaran produk.<sup>67</sup> Detail dari 3 fungsi FGD dijelaskan dalam tabel dibawah ini:

**Tabel III.1**  
**Fungsi FGD dalam Penelitian Akademik**

<i>Exploratory</i>	<i>Clinical</i>	<i>Experiential</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Menghasilkan konstruk teoritis</li> <li>➤ Mengembangkan: model, hipotesis, teori</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Menjelaskan: keyakinan, perasaan, dan perilaku</li> <li>➤ Mengungkapkan alasan-alasan preferensi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Triangulasi dari riset kuantitatif</li> <li>➤ Memperkuat model, hipotesis, teori</li> </ul>

Sumber : Edward F. Fern dalam bukunya “*Advanced Focus Group Research*” Tahun 2001 dalam Aristonandri (2006)

<sup>67</sup> Edward F. Fern. (2001). *Advanced Focus Group Research*. London: Sage Publications, hal 4

### E. Batasan Penelitian

Dalam rangka fokus penelitian, peneliti membuat pembatasan penelitian ini kepada beberapa fokus sebagai berikut:

1. Kebijakan perpajakan pada pajak penghasilan badan yang melakukan go publik dan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia, yang melakukan pinjaman pada pihak ketiga, atau perbankan.
2. Mengingat krisis moneter 1997-1999 menimbulkan efek langsung bagi semua perusahaan yang terdaftar sehingga bila memulai periode penelitian dari waktu itu akan bias dari deviasi data emiten, maka peneliti hanya meneliti kurun waktu 8 Tahun antara 2000-2007. Dalam disertasi ini Tahun 2008 tidak disertakan disebabkan pada saat penelitian dilakukan laporan keuangan belum selesai.
3. Peneliti lebih mendasarkan pada data laporan keuangan baik neraca maupun rugi laba, sehingga dapat saja faktor-faktor mendasar atas kelemahan-kelemahan laporan keuangan tidak dapat dihindari, misalnya adanya faktor non-finansial yang mempengaruhi keuangan perusahaan.

### F. Model Penelitian

Untuk menganalisis bagaimana pilihan perusahaan publik dalam keputusan pendanaannya dan mengidentifikasi kebijakan manakah yang lebih berpengaruh antara menggunakan modal sendiri (*free cash flow*) atau memanfaatkan utang dalam keputusan pendanaannya, studi ini mengadaptasi model dari studi Baskin. Untuk menguji *pecking order* dan *static trade-off* dapat menggunakan persamaan regresi multivariat (Asnawi dan Wijaya)<sup>68</sup> sebagai berikut :

$$\text{Leverage } t_{i,t} = \alpha + \beta \text{ Earning}_{i,t} + \beta X_1 + \dots + \beta X_n + \varepsilon$$

<sup>68</sup> Said Kelana Asnawi & Chandra Wijaya. (2006). *Metodologi Penelitian Keuangan: Prosedur, Ide dan Kontrol*. Yogyakarta: Graha Ilmu, hal 162.

- Hipotesa penelitian:

$H_0$  = Adanya laba tidak meningkatkan leverage (*pecking order hypothesis*;  $\beta \leq 0$ )

$H_a$  = Adanya laba akan meningkatkan leverage (*static trade-off hypothesis*;  $\beta > 0$ )

Dimana:

$Leverage_{i,t}$  = Rasio utang dan utang tambah modal perusahaan i untuk tahun fiskal t,

$Earning_{i,t}$  = Laba yang diperoleh perusahaan i untuk tahun fiskal t

$X_n$  = Variabel independen lainnya yang ditentukan berdasarkan temuan penelitian empiris sebelumnya antara lain: ( $X_1$ ) *FIRM SIZE*, ( $X_2$ ) *PROFITABILITY*, ( $X_3$ ) *GROWTH OPPORTUNITY*.

Selain variabel *leverage* peneliti juga menggunakan *Debt* sebagai *proxy* untuk menguji konsistensi hasil regresi (1) melalui persamaan regresi (2) sebagai berikut:

$$Debt_{i,t} = \alpha + \beta Earning_{i,t} + \beta X_1 + \dots + \beta X_n + \varepsilon \dots\dots\dots (2)$$

Hipotesis penelitian:

$H_0$  = Adanya laba akan menurunkan utang (*pecking order hypothesis*;  $\beta < 0$ )

$H_a$  = Adanya laba tidak akan menurunkan utang (*static trade-off hypothesis*;  $\beta \geq 0$ )

Dimana:

$Debt_{i,t}$  = Total utang perusahaan i untuk tahun fiskal t

$Earning_{i,t}$  = Laba yang diperoleh perusahaan i untuk tahun fiskal t

$X_1 = \dots = X_n$  = Variabel independen lainnya yang ditentukan berdasarkan temuan empiris penelitian sebelumnya antara lain: ( $X_1$ ) *FIRM SIZE*, ( $X_2$ ) *PROFITABILITY*, ( $X_3$ ) *GROWTH OPPORTUNITY*

### G. Populasi dan Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini populasi adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara Tahun 2000 sampai dengan Tahun 2007. Sampel penelitian sejumlah 109 perusahaan publik (emiten bursa) dengan kriteria-kriteria sebagai berikut:

- a. Perusahaan yang berhutang melalui mekanisme pendanaan dilaur laba ditahan selama periode 2000-2007
- b. Perusahaan tidak pernah mengalami *delisting* dari Bursa Efek Indonesia.
- c. Laporan keuangan perusahaan adalah lengkap yang dikompilasi dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) untuk verifikasi telah dilakukan kepada laporan keuangan emiten ke Bursa Efek Indonesia serta Bapepam-LK
- d. Perusahaan termasuk dalam kategori 8 sektor yang terdapat dalam klasifikasi industri Bursa Efek Indonesia kecuali sektor keuangan

Pada tabel dibawah ini disajikan perkembangan jumlah emiten yang terdaftar, jumlah emiten yang dihapus dari pencatatan di Bursa (*delisting*), dan jumlah emiten yang masuk kriteria sampel berdasarkan kriteria tertera diatas.

**Tabel III.2**  
**Jumlah Emiten, *Delisting Firms* dan Jumlah Sampel**

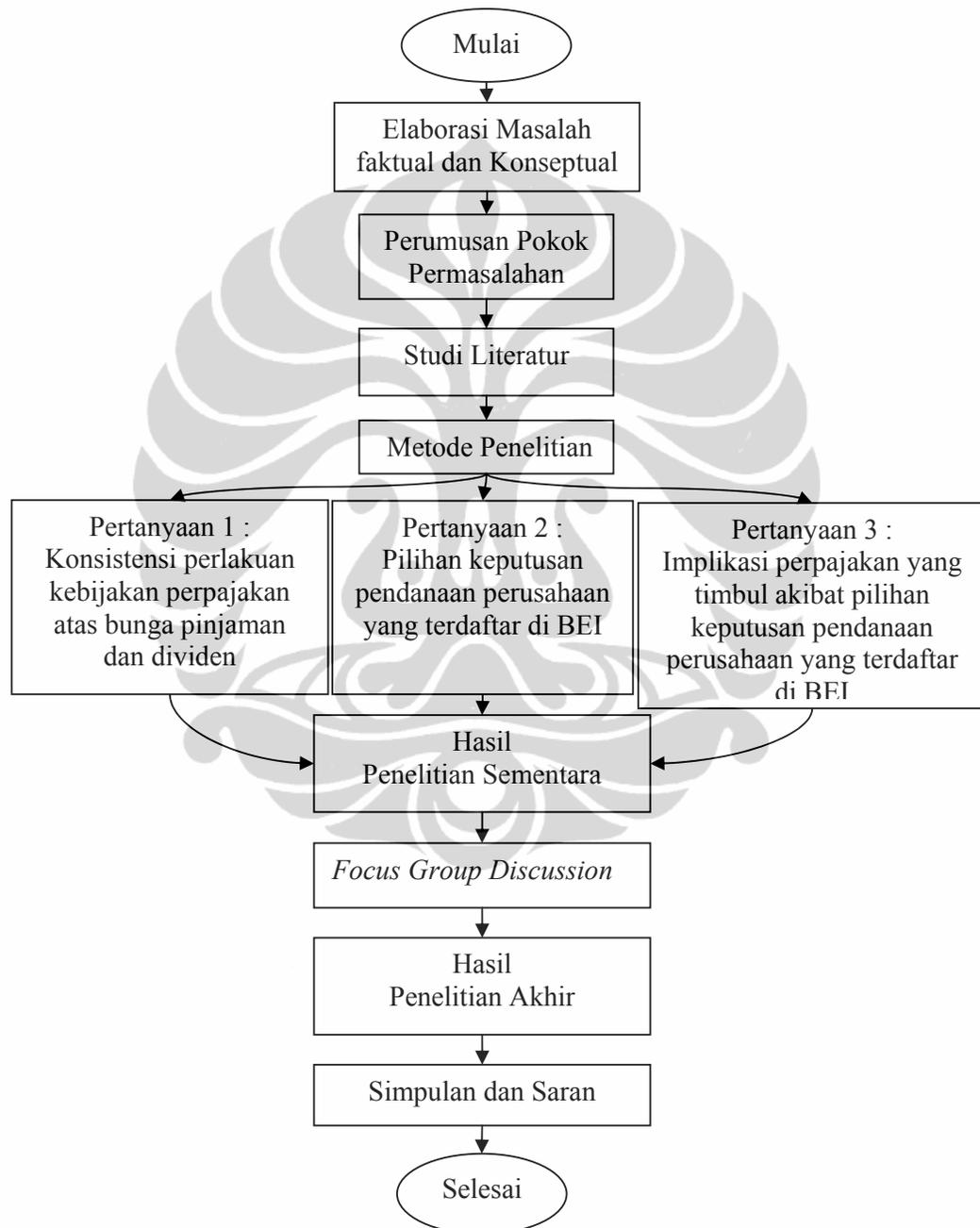
Tahun Penelitian	Jumlah Emiten terdaftar	Jumlah Emiten Delisting	Jumlah Sampel Peneltian
2000	209	3	109
2001	304	1	109
2002	320	3	109
2003	322	3	109
2004	331	9	109
2005	343	2	109
2006	353	3	109
2007	374	3	109

Sumber : pengolahan data dari laporan tahunan BEI

## H. Tahapan Penelitian

Dalam penelitian ini dilakukan beberapa tahap-tahap penelitian yang diuraikan dalam skema dibawah ini :

**Bagan III.1**  
**Tahap-Tahap Penelitian**



Sumber : tahapan penelitian diolah oleh Peneliti

Untuk menjawab pertanyaan penelitian kedua dilakukan regresi multivariat dengan langkah sebagai berikut :

Pertama, dilakukan pemeriksaan atas multikolinieritas, heteroskedasitas dan autokorelasi akan dilakukan dengan perangkat pengujian yang tersedia pada *software* pengolah data. Dalam pada itu, peneliti akan menjelaskan terlebih dahulu satu per satu pengujian asumsi klasik tersebut sehingga parameter regresi dapat digunakan dalam inferensi akan dilakukan pengujian normalitas atas residual hasil regresi.

Kedua, Regresi Multivariat yang digunakan untuk menguji hipotesis apakah yang berlaku dalam keputusan pendanaan perusahaan publik mencakup uji koefisien determinasi, uji F dan uji t. Peneliti juga memberikan interpretasi atas model regresi multivariat yang dihasilkan dari *output* pengolahan data terutama pengolahan seluruh sampel untuk seluruh periode penelitian

Ketiga, melakukan perbandingan hasil dengan penelitian sebelumnya di dalam negeri apakah ditemukan persamaan hasil atau bisa saja perbedaan dari temuan sebelumnya. Selain perbandingan, peneliti akan mendiskusikan lebih jauh koefisien hasil yang bernilai positif maupun negatif mempunyai interpretasi dibalik angka dan berguna menjelaskan perilaku perusahaan yang *go public* berdasarkan pengujian statistika.

## BAB IV

### DESKRIPSI KEBIJAKAN PERPAJAKAN ATAS BUNGA PINJAMAN DAN DIVIDEN PERUSAHAAN PUBLIK YANG TERDAFTAR DI BEI

#### A. Perlakuan Biaya Bunga atas Pinjaman Dan Dividen

Dalam usaha perdagangan barang maupun usaha produksi masalah memanfaatkan dana pinjaman adalah hal yang lazim. Pinjaman pada dasarnya dapat mempercepat kelancaran usaha, dan juga meningkatkan laba, tetapi bila kurang hati-hati dapat membawa kebangkrutan perusahaan.

Hal yang terkait langsung dengan pinjaman ialah bunga pinjaman. Dalam kaitannya dengan perhitungan penghasilan kena pajak, bunga pinjaman dapat dikurangkan sebagai unsur biaya, sebagaimana diatur dalam Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan, sebagaimana telah diubah dan terakhir dalam Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 dalam Pasal 6 ayat (3). Dalam kaitannya dengan perlakuan bunga pinjaman (*interest expense*) baik dari kalangan profesi akuntansi dan peraturan perpajakan, cenderung sama, yaitu mengakui sebagai beban. Pihak Pajak dalam hal ini Pemerintah, melihat lebih detail lagi, yakni kewajaran dalam tarif bunga dan beserta perbandingan antara jumlah pinjaman dengan modal. Untuk memperjelas aplikasi perlakuan bunga pinjaman akan peneliti uraikan dalam bagian B pada Bab IV dengan contoh kasus tertentu.

Agak berbeda dari bunga pinjaman, definisi dividen menurut Pajak Penghasilan yang terdapat dalam penjelasan Pasal 4 Ayat (1) huruf g Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 sebagaimana telah diubah dengan Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2000 Undang-Undang Pajak Penghasilan (UU PPh), ditegaskan bahwa dividen merupakan bagian laba yang diperoleh pemegang saham atau pemegang polis asuransi atau pembagian sisa hasil usaha koperasi yang diperoleh anggota koperasi.<sup>69</sup> Setidaknya yang termasuk dalam dividen berjumlah dua belas (12) jenis *item* yang masih termasuk dalam pengertian dividen. Jadi nampak sekali bahwa pengertian dividen bersifat sangat luas tidak terbatas pada pembagian dividen yang formal saja (dividen tunai). Terlebih lagi dibagian akhir penjelasan

---

<sup>69</sup> Titis Sosro Triraharjo. (2009). *Makalah yang disajikan dalam rangka FGD pada hari Senin tanggal 9 November 2009*

Pasal 4 Ayat (1) huruf g juga ditambahkan pengertian dividen terselubung yang intinya pembagian laba namun mengambil bentuk lain agar tidak terlihat seperti dividen.

Contoh dividen *terselubung* misalnya dalam hal pemegang saham yang menyetor penuh modalnya dan memberikan pinjaman kepada perseroan dengan imbalan bunga yang melebihi kewajiban. Apabila terjadi hal seperti itu, maka selisih lebih antara bunga yang dibayarkan dengan tingkat bunga yang berlaku dipasar, dapat diperlakukan sebagai dividen. Bagian bunga yang diperlakukan sebagai dividen tidak boleh dibebankan sebagai biaya oleh perseroan yang bersangkutan. Peneliti juga akan menguraikan pembagian laba dalam bentuk saham bonus yang termasuk dalam pengertian dividen.

Agaknya tidak semua saham bonus merupakan dividen sebagaimana dijelaskan dalam Pasal 1 Peraturan Pemerintah (PP) Nomor 138 Tahun 2000. Dalam menghitung penghasilan berupa dividen tidak termasuk pemberian saham bonus yang dilakukan tanpa penyetoran yang berasal dari: *pertama*, kapitalisasi agio saham kepada pemegang saham yang telah menyetor modal atau membeli saham di atas harga nominal sepanjang jumlah nilai nominal saham yang dimilikinya setelah pembagian saham bonus tidak melebihi jumlah setoran modal. *Kedua*, kapitalisasi selisih lebih revaluasi aktiva tetap sebagaimana dimaksud dalam Pasal 19 Ayat (1) UU PPh.

#### **B. Ketentuan Perbandingan Antara Jumlah Besar Pinjaman Dengan Modal (*Debt Equity Ratio*)**

Dalam rangka mengamankan penerimaan negara, pemerintah bersama Dewan Perwakilan Rakyat (DPR) telah mengatur melalui Pasal 4 ayat (1) huruf (g) Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan, sebagaimana beberapa kali diubah terakhir dalam Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 yang berbunyi :

“yang menjadi obyek pajak adalah penghasilan atau diperoleh wajib pajak, baik yang berasal dari Indonesia maupun Luar Indonesia yang dapat dipakai untuk konsumsi atau untuk menambah kekayaan wajib pajak yang bersangkutan dengan nama dan dalam bentuk apapun: termasuk dividen dari perusahaan asuransi kepada pemegang polis, dan pembagian sisa hasil usaha koperasi”.

Menteri Keuangan dalam keputusannya Nomor 1002/KMK.04/1984 Tanggal 8 Oktober 1984, telah menetapkan kebijakan sebagai berikut :

1. Jumlah kepentingan penghitungan Pajak Penghasilan, dan modal sendiri (*Debt Equity Ratio*) ditetapkan setinggi-tingginya tiga banding satu (3:1)
2. Pengertian jumlah hutang adalah saldo rata-rata tiap akhir bulan dari seluruh hutang baik jangka panjang maupun jangka pendek, selain hutang dagang.
3. Pengertian modal sendiri ialah jumlah modal yang disetor pada akhir tahun pajak termasuk laba yang tidak dan atau belum dibagikan.

Dengan adanya ketentuan tersebut Pemerintah menyadari bahwa pinjaman yang berlebihan dapat mengurangi penerimaan pajak, dan jumlah pinjaman yang diklarifikasikan melebihi kewajaran bila *Debt Equity Ratio* yaitu lebih dari 3:1.

Dalam merealisasi pelaksanaan kegiatan tersebut menimbulkan banyak protes (keberatan) dari kalangan pengusaha. Dalam praktek di lapangan, banyak terjadi besarnya pinjaman melebihi ketentuan *Debt Equity Ratio* 3:1. Sebagai akibat adanya krisis moneter dimana perusahaan yang semula tidak melanggar ketentuan, secara tak sengaja akhirnya melanggar ketentuan. Untuk lebih mudah memberikan gambaran, peneliti memberikan ilustrasi sebagai berikut :

PT "X" mempunyai hutang luar negeri sebesar \$ 1000, dan harta sebesar Rp 3.750.000,00 dan modal sebesar Rp 1.250.000 pada tanggal tertentu sebelum krisis moneter dengan kurs 1\$ = Rp 2500, sehingga dalam neraca tampak sebagai berikut:

**Tabel IV.1**  
**Neraca**  
**Per tanggal tertentu**  
**Sebelum Krisis Moneter**

Assets	3.750.000	Hutang	2.500.000
		(\$1,000)	
		Modal	1.250.000
Total	3.750.000	Total	3.750.000

Dari tabel Nomor IV.1 terlihat bahwa *Debt Equity Ratio* sebesar Rp 2500.000 : Rp 1250.000 = 2:1. Karena terjadi krisis moneter, dimana kurs USD

meningkat dari Rp. 2.500,-/USD menjadi Rp. 10.000,-/USD sehingga hutang dalam rupiah menjadi Rp 10.000.000 dan waktu bersamaan modal turun akibat ada kerugian sebesar  $(Rp\ 10.000 - Rp\ 2500) \times 1000$  atau Rp 7.500.000 sehingga *Debt Equity Ratio* menjadi Rp 10.000.000 : Rp 1.250.000 atau 4:1.

**Tabel IV.2**  
**Neraca**  
**Per tanggal tertentu**  
**Setelah Krisis Moneter**

Assets	3.750.000	Hutang	10.000.000
		Modal	1.250.000
		Rugi	(7.500.000)
Total	3.750.000	Total	3.750.000

Akibat adanya ketentuan tersebut, maka perusahaan (wajib pajak) mengalami kesulitan dalam dua hal: pertama, adanya beban kerugian yang tak terelakan akibat adanya kenaikan kurs. Kedua, biaya bunga yang benar-benar terjadi tidak diakui sepenuhnya.

Menyadari adanya keluhan masyarakat wajib pajak tersebut, pemerintah melalui Menteri Keuangan Nomor 254/KMK.01/1985, Tanggal 8 Maret 1985, dengan pertimbangan untuk tidak menghambat perkembangan dunia usaha, menunda atau menangguhkan sampai saat yang ditentukan kemudian oleh Menteri Keuangan. Pada situasi perekonomian saat ini, dimana kurs valuta relatif stabil pada kisaran Rp 9.500,00 sampai dengan Rp 10.850 seharusnya pemerintah harus mulai mengatur kembali masalah *Debt Equity Ratio*.

### **C. Perlakuan Pajak Atas Dividen**

#### Periode Tahun 1959 -1969

Pemerintah Indonesia pada tahun 1959 secara khusus membuat kebijakan pengenaan pajak atas dividen, yakni melalui Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang tentang Perubahan dan Tambahan Ordonansi Pajak Perseroan 1925 (Staatbald 1925 Nomor 319) sebagaimana telah diubah terakhir melalui Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang Nomor 12 Tahun 1959,

lembaran Negara 1954 Nomor 106 mengatur obyek pajak dividen, tanda-tanda laba dan surat-surat obligasi yang berhak atas keuntungan. Besarnya pajak dividen diatur dalam Bab II Pasal 5 yakni sebesar 20% dan yang berhak memungut dan menyetor adalah pemberi hasil dan sifat pemungutan adalah di muka (*voorneffing*) sanksi bagi badan yang memberi hasil tidak memotong dan menyetor pajak atas dividen ialah berupa tambahan 200%. Masa daluwarsa adalah lima tahun.

Walaupun namanya adalah pajak dividen, ternyata dalam Pasal 3 tidak hanya berupa pembagian keuntungan dividen kepada pemegang saham, tetapi lebih luas, yaitu meliputi :

- a. Pemberian keuntungan, dengan nama atau dalam bentuk apapun juga, dalam hal ini termasuk bagian keuntungan yang diberikan atas surat-surat obligasi.
- b. Pembayaran kembali karena likuidasi yang melebihi jumlah modal yang telah disetorkan.
- c. Pemberian saham bonus yang dilakukan dengan tiada setoran.
- d. Tambahan modal tanpa ada setoran.
- e. Pembayaran kembali modal yang telah disetorkan jika tahun-tahun sebelumnya ada sisa laba.
- f. Bunga atas surat-surat obligasi.

Tidak dikenakan pajak bila:

- a. Penerima dividen adalah pemerintah
- b. Badan penerima paling sedikit menjadi pemegang saham langsung dan tidak timbal balik untuk  $\frac{1}{4}$  bagian dari modal yang disetor, dan pemilikan saham sudah dalam dua belas bulan terakhir.

Peneliti melihat bahwa pemerintah pada masa itu telah berani melakukan langkah untuk membuat peraturan pemerintah pengganti undang-undang demi penerimaan keuangan negara, dan akhirnya oleh Dewan Perwakilan Rakyat Gotong Royong telah dikukuhkan menjadi Undang-Undang yakni pada tanggal 5 Juli 1969 (Undang-Undang Pajak Dividen Nomor 7 Tahun 1969).

Dari substansi menyatakan bahwa Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1969 atau Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang Nomor 12 Tahun 1959

telah menyamakan (mencampuradukan) antara pengertian dividen dengan *Capital Gain*, serta bunga atas pinjaman. Demikian juga telah menyamakan antara pinjaman dengan modal saham, sehingga bertentangan atau tidak sejalan dengan Undang-undang Pajak Perseroan. Pemegang saham adalah pemilik perusahaan sedangkan Pemegang Surat Obligasi adalah kreditur yang bukan pemilik. Mempersamakan dividen dengan bunga obligasi tidaklah tepat, karena bunga obligasi tetap harus dibayar walaupun perusahaan rugi sedangkan dividen sangat bergantung dari laba atau rugi perusahaan.

Dalam ketentuan tersebut belum mengatur mengenai dividen atau bunga bagi perusahaan yang telah *go public*, karena pada masa tersebut bursa efek tidak berjalan.

#### Periode Tahun 1970-1983

Undang-Undang Pajak Dividen Tahun 1959 telah dilakukan perubahan melalui Undang-Undang tentang perubahan dan tambahan Undang-Undang pajak dividen 1959 pada tanggal 17 Agustus 1970, sesuai dengan lembaran Negara Nomor 45 Tahun 1970.

Perubahan pokok dari Undang-Undang Pajak Dividen 1959 menjadi Undang-Undang Nomor 10 Tahun 1970 antara lain meliputi :

1. Merubah nama dari Undang-Undang Pajak Dividen 1959 dirubah menjadi Undang-Undang Pajak atas Bunga, Dividen, Royalti 1970.
2. Memperluas dan memperjelas obyek pajak yang tidak terutang pajak, misalnya:
  - a. Penerimaan bunga dari nasabah bagi industri perbankan.
  - b. Penerimaan bunga oleh seseorang sepanjang tidak melebihi jumlah tertentu yang ditetapkan oleh Menteri Keuangan.
  - c. Berupa bunga dan royalti, sepanjang bunga dan royalti itu bagi si pemberi hasil tidak merupakan biaya.
  - d. Pemberian saham bonus, sepanjang untuk memperluas modal akibat adanya revaluasi aktiva.

### Periode Tahun 1983 – 2009

Reformasi di bidang perpajakan telah dimulai pada Tahun 1983, yakni dengan diberlakukannya Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan sebagaimana telah beberapa kali berubah terakhir dengan Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008. Perubahan mendasar dalam reformasi perpajakan ialah dari sistim *Official Assesment* menjadi *Self Assesment*, yakni dari besarnya pajak ditetapkan oleh pihak pemerintah beralih dihitung oleh wajib pajak. Penyempurnaan terus dilakukan dalam rangka lebih menjamin kepastian hukum wajib pajak serta juga dalam rangka lebih mengamankan penerimaan negara, dan memajukan perekonomian. Sampai dengan Tahun 2009 penyempurnaan dan perubahan dari Tahun 1983 telah dilakukan empat kali, yaitu :

1. Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1991
2. Undang-Undang Nomor 10 Tahun 1994
3. Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2000, dan
4. Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008.

Sejak Tahun 1983 ketentuan mengenai pajak atas bunga, dividen, dan royalti biasa disebut juga PBDR, telah digabungkan dalam satu kesatuan ialah Pajak Penghasilan, yang diatur dalam Pasal 4 Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 dalam Pasal 4 mengatur mengenai obyek pajak secara rinci termasuk pengertian secara umum. Dalam hal dividen secara tegas disebutkan dalam Pasal 4 ayat (1) huruf (g) bahwa dividen dengan nama dan dalam bentuk apapun, termasuk dividen dan dividen perusahaan asuransi kepada pemegang polis dan pembagian sisa hasil usaha koperasi adalah penghasilan yang dikenakan pajak.

Besarnya tarif pajak atas dividen sesuai ketentuan dapat bersifat progresif sesuai lapisan besarnya penghasilan, tetapi dapat juga bersifat final. Sesuai Pasal 4 ayat (2) huruf (e), tarif pajak penghasilan atas penghasilan tertentu dapat dikenakan pajak bersifat final. Peraturan Pemerintah Nomor 19 Tahun 2009 Pajak Penghasilan atas dividen yang diterima atau diperoleh wajib pajak orang pribadi dalam negeri dikenakan tarif final sebesar 10%, kecuali yang diterima oleh Badan.

Ketentuan ini berlaku umum apakah pemberi dividen terdaftar di Bursa Efek atau tidak. Bagi wajib pajak dalam negeri yang menerima dividen dikenakan

potongan pajak sesuai Pasal 23 sebesar 15% dan tidak final, sedangkan bila penerima dividen adalah wajib pajak luar negeri sesuai Pasal 26 dikenakan potongan pajak sebesar 20% dan final.

Dari ketentuan tersebut jelas terdapat beberapa hal yang perlu dicermati, yaitu :

- a. Terdapat diskriminatif perlakuan pajak atas dividen, yakni bagi wajib pajak Badan dikenakan tarif sesuai Pasal 17 yang mencapai 28 % sedangkan wajib pajak pribadi hanya dikenakan final sebesar 10 %.
- b. Wajib pajak luar negeri apakah badan atau perorangan dikenakan pajak sesuai Pasal 26 sebesar 20 %.
- c. Terdapat pengenaan pajak berganda pada dividen yang diterima oleh wajib pajak perorangan selaku pemegang saham, yakni pada saat perusahaan memperoleh laba dikenakan pajak sesuai tarif Pasal 17, dan dikenakan lagi final sebesar 10 % untuk wajib pajak dalam negeri dan luar negeri dikenakan lagi sesuai Pasal 26.
- d. Tidak ada ketentuan yang berbeda, tarif pajak antara dividen yang dibayar oleh perusahaan yang terdaftar di BEI dan yang tidak terdaftar di BEI

#### **D. Perlakuan Pajak Atas Bunga Pinjaman**

Dalam menjalankan operasional perusahaan baik usaha perdagangan barang & jasa, *manufacturing*, termasuk juga usaha nirlaba, masalah pinjaman sering dilakukan oleh manajemen. Pinjaman pada dasarnya dapat memperlancar usaha, meningkatkan laba, tetapi bila kurang hati-hati dapat membawa kebangkrutan perusahaan.

Hal yang terkait langsung dengan pinjaman ialah beban bunga (*interest*). Dalam kaitannya dengan perhitungan penghasilan kena pajak, beban bunga pinjaman diperkenankan sebagai unsur pengurang sebagaimana diatur dalam Pasal 6 ayat (1) huruf (b).

#### Periode Tahun 1925 -1983

Ketentuan mengenai Pajak Penghasilan telah mulai diatur Tahun 1925 yang dikenal dengan Ordonansi Pajak Perseroan Tahun 1925. Dalam Undang-

Undang tersebut, masalah beban bunga apakah dapat dipotongkan dalam menghitung Pajak Penghasilan (Laba Kena Pajak) tidak diatur secara tegas dan khusus.

Dalam Pasal 4 ayat (1), diatur bahwa dalam menghitung jumlah Pajak Perseroan yang harus dibayar, maka jumlah keuntungan kotor perusahaan dapat dikurangi dengan biaya-biaya untuk mendapatkan, menagih dan untuk memastikan keuntungan itu (*Kohsten tot veiwerving, inning en behaud vande voe delen*). Dianggap biaya mendapatkan, menagih, atau memelihara keuntungan ialah biaya-biaya yang menurut adat kebiasaan pedagang yang baik dan dapat dianggap biaya oleh perusahaan.

Dari uraian di atas terbaca bahwa dalam Undang-Undang Pajak Perseroan tidak secara tegas menyebut masalah perlakuan bunga pinjaman. Dalam praktiknya biaya bunga diakui sebagai beban (biaya) dan dapat dikurangkan dalam menghitung keuntungan bersih.

#### Periode Tahun 1983-2009

Dalam Tahun 1983 sebagai awal reformasi perpajakan, pemerintah telah memberlakukan Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 sejak 1 Januari 2004. Dalam Pasal 6 ayat (1) menegaskan bahwa “Besarnya penghasilan kena pajak, ditentukan oleh penghasilan bruto dikurangi biaya untuk mendapatkan, menagih dan memelihara penghasilan itu, meliputi biaya pembelian bahan, upah dan gaji karyawan termasuk bonus atau gratifikasi, honorarium, bunga, sewa, royalty, biaya perjalanan, piutang yang tidak dapat ditagih, premi asuransi, biaya administrasi dan Pajak kecuali Pajak Penghasilan.

Uraian di atas jelas bahwa mulai Undang-Undang Tahun 1983, masalah bunga pinjaman dapat diperlakukan sebagai biaya (beban). Dalam perkembangan perubahan selanjutnya Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 telah dilakukan beberapa kali, yaitu :

1. Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1991,
2. Undang-Undang Nomor 10 Tahun 1994,
3. Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2000, dan

#### 4. Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008.

Dari seluruh proses perubahan tersebut dan terakhir melalui Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008, bunga pinjaman selalu disebut secara tegas dan khusus bahwa bunga diperlakukan sebagai biaya yang dapat mengurangi penghasilan kotor dan akhirnya mengurangi beban Pajak. Dengan mengkaji kebijakan Pemerintah yang tercermin dalam undang-undang sebelum Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983, biaya bunga tidak tegas diatur sedangkan sejak Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan telah diatur lebih tegas. Walaupun demikian dalam penerapannya yakni beban bunga merupakan *deductible expenses* dapat berjalan dengan baik.

#### **Pajak atas Bunga yang Dibayarkan**

Bagi penerima bunga atas surat berharga yang dimiliki seperti obligasi atau bunga yang diterima dari pinjaman yang diberikan atau bunga atas simpanan di Bank diperlakukan sebagai penghasilan.

#### Periode Tahun 1925 - Juli 1969

Dari Undang-Undang Pajak Perseroan Tahun 1925 sampai dengan 5 Juli 1969, penerimaan bunga dianggap sebagai penghasilan. Pasal 3 ayat (1) Undang-Undang Pajak Perseroan 1925 menegaskan :

“Dengan laba dimaksudkan jumlah keuntungan yang diperoleh bersih, dengan nama dalam bentuk apapun, dari perusahaan dan dari modal yang dipergunakan diluar perusahaan.”

“Dari modal yang dipergunakan di luar perusahaan adalah termasuk bunga yang berasal dari dana yang dipinjamkan pada perusahaan lain.

#### Periode 5 Juli 1969-Agustus 1970

Dari konsideran Undang-Undang Pajak Dividen 1959, hasil berupa bunga dan royalty yang dibayarkan oleh orang-orang dan badan-badan yang bertempat tinggal/berkedudukan di Indonesia. Pada periode 5 Juli 1969 sampai dengan 7

Agustus 1970, pada prinsipnya penerimaan bunga dari hasil pinjaman yang diberikan dikenakan pajak penghasilan, kecuali bagi wajib pajak baik badan maupun perorangan diluar negeri. Pajak yang dipungut oleh pemerintah sebesar 20 %.

Pengertian bunga dalam Undang-Undang termasuk bagian keuntungan perusahaan dalam arti luas, sehingga arti dividen sangat luas, yaitu hasil atas saham-saham, tanda-tanda laba, surat obligasi yang berhak atas keuntungan, dengan nama dan dalam bentuk apapun. Pasal 3 ayat (1) Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang tentang Pajak Dividen, termasuk bunga atas obligasi baik yang terkait dengan keuntungan maupun tidak.

Dari uraian di atas jelas bahwa bunga diperlakukan sebagai mana dividen yaitu bagian keuntungan sehingga secara hukum menyamakan antara pinjaman (debitur) dan modal saham (pemilik) adalah tidak tepat. Ketentuan pengenaan pajak atas dividen hanya terbatas pada wajib pajak dalam negeri.

#### Periode Agustus 1970-Desember 1983

Dalam rangka memperbaiki ketentuan yang berlaku dan perlunya peningkatan tabungan pemerintah, mendorong investasi dan produksi serta membantu redistribusi penghasilan ke arah yang lebih seimbang, pada tanggal 7 Agustus 1970, Pemerintah melakukan evaluasi kebijakan dengan merubah dan merombak Undang-Undang Pajak atas Bunga, Dividen, dan Royalty 1970, meliputi :

- Penyempurnaan pokok, yaitu bunga yang tadinya hanya dikenakan bagi wajib pajak dalam negeri, diperluas termasuk badan-badan atau perorangan sepanjang memperoleh pendapatan bunga dan royalty di Indonesia.
- Penegasan dalam Pasal 4, dimana tidak terhutang atas hasil bunga yang diperoleh oleh Bank dari nasabahnya sehubungan dengan pemberian pinjaman uang, atau bunga atas tagihan antar Bank.

#### Periode Tahun 1984-2009

Antara periode 1984 sampai dengan 2009 berlaku Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 dengan mengalami beberapa perubahan, terakhir dengan Undang-

Undang Nomor 3 Tahun 2008. Untuk perlakuan penerimaan bunga, tetap secara konsisten diperlakukan sebagai unsur penghasilan, namun sepanjang tahun tersebut terdapat beberapa variasi antara lain tidak bersifat final sehingga berlaku tarif progresif, bersifat final dengan tarif berubah-ubah sesuai kondisi perekonomian.

### **Pajak Penghasilan Atas Bunga dan Diskonto Obligasi yang Diperdagangkan dan atau Dilaporkan Perdagangannya di Bursa Efek**

Sejak 23 Maret 2002, pemerintah telah membuat kebijakan tentang perlakuan bunga pinjaman obligasi dan diskonto obligasi yaitu berupa :

- a. Peraturan Pemerintah Nomor 6 Tahun 2002, dan
- b. Keputusan Menteri Keuangan Nomor 121/KMK.03/2002

Dalam peraturan tersebut, bunga atas obligasi maupun diskonto obligasi dikenakan tarif pajak tidak final sebesar 20 % (dua puluh persen) baik untuk wajib pajak perorangan maupun badan khusus bagi wajib pajak luar negeri, maka yang berlaku adalah tarif sesuai dengan ketentuan Persetujuan Penghindaran Pajak Berganda (P3B). Untuk bunga obligasi dengan 20 % dari nilai bunga bruto yang terjadi untuk diskonto obligasi 20 % dari selisih antara harga jual dengan harga beli. Sedangkan diskonto obligasi tanpa bunga sebesar 20 % dari selisih lebih harga jual dengan nilai nominal.

Pada tanggal 9 Februari 2009, setelah pemerintah melakukan evaluasi maka terbitlah Peraturan Pemerintah Nomor 16 Tahun 2009 tentang Pajak Penghasilan Berupa Bunga Obligasi atau Diskonto Obligasi dirubah menjadi final dan merubah tarif sebagai berikut :

- a. Bagi wajib pajak dalam negeri, penerimaan penghasilan bunga obligasi atau diskonto obligasi turun dari 20 % tidak final menjadi 15 % final.
- b. Bagi wajib pajak luar negeri, tarif tetap sebesar 20 %, semula tidak final menjadi final.
- c. Khusus bunga obligasi/diskonto, obligasi yang diperoleh wajib pajak reksadana dan terdaftar Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan dikenakan sebagai berikut :
  1. 0 % (nol persen) untuk tahun 2009 sampai dengan 2016

2. 5 % (lima persen) untuk tahun 2011 sampai dengan 2013
3. 15 % (lima belas persen) untuk tahun 2014 dan seterusnya

Dari rangkaian uraian di atas, Pemerintah setelah 7 tahun berjalan melakukan evaluasi dan memformalisasikan kembali kebijakan dibidang perpajakan atas wajib pajak yang terdaftar di Bursa Efek.

Substansi perubahan tersebut lebih ditekankan pada kemudahan dan kesederhanaan pengumpulan dan perhitungan pajak, sedangkan dari segi materi objek pajak pada dasarnya tidak sesuai dengan konsep penghasilan. Seperti diketahui penghasilan baru dikenakan pajak bila jumlah gunggungan satu tahun melebihi Pendapatan Tidak Kena Pajak bagi wajib perorangan atau terdapat penghasilan bersih bagi wajib pajak badan.

### **Penerimaan Bunga Deposito dan Tabungan serta Diskonto Sertifikasi Bank Indonesia**

Ketentuan mengenai bunga deposito yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sama seperti yang berlaku umum bagi perusahaan yang tidak terdaftar di Bursa Efek. Pemerintah sejak Tahun 1994 telah membuat kebijakan pengenaan pajak penghasilan atas bunga deposito dan tabungan serta diskonto Bank Indonesia melalui Peraturan Pemerintah Nomor 51 Tahun 1994. Dalam ketentuan ini pajak atas penghasilan bunga tersebut bersifat final 15 % dari bunga bruto.

Selanjutnya setelah berjalan 6 Tahun dilakukan evaluasi dan diformulasikan baru melalui Peraturan Pemerintah Nomor 131 Tahun 2000 dengan perubahan pokok, meliputi :

- Menaikkan tarif dari semula 15 % final menjadi 20 % final
- Deposito dibawah Rp. 5,000,000.- (Lima Juta Rupiah) bebas tidak dikenakan PPh, dinaikkan menjadi Rp. 7,500,000.- (Tujuh Juta Lima Ratus Ribu Rupiah)

**BAB V**

**ANALISIS IMPLIKASI PERPAJAKAN YANG TIMBUL**

**AKIBAT KEBIJAKAN PENDANAAN PERUSAHAAN DAN PILIHAN**

**KEPUTUSAN PENDANAAN PERUSAHAAN PUBLIK**

Kebijakan perpajakan atas bunga pinjaman dari sejak berlakunya Ordonansi Pajak Perseroan Tahun 1925 sampai dengan Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang pajak penghasilan sebagaimana telah beberapa kali diubah, terakhir dengan Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008.

**A. Evaluasi Perlakuan Perpajakan Atas Bunga Pinjaman**

**1. Periode Tahun 1925 -1959**

Dalam Ordonansi Pajak Perseroan Tahun 1925 yang berlaku sejak Tahun 1925 perlakuan pajak atas bunga pinjaman telah diatur secara implisit dalam Pasal 4 ayat (1).

*“untuk menghitung djumlah keuntungan bersih yang dimaksudkan pasal 3, maka djumlah kotornja dikurangkan dengan biaja-biaja untuk mendapatkan, menagihkan, dan memelihara keuntungan-keuntungan itu”*

Peneliti mempunyai pandangan bahwa biaya bunga pinjaman merupakan biaya terkait dengan mendapatkan dan memelihara keuntungan. Pinjaman dilakukan perusahaan dalam rangka operasional mencari atau memperoleh keuntungan dan pengertian operasional meliputi kegiatan produksi, pemasaran, dan memelihara keuntungan.

Dari sisi ketegasan, tidak disebut bahwa bunga pinjaman sebagai unsur biaya (beban), maka dapat saja wajib pajak berselisih paham. Peneliti berpendapat bahwa apabila tidak diatur secara tegas, maka berlaku kebiasaan pedagang yang baik atau kelaziman yang berlaku. Pengertian kelaziman sesuai prinsip akuntansi yang berlaku, yaitu Pedoman Standar Akuntansi Keuangan (PSAK). Dalam PSAK, bunga atas pinjaman merupakan beban yang mengurangi penghasilan. Ketentuan atas bunga pinjaman ini, berlaku baik untuk yang menjual saham di bursa atau yang tidak di bursa. Dalam periode Tahun 1925 sampai dengan Tahun 1959, bursa efek tidak berjalan di Indonesia.

## 2. Periode Tahun 1959 - 1969

Pada tanggal 26 September 1959, pemerintah Indonesia telah menerbitkan secara khusus Peraturan Pemerintah pengganti UU Nomor 12 Tahun 1959 (Perpu No.12 Tahun 1959) tentang pajak dividen. Dalam peraturan ini, mengatur mengenai pemajakan atas dividen, sebagaimana diatur dalam Pasal 3, termasuk bunga atas surat obligasi yang dikenakan pajak penghasilan sebesar 20% bruto.

Dalam Perpu Nomor 12 Tahun 1959 tidak mengatur tentang bagaimana perlakuan biaya bunga yang dibayarkan atas pinjaman. Dengan demikian peneliti berpendapat bahwa bunga pinjaman tetap berlaku sebagaimana diatur dalam Pasal 4 ayat (1) Ordonansi Pajak Perseroan, yakni diperlakukan sebagai biaya (*deductible expenses*).

## 3. Periode Tahun 1969 –1970

Dalam waktu 13 bulan, yaitu pada tanggal 7 Agustus 1970, pemerintah dengan persetujuan Dewan Perwakilan Rakyat Gotong Royong (DPR-GR) telah menetapkan UU tentang perubahan dan tambahan UU Pajak Dividen 1959, dan merubah namanya menjadi UU Pajak atas Bunga, Dividen, dan Royalti Tahun 1970, selanjutnya disebut (UU PBDR 1970).

Sebagai dasar pertimbangan tersebut ialah untuk peningkatan penerimaan negara, merangsang tabungan masyarakat, mendorong investasi, produksi, serta membantu redistribusi dan kemudahan administrasi. Dalam UU PBDR 1970, mengatur pemajakan atas penghasilan bunga, dividen, dan royalti dengan tarif 20% dari bruto.

Adapun dalam UU PBDR Tahun 1970, tidak mengatur mengenai perlakuan biaya bunga pinjaman, dengan demikian, peneliti berpendapat, berlaku sesuai dengan Pasal 4 ayat (1) Ordonansi Pajak Perseroan, yakni sebagai beban (*deductible expenses*). Dari sisi evaluasi kebijakan, UU Pajak atas dividen, yang hanya berumur 13 bulan, terdapat penambahan pengenaan pajak atas bunga dan royalti. Pengertian bunga pada UU PDRB Tahun 1970 lebih luas dibanding dengan UU Pajak Dividen yang membahas hanya dalam bunga obligasi.

#### 4. Periode Tahun 1970 - 1983

Periode 1970-1983, peraturan yang berlaku adalah UU Nomor 10 Tahun 1970 tentang Pajak Bunga Dividen, dan Royalti (UU PBDR 1970) dan sejak Tahun 1984 dengan berlakunya UU Nomor 7 Tahun 1983 tentang pajak penghasilan, maka berakhirilah peraturan yang ada di UU PBDR 1970. Dalam UU ini telah tegas mendefinisikan bunga, dividen, dan royalti sebagaimana diatur dalam Pasal 4 ayat (1) huruf (f) dan ayat (1) huruf (g).

#### 5. Periode Tahun 1984 - 2009

Reformasi perpajakan yang dilakukan Tahun 1983 selain merubah sistem *official assessment* menjadi *self assesment*, juga menggabungkan beberapa UU menjadi satu, yaitu UU Pajak Penghasilan. Apabila masalah penghasilan dari bunga, dividen, dan royalti diatur tersendiri, terpisah dengan ordonansi pajak perseroan, maka sejak Tahun 2004 telah diatur menjadi satu kesatuan.

Perubahan mendasar mengenai perlakuan biaya pinjaman yang semula tidak diatur secara tegas, maka dalam UU Nomor 7 Tahun 1983 tentang pajak penghasilan yang beberapa kali diubah dan terakhir dengan UU Nomor 36 Tahun 2008 tentang perlakuan biaya pinjaman telah diatur secara definitif (tegas).

Dalam Pasal 6 ayat (1) huruf (a) jelas bahwa biaya bunga merupakan unsur biaya operasional yang dapat dikurangkan dalam menghitung besarnya penghasilan kena pajak. Ketentuan ini berlaku umum, baik apakah perusahaan terdaftar dalam bursa efek, atau tidak terdaftar. Biaya bunga tidak dapat diberlakukan sebagai *deductible* apabila pada saat yang bersamaan perusahaan mempunyai pinjaman dan sekaligus menempatkan deposito dalam jumlah sama atau lebih besar.

Pada tanggal 8 Oktober 1984 sampai dengan tanggal 8 Maret 1985 (5 bulan) pemerintah melakukan kebijakan *Debt to Equity Ratio* setinggi-tingginya 3:1. Kebijakan dilakukan karena pemerintah melihat adanya perusahaan-perusahaan yang mempunyai *Debt to Equity Ratio* cukup tinggi. Keluhan adanya pembatasan pinjaman diakhir dengan pertimbangan bahwa ketentuan tersebut bersifat umum tanpa melihat jenis industri sehingga dikhawatirkan menghambat perkembangan dunia usaha.

## **B. Evaluasi Kebijakan Atas Dividen**

Dividen sebagai unsur penghasilan bagi yang menerima dividen tersebut telah diatur sejak Ordonansi Pajak Perseroan 1925, sampai dengan UU Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan dan yang telah beberapa kali diubah dan terakhir dengan UU Nomor 38 Tahun 2008.

### 1. Periode Tahun 1925-1969

Dalam periode tersebut, pajak atas dividen tidak tegas diatur. Dalam Pasal 3 ayat (3) disebutkan:

“dengan laba dimaksudkan djumlah keuntungan yang diperoleh bersih oleh, dengan nama dan dalam bentuk apapun, dari perusahaan dan dari modal yang dipergunakan di luar perusahaan”.

Pengertian dari modal yang digunakan diluar perusahaan menurut peneliti termasuk dividen. Dividen adalah bagian dari keuntungan pemegang saham, sedangkan dividen yang dibayarkan tidak boleh dikurangkan sebagai biaya sebagaimana diatur dalam Pasal 5 ayat (2) yang kelima. Tidak boleh dikurangkan dalam menghitung keuntungan ialah pemberian laba. Peneliti berpendapat bahwa pemberian laba termasuk dividen.

### 2. Periode Tahun 1959-1969

Untuk periode Tahun 1959 sampai dengan Tahun 1969 berlaku peraturan pemerintah pengganti UU (perpu) Nomor 12 Tahun 1959 tentang perubahan dan tambahan Pajak Perseroan Tahun 1925 yang secara jelas penerimaan dividen diberlakukan sebagai penghasilan dan dikenakan pajak sebesar 20% dan bersifat di muka (*voornetting*). Perpu ini hanya mengatur pajak atas dividen dan tidak mengatur mengenai perlakuan dividen dalam menghitung pajak perseroan. Artinya pengakuan dividen tunduk pada ordonansi pajak perseroan, yaitu dividen tidak diperbolehkan sebagai pengurang penghasilan dalam hal ini pemerintah menganut *classical system*.

### 3. Periode Tahun 1969-1970

Kurun waktu 1969-1970 tidak terdapat perubahan peraturan perubahan pajak atas dividen, tetapi hanya pengukuhan perpu Nomor 12 Tahun 1959 menjadi UU Pajak Dividen. Pada periode ini, pemerintah tetap menganut *classical system*. Penjelasan tentang *classical system* berpijak pada korporasi (perusahaan) dianggap otoritas tersendiri dengan sedikit pengecualian yaitu bila pemegang saham berbentuk badan dengan kepemilikan paling rendah 25 % dari modal yang disetor, maka dividen tidak dikenakan pajak.

### 4. Periode Tahun 1970-1983

Pada periode 1970-1983 berlaku UU Nomor 10 tentang Pajak atas Bunga, Dividen, dan Royalti 1970. Dalam ketentuan ini, dividen tetap sebagai unsur penghasilan bagi penerima dan dikenakan pajak penghasilan, sedangkan perlakuan dividen bagi perusahaan yang memberikan tidak diatur tetapi terikat dalam Ordonansi Pajak Perseroan Tahun 1925 artinya tidak dianggap biaya. Pada periode tersebut diatas, pemerintah menganut *classical system*. dimana perusahaan dengan pemegang saham berbentuk badan sejumlah 25% dari modal disetor maka dividen tidak dikenakan pajak.

### 5. Periode Tahun 1983-2009

Periode 1983-2009 pemerintah telah lebih tegas dalam mengatur perlakuan dividen. Dalam menghitung laba kena pajak, penghasilan bersih, dividen tidak diperkenankan sebagai unsur pengurang, sebagaimana diatur dalam Pasal 9 ayat (1) huruf a UU Nomor 72 Tahun 1983 yang telah beberapa kali diubah, terakhir dengan UU Nomor 36 Tahun 2008. Dengan demikian pada periode tersebut pemerintah menganut *classical system*.

Rangkaian kebijakan atas pajak dividen sejak Tahun 1925 sampai dengan Tahun 2009, pemerintah telah secara konsisten memperlakukan sebagai unsur penghasilan bagi pemegang saham sehingga terjadi *double taxation*, yang pada akhirnya terjadi *over burden*. Peneliti berpendapat kebijakan ini kurang tepat, seyogyanya pajak atas dividen yang dikreditkan walaupun tidak seluruhnya.

**Tabel 5.1.A**  
**Summary Kebijakan atas Bunga Pinjaman**

	1925 – 1959	1959 – 1969	1969 – 1970	1984 – 2009
<b>Jenis Perlakuan Pada Bunga Pinjaman</b>	Perlakuan Bunga Pinjaman diperlakukan sebagai Biaya Perusahaan, diatur implisit (tidak lugas) dalam Pasal 4 ayat (1) : <i>“untuk menghitung djumlah keuntungan bersih yang dimaksud Pasal 3, maka djumlah kotoranya dikurangkan dengan biaja-biaja untuk mendapatkan, menagih, dan memelihara keuntungan itu”</i>	Ada Perpu Nomor 12 Tahun 1959 Tentang Pajak Dividen, termasuk Bunga.  Dalam Undang-Undang tersebut hanya mengatur Pemajakan atas bunga, dividen dan tidak mengatur perlakuan bunga. Dengan demikian perlakuan biaya bunga tetap mengacu pada ordonansi Pajak Perseroan.	Terbit Undang-Undang Pajak Bunga Dividen <i>Royalty</i> (PBDR 1970)  Dalam Undang-Undang ini mengatur pemajakan atas Bunga, Dividen, ditambah dengan <i>Royalty</i> , besarnya 20%.  Dalam Undang-Undang PBDR tidak mengatur tentang perlakuan biaya bunga dan dividen dengan demikian perlakuan biaya bunga tunduk pada Ordonansi Pajak Perseroan Tahun 1925.	a. Dalam periode ini berlaku Undang – Undang Nomor 7 Tahun 1983 yang telah diubah / ditambah terakhir dengan Undang-Undang Nomor 38 Tahun 2008.  Dalam Undang-Undang yang berlaku pada periode tersebut. Perlakuan biaya bunga jelas sekali diatur dalam Pasal 6 ayat (1) ditegaskan biaya bunga dapat dikurangkan sebagai Biaya (deductible). Pengenaan biaya bunga dibatasi bila Surat Edaran Direktur Jendral Pajak Nomor SE.271/PJ.42/1998 :  1. Bila pada waktu yang bersamaan terdapat pinjaman dan penempatan bunga deposito maka bila jumlah rata-rata pinjaman sama atau lebih besar dari Penempatan Deposito, Biaya Bunga tidak boleh dibebankan sebagai Biaya.  2. Bila jumlah rata-rata pinjaman lebih besar dari Penempatan Dana di Deposito, maka beban bunga yang bisa dianggap beban ialah beban bunga atas kelebihan pinjaman.

Sumber : Hasil pengolahan data sekunder oleh peneliti

**Tabel 5.1.B**  
**Summary Kebijakan atas Dividen**

	1925 – 1959	1959 – 1969	1970 – 1983	1984 – 2009
<b>Jenis Perlakuan pada Dividen</b>	<p>Dalam Periode ini berlaku Ordonansi Pajak Perseroan</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dividen bukan merupakan biaya</li> <li>- Penerimaan Dividen dikenakan Pajak</li> </ul> <p>Dalam Tahun 1944 terbit Ordonansi Pajak Pendapatan: Dalam Pasal 26 ayat ( 3), pendapatan “tanda-tanda laba” diperlakukan sebagai pendapatan.</p>	<p>Dalam masa tersebut terdapat Perpu Nomor 12 Tahun 1959</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dividen bagi penerima dikenakan pajak 20% bersifat di muka (voornetting)</li> <li>- Disini tidak mengatur tentang dividen bagi perusahaan. Dengan tunduk pada Ordonansi Pajak Perseroan Tahun 1925, dimana dividen bukan sebagai biaya.</li> </ul>	<p>Berlaku Undang-Undang PBDR</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Mengatur Pengenaan Pajak atas Bunga, Dividen dan Royalty.</li> <li>- Tidak mengatur perlakuan biaya bunga dan dividen bagi pembayar.</li> <li>- Artinya mengikuti Ordonansi Pajak Perseroan Tahun 1925</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a. Pemerintah lebih tegas mengatur perlakuan dividen. Antara Pajak Penghasilan badan dan perorangan diatur menjadi satu, yaitu Pajak Penghasilan.</li> <li>- Dividen dikenakan Pajak, Wajib Pajak Pribadi 10 % Final (PP Nomor 19 Tahun 2009)</li> <li>b. Terdapat Diskriminasi Pengenaan Pajak</li> </ul> <p>Terdapat <i>double taxation</i> pada saat memperoleh laba dikenakan Pasal 17 dan waktu dibagi dikenakan 10% (classical system)</p>

Sumber : Hasil pengolahan data sekunder oleh peneliti

Dari uraian di atas, pemerintah telah secara konsisten sejak Ordonansi Pajak Perseroan Tahun 1925 sampai dengan Tahun 2009 menganut *classical system*. Kebijakan *classical system* mengenakan pajak dua kali (*double taxation*) karena saat laba diperoleh perusahaan dikenakan pajak dan saat dibagi pada pemegang saham dikenakan lagi pajak. Kebijakan ini cenderung mendorong pemegang saham pengendali tidak membagi dividen, dengan demikian tidak mendorong pemegang saham perorangan melakukan investasi. Investor cenderung tidak mendirikan perusahaan, karena dikenakan *double taxation*, atau manajemen cenderung tidak membagikan dividen, tapi laba yang ada diinvestasikan kembali. Untuk mempertegas analisis implikasi perpajakan atas bunga pinjaman dan dividen, peneliti melakukan pengujian statistika terhadap pilihan keputusan pendanaan perusahaan publik yang diuraikan dalam bagian C Bab V disertasi ini.

### C. Pilihan Keputusan Pendanaan Perusahaan Publik

Untuk menganalisis bagaimana pilihan keputusan pendanaan perusahaan publik dan menganalisis kebijakan manakah yang lebih berpengaruh antara menggunakan modal sendiri (*free cash flow*) atau memanfaatkan utang dalam keputusan pendanaanya, peneliti mengadaptasi model dari studi Baskin<sup>70</sup>. Penelitian ini menggunakan variabel utang dan laba dengan tambahan variabel penjelas lainnya.

Pengujian *pecking order* dan *static trade-off* dapat menggunakan persamaan regresi multivariat berikut (Asnawi dan Wijaya):<sup>71</sup>

$$\text{Leverage}_{i,t} = \alpha + \beta \text{Earning}_{i,t} + \beta X_1 + \dots + \beta X_n + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

<sup>70</sup> Jonathan Baskin, *op.cit.*, hal 26-35

<sup>71</sup> Said Kelana Asnawi dan Chandra Wijaya. (2006). *Metodologi Penelitian Keuangan: Prosedur, Ide dan Kontrol*. Yogyakarta: Graha Ilmu, hal 162-163

Hipotesis penelitian:

$H_0$  = Adanya laba akan menurunkan leverage (*pecking order hypothesis*;  $\beta < 0$ )

$H_a$  = Adanya laba tidak akan menurunkan leverage (*static trade-off hypothesis*;  $\beta \geq 0$ )

Dimana:

$Leverage_{i,t}$  = Rasio utang dan utang tambah modal perusahaan i untuk tahun fiskal t,

$Earning_{i,t}$  = Laba setelah pajak yang diperoleh perusahaan i untuk tahun fiskal t

$X_1 = \dots = X_n$  = Variabel independen lainnya yang ditentukan berdasarkan temuan empiris penelitian sebelumnya antara lain:

( $X_1$ ) Firm size (Size) berasal dari HZB, 1994 diproksi dengan natural log total aset

( $X_2$ ) Profitabilitas (Profit) berasal dari Baskin, 1989 diproksi dengan ROA

( $X_3$ ) Growth Opportunity (Growth) berasal dari HZB, 1994 diproksi dengan natural log dari nilai pasar dibagi nilai buku ekuitas.

Selain variabel *leverage* peneliti juga menggunakan *debt* sebagai *proxy* untuk menguji konsistensi hasil regresi (1) melalui persamaan regresi (2) sebagai berikut:

$$Debt_{i,t} = \alpha + \beta Earning_{i,t} + \beta X_1 + \dots + \beta X_n + \varepsilon \dots \dots \dots (2)$$

Hipotesis penelitian:

$H_0$  = Adanya laba tidak meningkatkan utang (*pecking order hypothesis*;  $\beta \leq 0$ )

$H_a$  = Adanya laba akan meningkatkan utang (*static trade-off hypothesis*;  $\beta > 0$ )

Dimana:

$Debt_{i,t}$  = Total utang perusahaan i yang dibagi nilai buku ekuitas ditambah nilai buku utang untuk tahun fiskal t sebagaimana diajukan dalam Baskin (1994)

$Earning_{i,t}$  = Laba yang diperoleh perusahaan i untuk tahun fiskal t

$X_1 = \dots = X_n$  = Variabel independen lainnya yang ditentukan berdasarkan temuan empiris penelitian sebelumnya antara lain:

( $X_1$ ) Ukuran Perusahaan (Size) berasal dari HZB, 1994 dihitung dengan natural

log total aset

(X<sub>2</sub>) Profitabilitas (Profit) berasal dari Baskin, 1989 diproksi dengan ROA

(X<sub>3</sub>) Peluang Pertumbuhan (Growth) berasal dari HZB, 1994 diproksi dengan natural log dari nilai pasar dibagi nilai buku ekuitas.

Ketiga variabel independen yang lain menjadi variabel penjelas (*explanatory variable*) yang bertujuan memperkuat dan memperjelas hubungan variabel utang dengan faktor-faktor lain yang mempengaruhinya. Level kepercayaan ( $\alpha$ ) yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5% (0,05) untuk menjadi acuan pengambilan kesimpulan pengujian statistik (Uji F dan uji t)

Hasil penelitian disajikan dengan urutan sebagai berikut: *pertama*, Regresi Multivariat untuk seluruh periode penelitian dari Tahun 2000-2007. *kedua*, Regresi Multivariat untuk masing-masing sektor industri dari seluruh periode penelitian *ketiga*, diskusi hasil penelitian dan perbandingan temuan penelitian sebelumnya. Sebelum menyajikan temuan, peneliti terlebih dahulu melakukan pengujian asumsi klasik yang terdiri dari: Heteroskedastisitas, Otokorelasi, dan Multikolinearitas untuk persamaan regresi multivariat pertama dan kedua.

Pengujian asumsi klasik dalam regresi multivariat guna memperoleh hasil persamaan regresi yang *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE). Walaupun studi ini tidak dimaksudkan mengajukan model keputusan pendanaan namun peneliti menganggap uji asumsi klasik menjadi hal yang tetap perlu dilakukan guna memberikan argumentasi yang kuat atas hasil regresi majemuk model persamaan *leverage* dan *debt* diatas.

Pengujian Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas

White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	1,763503	Probability	0,084141
Obs*R-squared	22,96043	Probability	0,114796

Sumber : Hasil Pengolahan Data Primer

Asumsi pertama yang harus dipenuhi dalam regresi linier klasik adalah adanya varians error yang konstan agar persamaan regresi tidak menjadi bias dalam menjelaskan pengaruh variabel-variabel independen yang ada. Pemenuhan asumsi ini dilakukan dengan pengujian *White Heteroskedasticity*. Hasil pengujian menunjukkan besarnya prob. F-stat adalah sebesar 0,084141 yang berarti  $H_0$  diterima. Dengan diterimanya  $H_0$  ini maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model ini. Dengan tidak terjadinya heteroskedastisitas, maka varians error dalam model regresi ini adalah konstan dan persamaan regresi untuk menganalisis pengaruh variabel penelitian terhadap *leverage* tidak bias sehingga dapat digunakan untuk analisis selanjutnya.

#### Pengujian Autokorelasi

Dengan menggunakan Eviews 4.1, keberadaan autokorelasi dapat diketahui dengan melihat nilai statistik Durbin-Watson yang selanjutnya dianalisis dengan ketentuan sebagai berikut:

- $1,65 < DW < 2,35 \rightarrow$  tidak terjadi autokorelasi
- $1,21 < DW < 1,65$  atau  $2,35 < DW < 2,79 \rightarrow$  tidak dapat disimpulkan
- $DW < 1,21$  atau  $DW > 2,79 \rightarrow$  terjadi autokorelasi

Hasil pengujian menggunakan Eviews 4.1 menunjukkan nilai Durbin-Watson (DW) stat untuk model regresi pertama dan kedua adalah 2,028 dan 2,403 yang berarti model terbebas dari adanya autokorelasi.

#### Pengujian Multikolinieritas

Dengan menggunakan tabel *collinearity statistic* yang memuat nilai VIF diperoleh hasil sebagai berikut, untuk persamaan (1) dan persamaan (2):

##### Nilai VIF persamaan (1)

Collinearity	
Tolerance	VIF
0,476	2,099
0,473	2,114
0,966	1,035
0,982	1,018

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Nilai VIF persamaan (2)

Collinearity	
Tolerance	VIF
0,367	1,099
0,347	1,114
0,988	1,045
0,962	1,017

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Pengujian ini dilakukan dengan menganalisis nilai VIF dan nilai korelasi antara variabel-variabel independen pada model regresi. Setelah dilakukan pengujian persamaan (1) dan (2) dapat dianalisis bahwa tidak ada nilai VIF yang lebih besar dari 10 sehingga pada model regresi ini dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas. Dengan demikian, hubungan antar keempat variabel tidaklah erat, sehingga model persamaan satu dan dua tidak akan menimbulkan penaksiran yang bias.

#### **Hasil Regresi Multivariat seluruh periode penelitian dari tahun 2000-2007**

Setelah melakukan regresi multivariat yang terdiri dari variabel dependen penelitian (*Leverage*, Y) dan variabel independen (laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *growth opportunity*, X) diperoleh hasil persamaan regresi (1) dan (2) sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = 236,030 - 16,228 \text{ Earning} + 22,911 \text{ Size} - 7,489 \text{ Profitability} - 2,924 \text{ Growth} + \varepsilon$$

$$\text{Debt} = 326,03 - 15,822 \text{ Earning} + 21,199 \text{ Size} - 6,489 \text{ Profitability} - 4,429 \text{ Growth} + \varepsilon$$

Persamaan pertama dapat diinterpretasikan bahwa bila laba perusahaan mengalami kenaikan sebesar 1% maka *leverage* perusahaan akan turun sebesar 16,228% dengan asumsi variabel ukuran perusahaan, profitabilitas dan peluang pertumbuhan adalah konstan. Selanjutnya bila ukuran perusahaan (*size*)

bertambah 1% maka kemampuan perusahaan untuk berhutang (*leverage*) akan naik sejumlah 22,911% *ceteris paribus*. Bila tingkat keuntungan perusahaan (*profitability*) naik sebesar 1% maka *leverage* perusahaan akan berkurang 7,489% dengan asumsi variabel lain adalah konstan. Terakhir, bila peluang pertumbuhan perusahaan mengalami kenaikan 1% maka tingkat *leverage* perusahaan akan berkurang 2,924% *ceteris paribus*. Adapun 236,030 adalah konstanta persamaan pertama yang mengikuti kaidah persamaan garis lurus  $y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_nX_n$ . Sedangkan  $\epsilon$  merupakan *error term* persamaan ini.

Untuk persamaan kedua dapat diinterpretasikan bahwa bila laba perusahaan mengalami kenaikan sebesar 1% maka *debt* perusahaan akan turun sebesar 15,822% dengan asumsi variabel ukuran perusahaan, profitabilitas dan peluang pertumbuhan adalah konstan. Selanjutnya bila ukuran perusahaan (*size*) bertambah 1% maka tingkat hutang (*debt*) akan naik sejumlah 21,199% *ceteris paribus*. Bila tingkat keuntungan perusahaan (*profitability*) naik sebesar 1% maka *debt* perusahaan akan berkurang 6,489% dengan asumsi variabel lain adalah konstan. Terakhir, bila peluang pertumbuhan perusahaan mengalami kenaikan 1% maka tingkat *debt* perusahaan akan berkurang 4,429% *ceteris paribus*. Adapun 326,03 adalah konstanta persamaan pertama yang mengikuti kaidah persamaan garis lurus. Sedangkan  $\epsilon$  merupakan *error term* persamaan kedua ini.

Pengujian statistika untuk mengetahui apakah persamaan regresi berganda dapat menjadi piranti analisis pilihan kebijakan pendanaan perusahaan publik, maka terlebih dahulu dilakukan uji F (pengujian secara keseluruhan), uji t (pengujian masing-masing variabel), dan uji koefisien determinasi ( $R^2 - R$  squared). Berikut disajikan tabel ringkasan regresi multivariat dengan hasil pengujian koefisien determinasi, uji F, uji t untuk persamaan (1) dan persamaan (2) :

**Tabel V.A**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Leverage**  
**Untuk Seluruh Periode**

$$\text{Leverage} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ earning} + \alpha_2 \text{ size} + \alpha_3 \text{ profitability} + \alpha_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	236.03	5.632	0,000	222.116 (0,000)
earning	-16.228	-9.711	0,000	
Size	22.911	10.487	0,000	
profitability	-7.489	-25.666	0,000	
growth	-2.924	-1.711	0,088	

$$R^2 = 0.506$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.504$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Untuk hasil pengujian regresi multivariate dengan variabel dependen adalah *debt* sebagai berikut:

**Tabel V.B**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Debt**  
**Untuk Seluruh Periode**

$$\text{Debt} = \beta_0 + \beta_1 \text{ earning} + \beta_2 \text{ size} + \beta_3 \text{ profitability} + \beta_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	Koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	326,03	5,632	0,000	233,116 (0,000)
earning	-15,822	-9,877	0,000	
size	21,199	11,487	0,000	
profitability	-6,489	-22,666	0,000	
growth	-4,429	-3,711	0,088	

$$R^2 = 0.512$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.508$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Pengujian statistika dalam persamaan (1) maupun persamaan (2), yang menjadi piranti analisis apakah keputusan pendanaan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mengikuti hipotesis *pecking order* atau *static trade-off*,

diawali dengan uji f dengan keempat variabel bebas diregresikan terhadap variabel terikat. Dari pengujian diketahui bahwa variabel *earning*, *profitabilitas*, *size* dan *growth* secara bersama-sama mempengaruhi tingkat utang yang diproksi dengan *leverage*. F statistika dan signifikansi memberikan kesimpulan bahwa hipotesis variabel laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan peluang pertumbuhan tidak mempengaruhi tingkat utang adalah ditolak artinya keempat variabel tersebut mempengaruhi tingkat leverage perusahaan.

Dari pengujian statistika yang lain yaitu uji t dapat diketahui masing-masing variabel bebas mempengaruhi variabel terikat dengan hasil: *leverage* dan laba berkorelasi negatif, *leverage* dan profitabilitas berkorelasi negatif, *leverage* dan ukuran perusahaan berkorelasi positif, serta *leverage* dan peluang pertumbuhan berkorelasi negatif. Korelasi antara tingkat *leverage* dan laba yang bernilai negatif signifikan memberikan bukti bahwa hipotesis *pecking order* yang berlaku pada keputusan pendanaan perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dimana factor laba berpengaruh dalam menurunkan tingkat utang perusahaan.

Temuan penelitian ini mengkonfirmasi penelitian Baskin yang dengan tegas merujuk hipotesis *pecking order*. Baskin dapat membuktikan dengan usaha perusahaan mengoptimalkan dana sendiri (*free cash flow*) dalam keputusan pendanaannya. Guna menganalisis lebih mendalam maka peneliti juga menambahkan beberapa variabel penjelas selain laba perusahaan. Variabel penjelas itu antara lain ukuran perusahaan sesuai dengan temuan penelitian Homaifar, Zeits, dan Benkato maka penelitian ini mengkonfirmasi korelasi ukuran perusahaan dan tingkat utang adalah positif. Dalam praktiknya semakin besar skala perusahaan dari sisi *asset* diduga akan memiliki banyak utang, walaupun risiko yang muncul tentunya berupa peluang kebangkrutan.

Baskin menghipotesiskan hubungan antara profitabilitas dan utang adalah negatif, adapun penelitian ini memiliki koefisien yang negatif untuk variabel profitabilitas dan signifikan sehingga sejalan dengan hipotesis Baskin. Dengan demikian bila hubungan keduanya negatif maka komposisi utang dan modal sendiri tidak dapat berlaku tertentu yang artinya *optimal capital structure* tidak dapat berlaku. Sementara, hubungan antara utang dan *growth opportunity*

(peluang pertumbuhan) dihipotesiskan HZB –berdasarkan penelitian sebelumnya adalah positif - penelitian ini menghasilkan hubungan negatif antara utang dan *growth* yang artinya ada peluang pertumbuhan perusahaan didanai oleh modal sendiri (*retained earning*). Bila kondisi demikian yang terjadi dimana pertumbuhan didanai oleh modal sendiri yang sejalan dengan hipotesis *pecking hypothesis*.

Dari pengujian koefisien determinasi (*R-Squared*) temuan penelitian dapat menjelaskan hasil variasi tingkat utang perusahaan dapat dijelaskan oleh 50,6% keempat variabel independen dalam penelitian ini sedangkan sisa 49,4% diterangkan oleh variabel lain yang tidak terdapat dalam model analisis.

Untuk dapat menjelaskan temuan penelitian lebih detail untuk masing-masing sektor (selain sektor keuangan) maka dilakukan regresi multivariat untuk masing-masing sektor. Tujuan melakukan regresi multivariat agar dapat mengetahui konsistensi temuan seluruh periode dengan masing-masing sektor yang terdapat dalam Bursa Efek Indonesia.

### **Hasil Regresi Multivariat untuk masing-masing sektor selama periode penelitian**

#### **I. Sektor Pertanian**

Setelah melakukan regresi multivariat untuk sektor pertanian diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = -3.627 - 0.0305 \text{ Earning} - 1.047 \text{ Profitability} + 0.124 \text{ Size} - 0.0536 \text{ Growth} + \varepsilon$$

$$\text{Debt} = -5.627 - 0.040 \text{ Earning} - 1.47 \text{ rofitability} + 0.241 \text{ Size} - 0.0537 \text{ Growth} + \varepsilon$$

Pengujian statistika disajikan melalui uji F, uji t, dan uji koefisien determinasi ( $R^2 - R \text{ squared}$ ) disajikan pada tabel ringkasan sebagai berikut:

**Tabel V.C**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Leverage**  
**Untuk Sektor Pertanian**

$$\text{Leverage} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ earning} + \alpha_2 \text{ size} + \alpha_3 \text{ profitability} + \alpha_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	-3.627	-2.995	0.005	6.726 (0,000)
earning	-3.05E-02	-0.61	0.045	
Size	0.124	1.561	0.128	
profitability	-1.047	-3.166	0.003	
Growth	-5.36E-02	-1.017	0.016	

$$R^2 = 0.435$$

$$\text{Adj-R}^2 = 0.37$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Untuk persamaan (2), hasil uji koefisien determinasi, Uji F dan uji t sebagai berikut:

**Tabel V.D**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Debt**  
**Untuk Sektor Pertanian**

$$\text{Debt} = \beta_0 + \beta_1 \text{ earning} + \beta_2 \text{ size} + \beta_3 \text{ profitability} + \beta_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	-5,627	-2,655	0,005	7,622 (0,000)
earning	-0,0404	-2,26	0,045	
size	0,241	0,165	0,118	
profitability	-1,47	-3,616	0,003	
growth	-0,05373	-1,17	0,016	

$$R^2 = 0.437$$

$$\text{Adj-R}^2 = 0.41$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Dari pengujian statistika diketahui bahwa regresi multivariat pengaruh laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan peluang perumbuhan terhadap tingkat utang menghasilkan hasil uji f yang konsiten dimana keempat variabel penelitian secara bersama-sama mempengaruhi tingkat utang perusahaan. Hasil uji t

ditemukan hasil yang konsisten dengan regresi multivariat semua periode. Namun pengaruh antara utang dan ukuran perusahaan adalah positif namun tidak signifikan. Adapun koefisien determinasi menjelaskan bahwa sebesar 43.5% dan 43.7% variasi tingkat utang perusahaan sektor pertanian dapat dijelaskan oleh variabel laba perusahaan, profitabilitas, ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan perusahaan.

## II. Sektor Pertambangan

Setelah melakukan regresi multivariat untuk sektor pertambangan diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = 1.453 - 0.113 \text{ Earning} - 1.678 \text{ Profitability} + 0.130 \text{ Size} - 0.0108 \text{ Growth} + \varepsilon$$

$$\text{Debt} = 2.653 - 0.213 \text{ Earning} - 1.675 \text{ Profitability} + 0.180 \text{ Size} - 0.0107 \text{ Growth} + \varepsilon$$

Pengujian statistika disajikan melalui uji F, uji t, dan uji koefisien determinasi sebagai berikut:

**Tabel V.E**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Leverage**  
**Untuk Sektor Pertambangan**

$$\text{Leverage} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ earning} + \alpha_2 \text{ size} + \alpha_3 \text{ profitability} + \alpha_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	Sig.	F-stat (sig)
C	1.453	1.054	0.296	6.541 (0,000)
earning	-0.113	-3.447	0.001	
Size	0.13	2.975	0.043	
profitability	-1.678	-3.847	0,000	
growth	-1.08E-02	-3.321	0.039	

$$R^2 = 0.307$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.26$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Untuk persamaan (2), output uji koefisien determinasi, Uji F dan uji t sebagai berikut:

**Tabel V.F**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Debt**  
**Untuk Sektor Pertambangan**

$$\text{Debt} = \beta_0 + \beta_1 \text{ earning} + \beta_2 \text{ size} + \beta_3 \text{ profitability} + \beta_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	2,653	1,054	0,396	7,541 (0,000)
earning	-0,213	-4,373	0,004	
size	0,18	2,759	0,047	
profitability	-1,675	-3,478	0,000	
growth	-0,01067	-3,213	0,049	

$$R^2 = 0.309$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.28$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Dari pengujian statistika diketahui bahwa regresi multivariat menghasilkan hasil uji f yang konsiten dimana keempat variabel penelitian secara bersama-sama mempengaruhi tingkat utang perusahaan. Hasil uji t ditemukan hasil yang berbeda dari sektor pertanian dimana korelasi antara *leverage* dan laba, ukuran perusahaan, profitabilitas dan *growth* mengkonfirmasi hasil regresi keseluruhan sampel selama 8 tahun periode penelitian. Korelasi tingkat utang perusahaan pertambangan dan empat variabel bebas adalah signifikan dengan koefisien masing-masing dicantumkan pada tabel diatas. Adapun koefisien determinasi menjelaskan sebesar 30.7% dan 30.9% variasi tingkat utang perusahaan sektor pertambangan dapat dijelaskan oleh laba perusahaan, tingkat profitabilitas, ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan.

### III. Sektor Industri Dasar dan Kimia

Setelah melakukan regresi multivariat untuk sektor industri dasar dan kimia diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = 5.992 - 0.0840 \text{ Earning} - 1.379 \text{ Profitability} + 0.247 \text{ Size} - 0.306 \text{ Growth} + \varepsilon$$

$$\text{Debt} = 5.992 - 0.0840 \text{ Earning} - 1.379 \text{ Profitability} + 0.247 \text{ Size} - 0.306 \text{ Growth} + \varepsilon$$

Pengujian statistika disajikan melalui uji F, uji t, dan uji koefisien determinasi ( $R^2$  – *R squared*) disajikan pada tabel berikut:

**Tabel V.G**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Leverage**  
**Untuk Sektor Industri Dasar dan Kimia**

$$\text{Leverage} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ earning} + \alpha_2 \text{ size} + \alpha_3 \text{ profitability} + \alpha_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	5.992	2.017	0.045	7.309 (0,000)
earning	-8.40E-02	-3.666	0.006	
Size	0.247	1.627	0.105	
profitability	-1.379	-4.219	0,000	
growth	-0.306	-3.451	0.015	

$$R^2 = 0.476$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.437$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Untuk persamaan (2), output uji koefisien determinasi, Uji F dan uji t sebagai berikut:

**Tabel V.H**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Debt**  
**Untuk Sektor Industri Dasar dan Kimia**

$$\text{Debt} = \beta_0 + \beta_1 \text{ earning} + \beta_2 \text{ size} + \beta_3 \text{ profitability} + \beta_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	8,992	2,17	0,045	7,41 (0,000)
earning	-0,08425	-3,888	0,006	
Size	0,274	1,762	0,153	
profitability	-1,568	-4,315	0,000	
Growth	-0,308	-3,542	0,017	

$$R^2 = 0.468$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.427$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Dari pengujian statistika diketahui bahwa regresi multivariat menghasilkan hasil uji f yang konsisten dengan kedua sebelumnya yaitu keempat variabel penelitian secara bersama-sama mempengaruhi tingkat utang perusahaan. Hasil uji t ditemukan hasil yang mengkonfirmasi sektor pertanian dimana korelasi antara masing-masing variabel (laba, tingkat profitabilitas, dan *growth opportunity*) dan variabel terikat adalah negatif signifikan sedangkan korelasi tingkat utang perusahaan sektor industri dasar dan kimia dengan ukuran perusahaan positif namun tidak signifikan. Adapun koefisien determinasi menghasilkan temuan bahwa 47,6% dan 48,8% variasi tingkat utang perusahaan sektor industri dasar dan kimia dapat dijelaskan oleh laba perusahaan, tingkat profitabilitas, ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan perusahaan.

#### IV. Sektor Aneka Industri

Setelah melakukan regresi multivariat untuk sektor aneka industri diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = 1.548 - 0.106 \text{ Earning} - 4.736 \text{ Profitability} + 0.126 \text{ Size} - 0.00308 \text{ Growth} + \varepsilon$$

$$\text{Debt} = 1.458 - 0.108 \text{ Earning} - 4.763 \text{ Profitability} + 0.146 \text{ Size} - 0.03094 \text{ Growth} + \varepsilon$$

Pengujian statistika disajikan melalui uji F, uji t, dan uji koefisien determinasi ( $R^2$  – *R squared*) disajikan pada ketiga tabel berikut:

**Tabel V.I**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Leverage**  
**Untuk Sektor Aneka Industri**

$$\text{Leverage} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ earning} + \alpha_2 \text{ size} + \alpha_3 \text{ profitability} + \alpha_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	Koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	1.548	1.667	0.098	8.923 (0,000)
earning	-0.106	-2.289	0.024	
Size	0.126	2.161	0.033	
profitability	-4.736	-9.445	0,000	
growth	-3.08E-02	-3.575	0.046	

$$R^2 = 0.482$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.441$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Untuk persamaan (2), output uji koefisien determinasi, Uji F dan uji t sebagai berikut:

**Tabel V.J**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Debt**  
**Untuk Sektor Aneka Industri**

$$\text{Debt} = \beta_0 + \beta_1 \text{ earning} + \beta_2 \text{ size} + \beta_3 \text{ profitability} + \beta_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	Koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	1,458	1,776	0,094	8,953 (0,000)
earning	-0,108	-2,298	0,028	
Size	0,146	2,181	0,038	
profitability	-4,763	-9,445	0,000	
Growth	-0,03094	-3,755	0,048	

$$R^2 = 0.493$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.455$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Dari pengujian statistika diketahui bahwa regresi multivariat menghasilkan hasil uji f konsiten dengan sektor pertanian, pertambangan, serta industri dasar dan kimia yaitu keempat variabel penelitian secara bersama-sama mempengaruhi tingkat utang perusahaan. Hasil uji t ditemukan hasil yang konsiten dengan uji t dari sektor aneka industri, koefisien regresi (tanda maupun signifikansi). Adapun koefisien determinasi menjelaskan bahwa sebesar 48,2% dan 49,3% variasi tingkat utang perusahaan sektor aneka industri dapat dijelaskan oleh laba perusahaan, tingkat profitabilitas, ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan perusahaan.

#### V. Sektor Industri Barang Konsumsi

Setelah melakukan regresi multivariat untuk sektor industri barang konsumsi diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = 2.308 - 0.136 \text{ Earning} - 0.462 \text{ Profitability} + 0.183 \text{ Size} - 0.182 \text{ Growth} + \varepsilon$$

$$\text{Debt} = 2.309 - 0.132 \text{ Earning} - 0.475 \text{ Profitability} + 0.188 \text{ Size} - 0.186 \text{ Growth} + \varepsilon$$

Pengujian statistika disajikan melalui uji F, uji t, dan uji koefisien determinasi ( $R^2$  – *R squared*) disajikan pada tabel-tabel berikut:

**Tabel V.K**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Leverage**  
**Untuk Sektor Industri Barang Konsumsi**

$$\text{Leverage} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ earning} + \alpha_2 \text{ size} + \alpha_3 \text{ profitability} + \alpha_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	2.308	2.665	0.008	16.323 (0,000)
earning	-0.136	-3.206	0.002	
Size	0.183	3.557	0,000	
profitability	-0.462	-4.005	0,000	
growth	-0.182	-4.817	0,000	

$$R^2 = 0.267$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.251$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Untuk persamaan (2), output uji koefisien determinasi, Uji F dan uji t sebagai berikut :

**Tabel V.L**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Debt**  
**Untuk Sektor Industri Barang Konsumsi**

$$\text{Debt} = \beta_0 + \beta_1 \text{ earning} + \beta_2 \text{ size} + \beta_3 \text{ profitability} + \beta_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	2,309	2,657	0,009	16,223 (0,000)
earning	-0,132	-3,209	0,005	
Size	0,188	3,887	0,000	
profitability	-0,475	-4,008	0,000	
Growth	-0,186	-4,781	0,000	

$$R^2 = 0.263$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.241$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Dari pengujian statistika dapat dinyatakan bahwa regresi multivariat menghasilkan hasil uji f yang konsisten dengan sektor lainnya. Dari uji f untuk

sektor industri barang konsumsi diperoleh f-stat signifikan. Hasil uji t ditemukan hasil yang konsisten dengan sektor-sektor terdahulu dimana korelasi antara *leverage* dan ketiga variabel (laba, profitabilitas, dan *growth*) negatif signifikan, pengaruh *leverage* dan ukuran perusahaan positif signifikan. Adapun koefisien determinasi menghasilkan temuan bahwa 26.7% dan 26.7% variasi tingkat utang perusahaan sektor industri barang konsumsi dapat dijelaskan oleh laba, tingkat profitabilitas, ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan perusahaan.

## VI. Sektor Properti dan Real Estate

Setelah melakukan regresi multivariat untuk sektor properti dan real estate diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut :

$$\text{Debt} = 0.817 - 0.137 \text{ Earning} - 0.377 \text{ Profitability} + 0.119 \text{ Size} - 0.109 \text{ Growth} + \varepsilon$$

$$\text{Leverage} = 0.816 - 0.134 \text{ Earning} - 0.399 \text{ Profitability} + 0.118 \text{ Size} - 0.107 \text{ Growth} + \varepsilon$$

Pengujian statistika disajikan melalui uji F, uji t, dan uji koefisien determinasi ( $R^2 - R \text{ squared}$ ) disajikan pada tabel ringkasan berikut:

**Tabel V.M**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Leverage**  
**Untuk Sektor Industri Properti dan Real Estate**

$$\text{Leverage} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ earning} + \alpha_2 \text{ size} + \alpha_3 \text{ profitability} + \alpha_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	0.816	0.776	0.44	14.577 (0,000)
earning	-0.134	-4.261	0,000	
Size	0.118	2.346	0.021	
profitability	-0.399	-2.373	0.002	
growth	-0.107	-4.605	0,000	

$$R^2 = 0.391$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.364$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Untuk persamaan (2), output uji koefisien determinasi, Uji F dan uji t sebagai berikut :

**Tabel V.N**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Debt**  
**Untuk Sektor Industri Properti dan Real Estate**

$$\text{Debt} = \beta_0 + \beta_1 \text{ earning} + \beta_2 \text{ size} + \beta_3 \text{ profitability} + \beta_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (sig)
C	0,817	0,677	0,657	14,755 (0,000)
earning	-0,137	-4,265	0,000	
Size	0,119	2,348	0,018	
profitability	-0,377	-2,337	0,002	
Growth	-0,109	-4,608	0,000	

$$R^2 = 0.395$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.373$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Dari pengujian statistika dapat dinyatakan bahwa regresi multivariat menghasilkan hasil uji f yang konsiten dengan sektor lainnya. Hasil uji t ditemukan hasil yang konsisten dengan temuan sektor-sektor yang lain dengan korelasi tiga variabel (*laba*, *profitabilitas*, dan *growth*) terhadap tingkat utang perusahaan properti dan *real estate* adalah negatif signifikan sedangkan pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat utang perusahaan sektor ini ialah positif signifikan. Adapun koefisien determinasi menghasilkan temuan bahwa 39.1% dan 39.5% variasi tingkat utang perusahaan sektor properti dan *real estate* dapat dijelaskan oleh laba perusahaan, tingkat profitabilitas, ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan perusahaan.

## VII. Sektor Industri Transportasi, Utilitas, dan Infrastruktur

Setelah melakukan regresi multivariat untuk sektor transportasi, utilitas dan infrastruktur diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = 1.156 - 0.283 \text{ Earning} - 0.222 \text{ Profitability} + 0.274 \text{ Size} - 0.284 \text{ Growth} + \varepsilon$$

$$\text{Debt} = 1.165 - 0.286 \text{ Earning} - 0.255 \text{ Profitability} + 0.277 \text{ Size} - 0.287 \text{ Growth} + \varepsilon$$

Pengujian statistika disajikan melalui uji F, uji t, dan uji koefisien determinasi ( $R^2 - R\text{ squared}$ ) disajikan pada tabel-tabel berikut:

**Tabel V.O**

### Ringkasan Regresi Multivariat Leverage

#### Untuk Sektor Industri Transportasi, Utilitas, dan Infrastruktur

$$\text{Leverage} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ earning} + \alpha_2 \text{ size} + \alpha_3 \text{ profitability} + \alpha_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (0,000)
C	1.156	0.744	0.46	6.607 (0,000)
earning	-0.283	-3.399	0.001	
Size	0.274	2.694	0.01	
profitability	-0.222	-1.628	0.011	
growth	-0.284	-3.253	0.002	

$$R^2 = 0.341$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.29$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Untuk persamaan (2), output uji koefisien determinasi, Uji F dan uji t sebagai berikut :

**Tabel V.P**  
**Ringkasan Regresi Multivariat Debt**  
**Untuk Sektor Industri Transportasi, Utilitas, dan Infrastruktur**

$$\text{Debt} = \beta_0 + \beta_1 \text{ earning} + \beta_2 \text{ size} + \beta_3 \text{ profitability} + \beta_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (0,000)
C	1,165	0,756	0,467	8,607 (0,000)
earning	-0,286	-3,366	0,001	
Size	0,277	2,697	0,015	
profitability	-0,255	-1,385	0,014	
Growth	-0,287	-3,425	0,003	

$$R^2 = 0.367$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.345$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Dari pengujian statistika dapat dinyatakan bahwa regresi multivariat menghasilkan hasil uji f yang konsisten dengan sektor lainnya. Hasil uji t ditemukan hasil yang konsisten dengan temuan sektor-sektor yang lain dengan pengaruh tiga variabel (laba, profitabilitas, dan *growth*) terhadap tingkat utang perusahaan sektor transportasi, utilitas, dan infrastruktur adalah negatif signifikan sedangkan pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat utang perusahaan sektor ini ialah positif signifikan. Adapun koefisien determinasi menghasilkan temuan bahwa 34.1% dan 36.7% variasi tingkat utang perusahaan sektor industri transportasi, utilitas, dan infrastruktur dapat dijelaskan oleh laba perusahaan, tingkat profitabilitas, ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan perusahaan.

### VIII. Sektor Industri Perdagangan, Jasa dan Investasi

Setelah melakukan regresi multivariat untuk sektor perdagangan jasa, dan investasi diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = 1.18 - 0.0550 \text{ Earning} - 0.0603 \text{ Profitability} + 0.0689 \text{ Size} - 0.0603 \text{ Growth} + \varepsilon$$

$$\text{Debt} = 1.17 - 0.066 \text{ Earning} - 0.623 \text{ Profitability} + 0.0688 \text{ Size} - 0.623 \text{ Growth} + \varepsilon$$

Sedangkan pengujian statistika disajikan melalui uji F, uji t, dan uji koefisien determinasi ( $R^2 - R\text{ squared}$ ) disajikan pada tabel-tabel berikut:

**Tabel V.Q**

**Ringkasan Regresi Multivariat Leverage**

**Untuk Sektor Industri Perdagangan, Jasa, dan Investasi**

$$\text{Leverage} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ earning} + \alpha_2 \text{ size} + \alpha_3 \text{ profitability} + \alpha_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (0,000)
C	1.18	1.774	0.079	6.98 (0,000)
earning	-5.50E-02	-2.284	0.025	
Size	6.89E-02	1.967	0.042	
profitability	-0.623	-4.535	0,000	
growth	-6.03E-02	-2.23	0.028	

$$R^2 = 0.235$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.201$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Untuk persamaan (2), output uji koefisien determinasi, Uji F dan uji t sebagai berikut :

**Tabel V.R**

**Ringkasan Regresi Multivariat Debt**

**Untuk Sektor Industri Perdagangan, Jasa, dan Investasi**

$$\text{Debt} = \beta_0 + \beta_1 \text{ earning} + \beta_2 \text{ size} + \beta_3 \text{ profitability} + \beta_4 \text{ growth} + \varepsilon_{it}$$

variabel	koefisien	T-stat	sig.	F-stat (0,000)
C	1,17	1,778	0,078	6,987 (0,000)
earning	-0,066	-2,289	0,028	
Size	0,0688	1,978	0,041	
profitability	-0,623	-4,535	0,000	
Growth	-0,06026	-2,23	0,028	

$$R^2 = 0.239$$

$$\text{Adj-}R^2 = 0.217$$

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer

Dari pengujian statistika dapat dinyatakan bahwa regresi multivariat menghasilkan hasil uji  $f$  yang konsisten dengan sektor lainnya. Hasil uji  $t$  ditemukan hasil yang konsisten dengan temuan sektor-sektor yang lain dengan pengaruh tiga variabel (laba, profitabilitas, dan *growth*) terhadap tingkat utang perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi adalah negatif signifikan sedangkan pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat utang perusahaan sektor ini ialah positif signifikan. Adapun koefisien determinasi menghasilkan temuan bahwa 23.5% dan 23.9% variasi tingkat utang perusahaan sektor industri perdagangan jasa dan investasi dapat dijelaskan oleh laba perusahaan, tingkat profitabilitas, ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan perusahaan.

#### **Pilihan Keputusan Pendanaan Perusahaan Publik serta Tabel Ringkasan Hasil Untuk Masing-Masing Sektor Industri**

Sebagaimana yang telah didiskusikan peneliti secara singkat pada bagian awal hasil regresi multivariat untuk seluruh sampel pada periode penelitian, penting untuk dijelaskan bahwa regresi multivariat dipilih karena model regresi dapat membuat model keputusan pendanaan apakah mengikuti hipotesis *pecking order* atau *free cash flow* ataukah lebih tepat mengikuti hipotesis *static trade off* atau *optimal capital structure* yang dikenal dengan konsep *weighted average of cost capital* dalam ranah manajemen keuangan perusahaan. Selain model regresi sederhana, terdapat contoh misalnya penelitian Chandra yang menggunakan model persamaan struktural yang kerap dikenal dengan SEM (*Structural Equation Modeling*) telah membuktikan bahwa sikap perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia cenderung konservatif dengan menganut *pecking-order hypothesis*.<sup>72</sup> Sikap konservatisme perusahaan publik diimplementasikan dalam investasi *liquid assets* yang bertujuan sebagai instrument antisipatif risiko bisnis serta sebagai sumber dana internal.

---

<sup>72</sup> Teddy Chandra. (2007). *Pengaruh Environment Risk, Corporate Strategy dan Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan, dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta*.

Selanjutnya Chandra membagi perusahaan dalam penelitiannya kedalam papan utama (*main board*) dan papan pengembangan (*development board*). Pada umumnya perusahaan yang termasuk papan utama adalah perusahaan lapis pertama (*blue chips*) sedangkan perusahaan yang termasuk papan pengembangan adalah perusahaan lapis kedua dan seterusnya. Selanjutnya Ia juga menemukan bukti bahwa perusahaan papan atas (*main board*), penambahan hutang menjadi pisau bermata dua. Disatu sisi penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi disisi lain peningkatan hutang akan meningkatkan *cost of debt* sehingga akan menurunkan produktivitas aktiva. Penurunan produktivitas aktiva akhirnya juga akan menurunkan nilai perusahaan. Artinya penggunaan hutang merupakan hal yang baik, tetapi penggunaan hutang yang berlebihan akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan.

Perusahaan lapis kedua (*development board*), penambahan hutang tidak banyak mempengaruhi nilai perusahaan, bahkan sebaliknya akan menurunkan kinerja keuangan perusahaan yang akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh sebab itu kebutuhan dana lebih banyak diarahkan pada sumber dana internal dan penambahan saham baru.

Penelitian yang berbeda dari Chandra dilakukan oleh Nainggolan (2009) yang menganggap penelitian terdahulu tentang struktur permodalan menghasilkan kesimpulan yang tidak konsisten tentang pengaruh faktor pajak terhadap pertumbuhan hutang. Penelitian tersebut dimaksudkan perbaikan dari studi Graham (1996) dan McKie Mason (1990). Kedua peneliti berusaha menginvestigasi apakah faktor pajak berpengaruh terhadap perubahan hutang jangka panjang dan total hutang perusahaan dengan mengadopsi teori *trade-off*. Perbedaan studi Nainggolan dengan Graham dan Mckie Mason terletak pada dua hal: (i) studi Nainggolan memperhitungkan konteks lokal dari ketiga negara sampel (Thailand, Korea, dan Indonesia) dalam hal ini menyangkut tarif, insentif pajak serta kepatuhan wajib pajak. (ii) Penggunaan data panel memungkinkan pengamatan atas karakteristik perusahaan sampel. Hal yang menarik dari hasil penelitian Nainggolan adalah peneliti menyebutkan dari aspek profitabilitas usaha

justru tidak mendorong penggunaan hutang- seperti dugaan teori *trade-off* yakni adanya *debt tax shields*- kondisi tersebut cenderung mendukung bagi teori *pecking-order*.

Temuan utama penelitian, yang terkait dengan pilihan keputusan pendanaan perusahaan publik, memperkuat dugaan *pecking order theory* digunakan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan penerapan yang sedikit berbeda yaitu : *pertama*, untuk perusahaan *main board* pilihan sumber dana utama adalah *liquid assets* kemudian kekurangannya dipenuhi dengan hutang, pilihan terakhir adalah saham baru. *Kedua*, untuk perusahaan *development board* pilihan sumber dana utama tetap *liquid assets*. Sumber dana dari hutang merupakan pilihan yang buruk, karena secara tidak langsung akan menurunkan nilai perusahaan.

Dengan demikian telah diuraikan beberapa perbandingan temuan penelitian di Luar Negeri yang diwakili oleh penelitian klasik dari Jonatahan Baskin serta penelitian empiris tiga serangkai Ghassem Homaifar, Joachim Zeits, dan Omar Benkato. Sedangkan penelitian dari dalam negeri diwakili oleh paper dari Teddy Chandra. Berdasarkan hasil penelitian yang telah diulas peneliti maka hubungan antara variabel-variabel penelitian dapat disajikan dalam Tabel V.2 dibawah ini :

**Tabel V.2**  
**Ringkasan Temuan Penelitian**

<b>Variabel Penelitian</b>	<b>Leverage</b>	<b>Debt</b>	<b>Sektor</b>
Earning	(-) signifikan	(-) signifikan	Seluruh Sektor
Size	(+) signifikan	(+) signifikan	Mulai Tahun 2000-2007
Profitability	(-) signifikan	(-) signifikan	
Growth	(-) signifikan	(-) signifikan	
		Interpretasi	
<i>Leverage/Debt Earning</i>	(-) signifikan	<i>Pecking Order Theory</i> yang berlaku dalam pilihan keputusan pendanaan perusahaan publik	
<i>Leverage/Debt Size</i>	(+) signifikan		
<i>Leverage/Debt Profitability</i>	(-) signifikan		
<i>Leverage/Debt Growth Opportunity</i>	(-) signifikan	Peluang investasi dibiayai modal sendiri	

Sumber: Hasil Pengolahan Data primer Dirangkum Peneliti

Dari tabel V.2 terbaca bahwa pada intinya dalam kebijakan pendanaan perusahaan publik yang menjadi sampel penelitian cenderung mengikuti *pecking order theory* yang ditandai dengan hubungan antara *leverage (debt)* dan *earning* adalah negatif signifikan.

### Summary Hasil Regresi Masing-masing Sektor

Guna menguji konsistensi hasil regresi pertama dan kedua diatas maka dilakukan regresi untuk 8 sektor yang termasuk dalam klasifikasi sektor industri dari Bursa Efek Indonesia kecuali sektor perbankan. Peneliti akan mencantumkan tabel hasil regresi masing-masing sektor disertai narasi yang menjelaskan temuan yang berlaku untuk kedepelapan sektor tersebut pada alinea-alinea dibawah ini.

**Tabel V.3**  
**Regresi Sektor Pertanian dan Pertambangan**

Variabel Penelitian	Leverage	Debt	Sektor Industri
Earning	(-) signifikan	(-) signifikan	Pertanian
Size	(+) tdk signifikan	(+) tdk signifikan	
Profitability	(-) signifikan	(-) signifikan	
Growth	(-) signifikan	(-) signifikan	
<i>Earning</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	Pertambangan
<i>Size</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	
<i>Profitability</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	
<i>Growth</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer Dirangkum Peneliti

Dari tabel V.3 terlihat untuk sektor pertanian diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut: Variabel laba, profitabilitas, dan peluang pertumbuhan berkorelasi negatif signifikan dengan tingkat *leverage* sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage* namun tidak signifikan. Korelasi variabel keempat bebas dengan tingkat *leverage* untuk sektor pertambangan adalah negatif signifikan, keempat variabel mencakup laba, *profitability*, ukuran perusahaan dan *growth opportunity*. Artinya semakin

meningkat tingkat laba, profitabilitas, *size* dan peluang pertumbuhan semakin menurunkan tingkat hutang.

**Tabel V.4**  
**Regresi Sektor Industri Dasar-Kimia dan Aneka Industri**

Variabel Penelitian	Leverage	Debt	Sektor Industri
Earning	(-) signifikan	(-) signifikan	Industri Dasar
Size	(+) tdk signifikan	(+) tdk signifikan	Dan Kimia
Profitability	(-) signifikan	(-) signifikan	
Growth	(-) signifikan	(-) signifikan	
<i>Earning</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	Aneka Industri
<i>Size</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	
<i>Profitability</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	
<i>Growth</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer Dirangkum Peneliti

Setelah melakukan regresi multivariat untuk sektor industri dasar dan kimia seperti terlihat pada tabel V.4 diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut: variabel laba, *profitability*, dan *growth* berkorelasi negatif signifikan dengan tingkat *leverage* sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage* namun tidak signifikan. Temuan penelitian untuk **sektor aneka industri** adalah korelasi variabel keempat bebas dengan tingkat *leverage* adalah negatif signifikan, keempat variabel mencakup laba, *profitability*, ukuran perusahaan dan *growth opportunity*. Artinya semakin meningkat tingkat laba, profitabilitas, *size* dan peluang pertumbuhan semakin menurunkan tingkat hutang.

**Tabel V.5**  
**Regresi Sektor Barang Konsumsi dan Properti-Real Estate**

Variabel Penelitian	Leverage	Debt	Sektor Industri
Earning	(-) signifikan	(-) signifikan	Barang Konsumsi
Size	(-) signifikan	(-) signifikan	
Profitability	(-) signifikan	(-) signifikan	
Growth	(-) signifikan	(-) signifikan	
<i>Earning</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	<i>Property</i> dan
<i>Size</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	<i>Real Estate</i>
<i>Profitability</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	
<i>Growth</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	

Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer Dirangkum Peneliti

Dari tabel V.5 menunjukkan korelasi variabel keempat bebas dengan tingkat *leverage* untuk sektor industri barang konsumsi adalah negatif signifikan, keempat variabel mencakup laba, *profitability*, ukuran perusahaan dan *growth opportunity*. Artinya semakin meningkat tingkat laba, profitabilitas, *size* dan peluang pertumbuhan semakin menurunkan tingkat hutang pada industri barang konsumsi. Korelasi variabel keempat bebas dengan tingkat *leverage* untuk sektor properti dan real estate adalah negatif signifikan, keempat variabel mencakup laba, *profitability*, ukuran perusahaan dan *growth opportunity*. Artinya semakin meningkat tingkat laba, profitabilitas, *size* dan peluang pertumbuhan semakin menurunkan tingkat hutang pada industri properti.

**Tabel V.6**  
**Regresi Sektor Transportasi, Utilitas, Infrastruktur dan Perdagangan, Jasa, Investasi**

Variabel Penelitian	Leverage	Debt	Sektor Industri
Earning	(-) signifikan	(-) signifikan	Transportasi
Size	(-) signifikan	(-) signifikan	Utilitas
Profitability	(-) signifikan	(-) signifikan	Infrastruktur
Growth	(-) signifikan	(-) signifikan	
<i>Earning</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	Perdagangan
<i>Size</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	Jasa
<i>Profitability</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	Investasi
<i>Growth</i>	(-) signifikan	(-) signifikan	

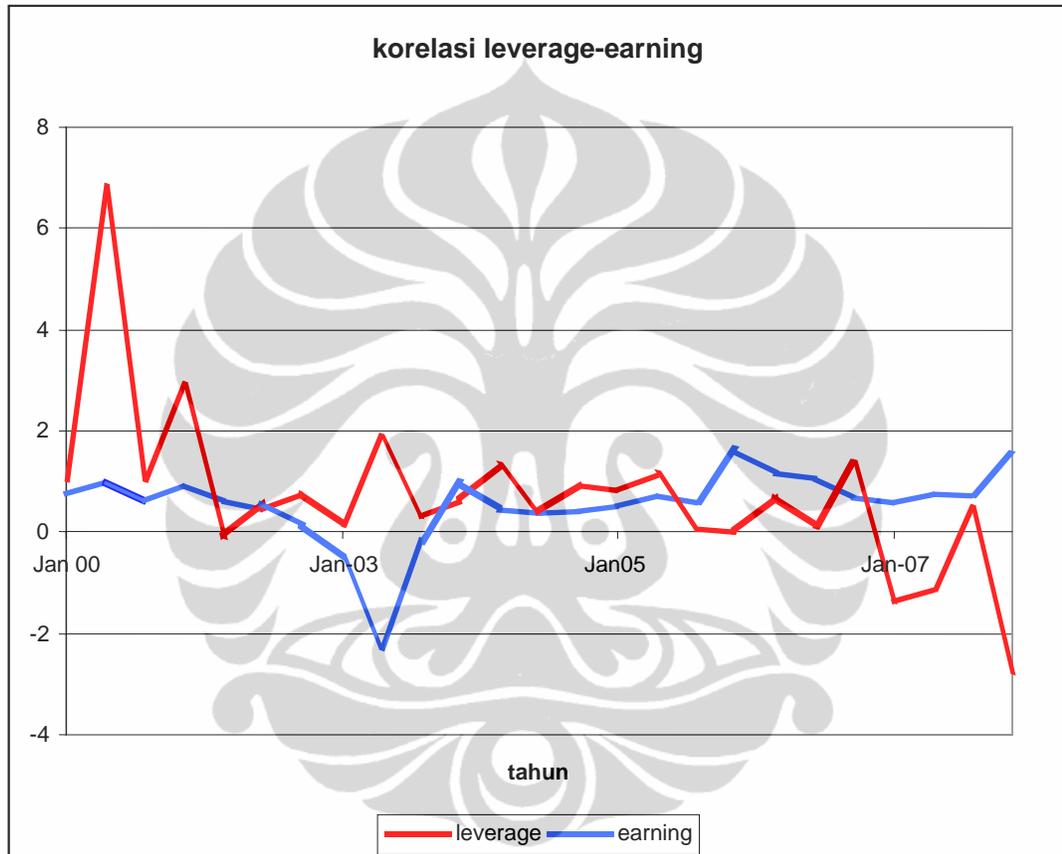
Sumber: Hasil Pengolahan Data Primer Dirangkum Peneliti

Dari tabel V.6 menunjukkan korelasi variabel keempat bebas dengan tingkat *leverage* untuk sektor industri transportasi, utilitas, serta infrastruktur adalah negatif signifikan, keempat variabel mencakup laba, *profitability*, ukuran perusahaan dan *growth opportunity*. Artinya semakin meningkat tingkat laba, profitabilitas, *size* dan peluang pertumbuhan semakin menurunkan tingkat hutang pada industri jasa transportasi utilitas dan infrastruktur. Korelasi variabel keempat bebas dengan tingkat *leverage* untuk sektor industri perdagangan, jasa dan investasi adalah negatif signifikan, keempat variabel mencakup laba, *profitability*, ukuran perusahaan dan *growth opportunity*. Artinya semakin meningkat tingkat laba, profitabilitas, *size* dan peluang pertumbuhan semakin menurunkan tingkat hutang pada industri perdagangan, jasa dan investasi.

Guna membantu memberikan pemahaman kita tentang hubungan (korelasi) antara masing-masing variabel yaitu: korelasi antara tingkat utang

(*leverage*) dengan tingkat *earning* perusahaan, korelasi tingkat *leverage* dengan ukuran perusahaan, korelasi tingkat *leverage* dengan tingkat profitabilitas perusahaan, korelasi tingkat *leverage* dengan kesempatan pertumbuhan perusahaan disajikan melalui grafik-grafik dibawah ini :

**Grafik *Leverage - Earning***

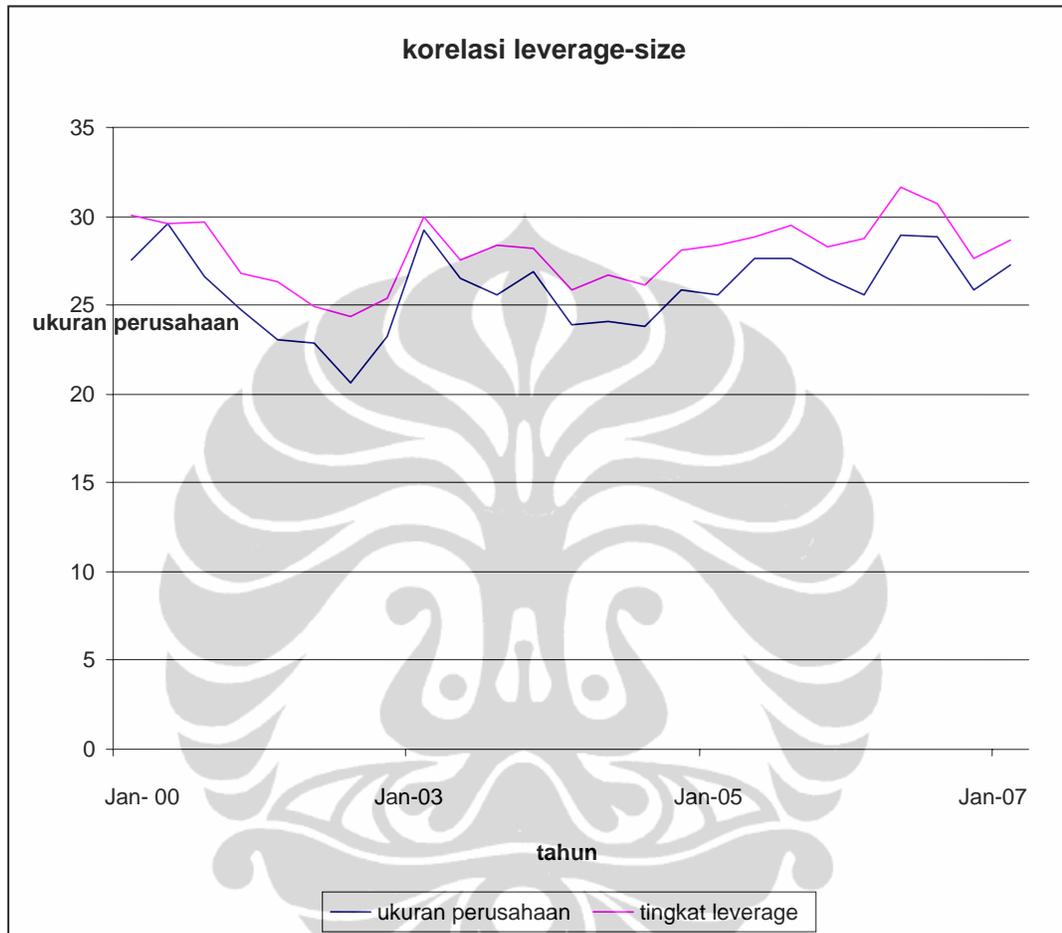


Sumber: pengolahan data primer oleh peneliti

Dari grafik, peneliti menyimpulkan hubungan antara tingkat utang dan *earning* perusahaan adalah negatif dimana kenaikan tingkat hutang perusahaan publik akan menurunkan tingkat *earning* perusahaan dan sebaliknya jika tingkat hutang perusahaan publik menurun akan meningkatkan *earning* perusahaan.

Grafik hubungan tingkat *leverage* dengan ukuran perusahaan disajikan dibawah ini:

**Grafik leverage- Size**

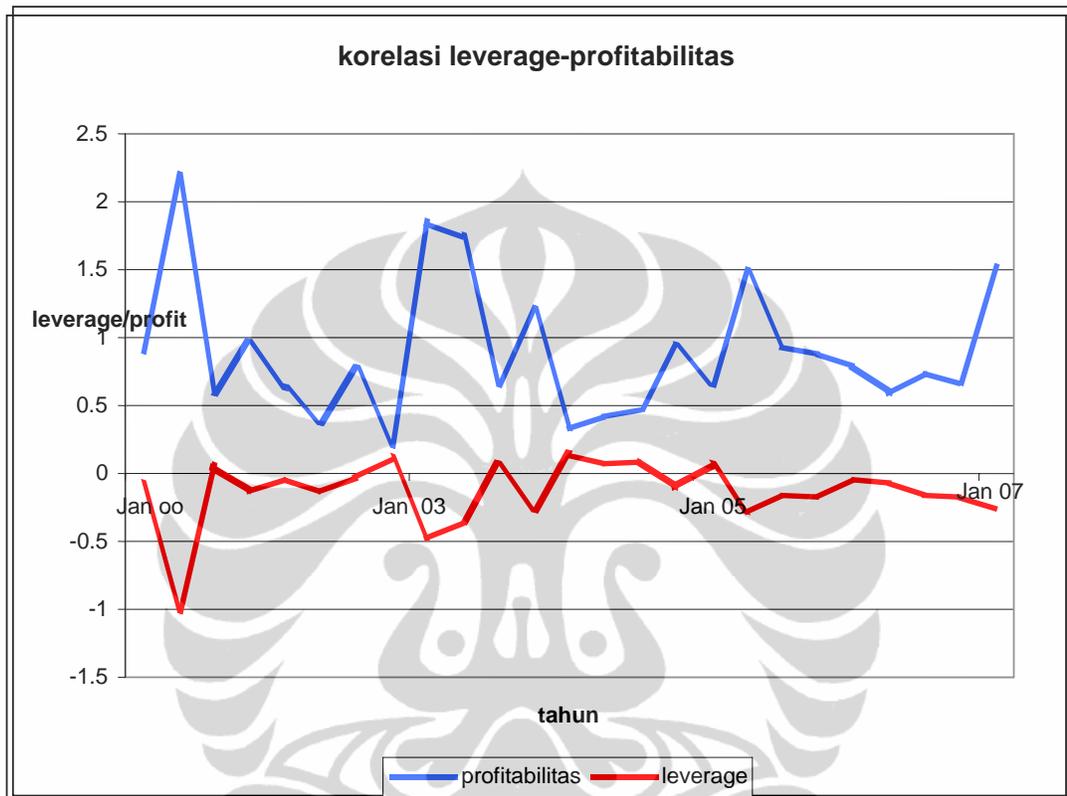


Sumber: pengolahan data primer oleh peneliti

Dari grafik, peneliti menyimpulkan hubungan antara tingkat utang dan ukuran perusahaan adalah positif dimana kenaikan tingkat hutang perusahaan publik berbanding lurus dengan ukuran perusahaan.

Grafik hubungan tingkat *leverage* dengan tingkat profitabilitas perusahaan disajikan dibawah ini:

**Grafik *Leverage* – profitabilitas**

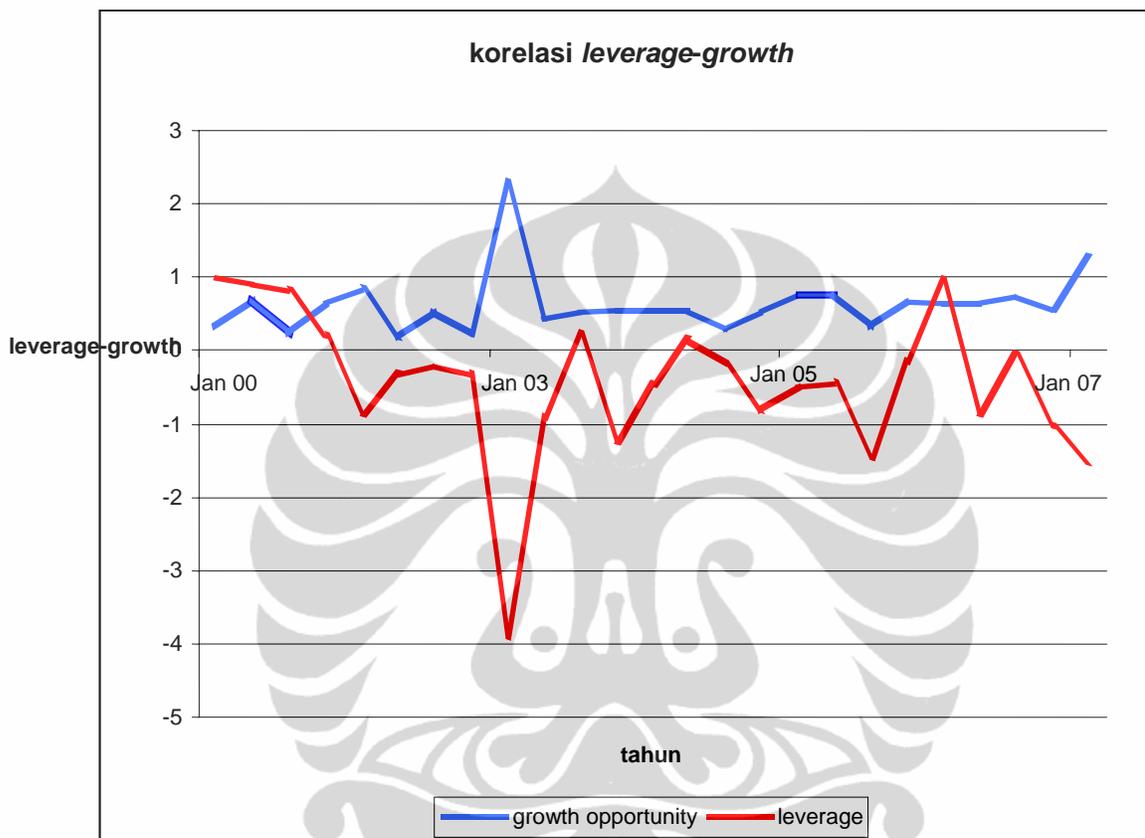


Sumber: pengolahan data primer oleh peneliti

Dari grafik, peneliti menyimpulkan hubungan antara tingkat utang dan profitabilitas perusahaan adalah negatif dimana kenaikan tingkat hutang perusahaan publik akan menurunkan profitabilitas perusahaan dan sebaliknya jika tingkat hutang perusahaan publik menurun akan meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Grafik hubungan tingkat *leverage* dengan kesempatan (peluang) pertumbuhan perusahaan disajikan dibawah ini:

**Grafik *Leverage – growth opportunity***



Sumber: hasil pengolahan data primer oleh peneliti

Dari grafik, peneliti menyimpulkan hubungan antara tingkat utang dan peluang pertumbuhan perusahaan adalah negatif dimana kenaikan tingkat hutang perusahaan publik akan menurunkan peluang pertumbuhan perusahaan dan sebaliknya jika tingkat hutang perusahaan publik menurun akan meningkatkan peluang pertumbuhan perusahaan.

### **Pembahasan Studi Lapangan Melalui *Focus Group Discussion***

Setelah memperoleh hasil penelitian sementara melalui studi pustaka atas dokumen peraturan perpajakan mulai dari ordonansi perpajakan tahun 1925 kemudian Undang-Undang Pajak Bunga Dividen Royalti (PBDR 1970) hingga Undang-Undang Nomor 38 Tahun 2008, kemudian peneliti menguji model

keputusan pendanaan melalui variabel *leverage* dan *debt* sehingga diperoleh kesimpulan sementara bahwa perusahaan publik cenderung menggunakan dana internal dibanding sumber dana internal dalam *financing decision*-nya untuk periode 2000-2007, perbedaan perlakuan perpajakan atas bunga pinjaman dan dividen memberikan implikasi perpajakan yang berbeda atas dua sumber dana bagi perusahaan baik yang publik maupun perusahaan tertutup. Kesimpulan sementara disajikan melalui tabel dibawah ini:

**Tabel V.8 Ringkasan  
Hasil Kesimpulan Sementara Penelitian**

No	Pertanyaan Penelitian	Kesimpulan Sementara
1	Apakah terdapat konsistensi perlakuan kebijakan perpajakan atas bunga pinjaman dan dividen?	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Perlakuan bunga pinjaman secara konsisten dianggap sebagai beban yang dapat mengurangi biaya secara implisit untuk periode 1925-1983. Bunga pinjaman secara eksplisit disebutkan salah satu unsur biaya yang dapat dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak untuk periode 1984-sekarang</li> <li>➤ Pembagian dividen tunai yang dilakukan oleh setiap perusahaan baik yang terdaftar di bursa atau tidak, bukan merupakan biaya untuk kepentingan perhitungan PPh badan perusahaan untuk periode 1925-1983. Ketentuan tersebut pengaturannya tidak secara jelas dan lugas (implisit)</li> <li>➤ Pemerintah telah menerbitkan Perpu Nomor 12 Tahun 1959 dan Undang-Undang Pajak atas Bunga Dividen dan Royalti (PBDR 1970) Perundang-undangan perpajakan telah secara jelas dan tegas (eksplisit) menyebutkan bahwa dividen yang dibayarkan oleh perusahaan adalah bukan biaya pengurang penghasilan bruto (<i>non deductible expense</i>) untuk periode 1983-sekarang</li> </ul>
2	Bagaimanakah pilihan keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan yang terdaftar di BEI kecuali subsektor perbankan?	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Berdasarkan hasil penelitian, diketahui bahwa kebijakan pendanaan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI untuk periode Tahun 2000-2007 menganut <i>pecking order theory</i>, artinya perusahaan cenderung menggunakan dana akumulasi laba dalam pendanaan kegiatan operasional perusahaan.</li> </ul>
3	Apakah implikasi perpajakan yang timbul	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Perlakuan Bunga Pinjaman bagi perusahaan (Korporasi) sejak ordonansi Pajak Perseroan</li> </ul>

No	Pertanyaan Penelitian	Kesimpulan Sementara
	akibat pilihan keputusan pendanaan oleh perusahaan yang terdaftar di BEI ?.	<p>Tahun 1925 s.d UU No 7 Tahun 1983 tentang PPh sebagaimana telah beberapa kali dirubah terakhir dengan UU No 36 Tahun 2008, bunga pinjaman diberlakukan sebagai beban (biaya) bunga yang dapat dikurangkan dalam menghitung laba kena pajak. Ketentuan ini berlaku secara umum, baik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia atau yang tidak terdaftar.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Bagi perusahaan mempunyai pinjaman dan penempatan pada deposito, dengan jumlah penempatan deposito sama atau lebih besar dari pinjaman, maka bunga pinjaman tidak diakui sebagai biaya. Bila penempatan deposito lebih kecil dari jumlah pinjaman, maka biaya bunga diakui secara proporsional.</li> <li>➤ Perlakuan atas dividen sebagai unsur penghasilan bagi penerima telah diatur secara tegas dalam UU No 7 Tahun 1983 tentang PPh yang telah beberapa kali perubahan terakhir adalah UU No 36 Tahun 2008. Pembayaran Dividen bagi perusahaan juga telah diatur dalam ketentuan Undang-Undang sejak ordonansi Pajak Perseroan dan Undang-Undang Pajak Penghasilan yang sedang berlaku.</li> </ul> <p>Tidak ada perbedaan perlakuan atas dividen yang dibayarkan bagi perusahaan yang terdaftar maupun tidak terdaftar dimana dividen bukan biaya, sehingga tidak boleh dipotongkan dalam menghitung penghasilan kena pajak.</p>

Sumber: hasil penelitian yang diolah kembali

Kesimpulan sementara penelitian ingin diperkuat serta menghasilkan konvergensi (berbagai pendapat, argumentasi, pandangan narasumber sebagai komplemen dari temuan penelitian terkait tiga pertanyaan penelitian ini. Tujuan lain dari studi lapangan dengan diskusi kelompok dimaksudkan mencari sudut pandang baru tentang pilihan keputusan pendanaan dari narasumber yang berasal dari analis pasar maupun emiten, kemudian *Focus Group Discussion* (FGD) dirancang menambahkan ruang lingkup studi kebijakan perpajakan atas bunga pinjaman dan dividen pada perusahaan-perusahaan multinasional. *FGD* sebanyak dua kali yang dilakukan peneliti kemudian dikelompokkan dalam dua kelompok: pertama, narasumber yang berasal dari pakar ilmu perpajakan, praktisi perpajakan (konsultan pajak) serta pihak aparatatur pajak (fiskus) dari Direktorat Jendral Pajak.

Kedua, narasumber yang berasal dari pasar modal yang terdiri dari para analis perusahaan efek, para perusahaan publik (emiten maupun calon emiten) serta konsultan bisnis yang bergerak diarah pasar modal. Alinea-alinea berikut adalah narasi yang berlangsung dalam FGD.

Dari hasil FGD terkait pilihan keputusan pendanaan perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, narasumber menyatakan persetujuannya dengan temuan *pecking order theory* sebagai berikut:

“Inikan tadi dari karakteristik perusahaan terbuka tadi dikatakan sejalan dengan teori. Itu benar hasilnya sangat benar besarnya ukuran perusahaan positif dengan semakin kemampuan perusahaan membayar dividen itu betul.”<sup>73</sup>

Selaras dengan pernyataan narasumber perpajakan, FGD kedua juga menyatakan persetujuan dengan pilihan keputusan pendanaan perusahaan yang berasal dari internal perusahaan (laba ditahan) dengan pernyataan:

“Dari yang bapak temukan memang sangat wajar.. kalau *cost of fund* kita untuk pembiayaan itu sangat tinggi melalui pinjaman bank maka perusahaan lebih memilih sumber internal..itu yang terjadi di pasar modal Indonesia.”<sup>74</sup>

Atas dua pernyataan diatas, peneliti menyatakan bahwa temuan penelitian tentang keputusan pendanaan sesuai kaidah *pecking order* adalah tepat dengan konvergensi pendapat kedua narasumber memvalidasi pengujian statistik yang telah penulis lakukan

Muncul pula pandangan yang tidak sama akan fokus studi ini perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai perusahaan terbuka dimana ada kecenderungan perusahaan tersebut diduga membuat rekayasa keuangan yang dinyatakan narasumber:

“Kalau kita menginginkan perusahaan masuk bursa, memang *raportnya* harus bagus pak. Repotnya kalau sering terjadi “rekayasa” laporan. Apa yang bapak lakukan dan diskusikan ini

<sup>73</sup> Hasil FGD dengan narasumber akademisi dan praktisi pajak tanggal 7 November 2009 Jam 09.30-12.30 di *Meeting Room* Koentjaraningrat FISIP UI

<sup>74</sup> Hasil FGD dengan narasumber analis perusahaan efek dan pelaku pasar modal tanggal 9 November 2009 Jam 17.00-19.00 di Ruang Diskusi Pascasarjana Universitas Indonesia

memang menarik dan sering terjadi. Suatu contoh ada sesuatu yang tidak diatur dan terjadi yang sifatnya abu-abu, itu dimanfaatkan sekali oleh pengusaha begitu.”<sup>75</sup>

Dalam hemat peneliti, indikasi rekayasa laporan keuangan yang menimbulkan kerugian kepada negara dan atau publik perlu dibuktikan dengan sejumlah bukti yang kuat. Namun bila menyangkut laporan keuangan yang sudah diaudit berdasarkan Pedoman Standar Akuntansi Keuangan (PSAK), menurut keyakinan peneliti, data laporan keuangan yang sudah diaudit Akuntan Publik berdasarkan PSAK sudah valid dan reliabel untuk dijadikan data primer penelitian yang bertema keuangan dan perpajakan.

Dari temuan FGD peneliti memperoleh tambahan cakupan studi evaluasi kebijakan perpajakan atas bunga pinjaman dan dividen untuk perusahaan multinasional akan berbeda dari perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek karena strategi perusahaan multinasional dalam kebijakan pendanaan akan dipengaruhi berbagai faktor diantaranya perencanaan pajak yang dijalankan perusahaan tersebut. Praktik keputusan pendanaan perusahaan antar sektor industri juga berbeda, pada sektor industri *crude palm oil* (CPO) berbasis plasma memilih untuk membagikan pinjaman dari perbankan terlebih dahulu kepada perusahaan terafiliasi (anak perusahaan CPO) yang akhirnya akan menimbulkan keputusan pilihan pendanaan yang berbeda.

Sudut pandang baru juga peneliti terima dari temuan FGD berasal dari masukan para analis diantaranya perlu menambahkan sumber pendanaan yang tidak konvensional seperti *repurchase agreement* (Repo) dalam memperoleh dana murah dibandingkan pinjaman dari bank (*bank loan*) sebagaimana dua pernyataan dibawah ini:

“Kemudian mengenai *revo* itu sendiri yang harus dimasukkan, karena beberapa orang disini sudah mengakui itu. Dan dukungan dari beberapa kriteria sudah bisa hutang. Cuma masalahnya dana pensiun itu tidak boleh melakukan *revo*, tetapi perusahaan-perusahaan besar atau perusahaan BUMN dia bisa mengeluarkan *revo*, itu bisa digunakan sebagai instrumen.”<sup>76</sup>

<sup>75</sup> Hasil FGD 7 November 2009, *Op.Cit*

<sup>76</sup> Hasil FGD 9 November 2009, *Op.Cit*

Juga pernyataan sebagai berikut:

“Memang ada beberapa instrumen di pasar modal, seperti *Revo*, *employee management option plan*, itu sebenarnya saya pikir bagian daripada *financian behavior* dari emiten. Contohnya, ketika dia *likuiditynya* berkurang, itu sangat berpengaruh terhadap proses untuk *financingnya*.”<sup>77</sup>

Dengan semakin banyaknya instrumen pendanaan non konvensional seperti Repo, *cash pooling* atau pool fund, serta instrumen-instrumen lanjutan yang timbul dari inovasi finansial dimasa mendatang perlu untuk dicermati pihak pemerintah dalam hal ini DJP dan Bapepam-LK selaku regulator pasar modal serta perusahaan publik agar inovasi keuangan tingkat lanjutan ini bermanfaat positif bagi perkembangan instrumen pendanaan non bank.

Hasil pengolahan temuan kedua FGD, dengan narasumber perpajakan dan narasumber pasar modal, secara ringkas disajikan pada tabel ringkas dibawah ini:

**Tabel V.9 Ringkasan**  
**Input temuan FGD untuk penelitian**

<i>Input</i> dari FGD Perpajakan	<i>Input</i> dari FGD pasar modal	Masukan-masukan lainnya
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Narasumber menyatakan persetujuan dengan temuan peneliti yang mengonfrimasi bahwa teori <i>pecking order</i> berlaku di pasar modal dalam pendanaan perusahaan</li> <li>- Untuk kasus perusahaan multinasional maka perlu penelitian lebih mendalam karena kebijakan <i>holding company</i> dalam strategi pendanaan serta</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Narasumber tidak menyatakan penolakan dengan temuan peneliti yang mengonfrimasi bahwa teori <i>pecking order</i> berlaku di pasar modal dalam pendanaan perusahaan. Dari data hasil penelitian tidak ditemukan cukup bukti untuk menerima teori <i>static trade off</i> yang berlaku.</li> <li>- Narasumber menambahkan sumber pendanaan</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Terkait kebijakan pemerintah tentang <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) untuk tidak membatasi rasio tertentu sudah tepat walaupun perlu diperhatikan pilihan keputusan pendanaan perusahaan terutama yang telah <i>listed</i></li> <li>-Kebijakan atas bunga pinjaman dan dividen yang berlaku sudah semakin terperinci</li> </ul>

<sup>77</sup> Hasil FGD 9 November 2009, *Ibid.*

<i>Input dari FGD Perpajakan</i>	<i>Input dari FGD pasar modal</i>	Masukan-masukan lainnya
<p>perencanaan perpajakan bagi perusahaan akan berbeda dari perusahaan biasa misalnya kasus perusahaan <i>go public</i></p> <p>- Pada perusahaan berbasis komoditas seperti CPO diuraikan praktik pinjaman perbankan dibagi terlebih dahulu diantara anak perusahaan terafiliasi sehingga hasil akhir dari keputusan pendanaan akan berbeda</p>	<p>non konvensional, artinya adalah instrumen pasar modal dalam memperoleh dana murah dibandingkan bunga bank. Antara lain instrumen jangka pendek tersebut Repurchase Agreement (Repos)-Reserves, <i>cash pooling</i>, saham pengganti gaji (bukan saham bonus), dan instrumen lanjutan (<i>advances instruments</i>)</p>	<p>dari waktu ke waktu. Kejelasan dan fokus kebijakan semakin diperlukan dimasa mendatang seiring terus bertambah kontribusi pajak dalam pembangunan nasional.</p> <p>- Selain menggunakan rasio DER berdasarkan <i>best practices</i> dari negara-negara yang tergabung dalam OECD perlu disosialisasikan penggunaan indikator lain yang lebih dinamis dan mutakhir seperti <i>borrowing capacity</i> yang dimiliki setiap perusahaan publik</p>

Sumber: hasil penelitian yang diolah kembali

#### **D. Implikasi Kebijakan Perpajakan Yang Timbul Akibat Keputusan Pendanaan Perusahaan**

##### **1. Perlakuan Kebijakan Perpajakan atas Bunga Pinjaman**

Hasil penelitian peneliti atas perlakuan Bunga Pinjaman bagi perusahaan (Korporasi) sejak ordonansi Pajak Perseroan Tahun 1925 sampai dengan Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan sebagaimana telah

beberapa kali dirubah terakhir dengan Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008, Bunga Pinjaman diberlakukan sebagai beban (biaya) bunga yang dapat dikurangkan dalam menghitung laba kena pajak. Ketentuan ini berlaku secara umum, baik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia atau yang tidak terdaftar.

Bagi perusahaan yang pada saat bersamaan mempunyai pinjaman dan penempatan pada deposito, dimana jumlah penempatan deposito sama atau lebih besar dari pinjaman, maka bunga pinjaman tidak diakui sebagai biaya. Apabila terjadi penempatan deposito lebih kecil dari jumlah pinjaman, maka biaya bunga diakui secara proporsional. Dari batasan ketentuan biaya bunga tersebut, kecenderungan melakukan *Thin Capitalization* semakin kecil.

## **2. Perlakuan Kebijakan Perpajakan Atas Dividen**

Perlakuan atas dividen sebagai unsur penghasilan bagi penerima telah diatur secara tegas dalam Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan sebagaimana telah beberapa kali dirubah terakhir dengan Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008. Pembayaran Dividen bagi perusahaan juga telah diatur dalam ketentuan Undang-Undang sejak Tahun 1925 melalui ordonansi Pajak Perseroan dan Undang-Undang Pajak Penghasilan yang berlaku.

Tidak ada perbedaan perlakuan atas dividen yang dibayarkan bagi perusahaan yang terdaftar maupun tidak terdaftar di Bursa Efek yaitu Dividen bukan biaya, sehingga tidak boleh dipotongkan dalam menghitung pendapatan kena pajak. Dengan demikian tidak ada implikasi yang berbeda antara perusahaan yang terdaftar maupun yang tidak terdaftar di BEI.

Khusus bagi penerima dividen perorangan dikenakan pajak final sebesar 10% dan bila dibagikan pada pemegang saham berbentuk badan dengan kepemilikan lebih dari 25% dan perusahaan aktif maka dibebaskan dari pengenaan tersebut. Implikasi atas peraturan ini perusahaan cenderung tidak membagi dividen apabila mayoritas pemegang saham adalah berbentuk badan. Implikasi lain ialah adanya *double taxation* dalam pengenaan pajak penghasilan.

### 3. Implikasi Perpajakan Atas Adanya Kebijakan Pendanaan

Hasil penelitian atas adanya kebijakan pendanaan dalam Tahun 2000 sampai dengan Tahun 2007 yang cenderung menggunakan *Pecking Order*, maka kecenderungan perusahaan melakukan tax planning dengan memperbesar pinjaman (*thin capitalization*) tidak terbukti. Adanya ketentuan yang mengatur bunga pinjaman dibatasi sebagai unsur biaya (*deductible*) bagi perusahaan yang waktu bersamaan juga menempatkan deposito, juga memperkecil adanya penghindaran pajak. Dengan uraian di atas, maka kebijakan pemerintah yang menunda atau menangguhkan ketentuan *Debt Equity Ratio* adalah tepat.

#### E. Implikasi Teoritis dan Manajerial Implikasi Teoritis

Implikasi teoritis dari riset ini terdiri dari implikasi yang terkait temuan dan bagi penelitian selanjutnya. Temuan penelitian ini secara teoritis mengonfirmasikan hasil penelitian didalam negeri (Chandra, 2007) dan luar negeri (Baskin, 1989) bahwa *pecking order theory* dapat menjelaskan pengaruh laba terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Implikasinya perusahaan publik yang termasuk dalam sampel penelitian ini menggunakan kebijakan pendanaan yang lebih konservatif dengan hierarki tertentu mulai dari dana internal, pinjaman bank atau pihak ketiga, dana eksternal seperti penerbitan obligasi dan saham baru. Peluang pendanaan non konvensional juga memberikan alternatif pendanaan selain pendanaan yang lazim ditemui. Inovasi finansial menjadi kata kunci memahami kesempatan pendanaan non-konvensional.

Bagi penelitian selanjutnya, penelitian yang bertema evaluasi kebijakan perpajakan perlu memperbaiki klasifikasi perusahaan publik yang menjadi fokus kajian berdasarkan kapitalisasi pasar dan struktur kepemilikan. Peneliti selanjutnya perlu memperkaya dan memperdalam kajian evaluasi kebijakan pajak atas bunga pinjaman dan dividen pada beragam perusahaan multinasional yang telah terdaftar agar pembahasan, diskusi, temuan menambah pengetahuan serta pemahaman para pemangku kepentingan akan praktik-praktik pajak perusahaan multinasional yang menjadi *holding company*.

## **Implikasi Manajerial**

### **1. Bagi Direktorat Jendral Pajak**

Kebijakan pemerintah melalui Direktorat Jendral Pajak tentang rasio DER untuk tidak membatasi rasio tertentu sudah tepat walaupun perlu diperhatikan perilaku pendanaan perusahaan terutama yang telah *listed* dimana sumber pendanaan telah demikian berkembang, canggih, dan terus berinovasi. Kebijakan perpajakan atas bunga pinjaman dan dividen yang berlaku sudah semakin terperinci dari periode ke periode. Kejelasan perlakuan pajak didasarkan pada suatu dasar hukum yang jelas dan kebijakan yang senantiasa mengikuti perkembangan dan inovasi pendanaan perusahaan (*corporate financing*), akan semakin diperlukan dimasa mendatang, seiring terus bertambah kontribusi pajak dalam pembangunan nasional dengan tetap memberi peluang sebesar-besarnya kepada pihak perusahaan untuk tumbuh berkembang dan *profitable*.

### **2. Bagi Emiten**

Berdasarkan hasil penelitian, maka emiten perlu mempertimbangkan faktor pengurang pajak (*tax shield*) dengan mengimplementasikan *static-trade off theory* selain faktor dana internal yang dianggap menjadi proksi *pecking order theory*. Walaupun hal ini belum tentu menguntungkan pihak fiskus (pemerintah) karena dapat menurunkan pendapatan pajak sebagai dampak dari biaya bunga yang lebih besar dapat mengurangi potensi pajak yang akan diterima.

### **3. Bagi Badan Pengawas Pasar Modal-Lembaga Keuangan**

Sumber pendanaan non konvensional yang tidak lain bagian dari instrumen pasar modal dalam memperoleh dana murah dibandingkan bunga pinjaman. Antara lain instrumen jangka pendek tersebut *Repurchase Agreement* (Repos)- *Reserves*, *cash pooling*, saham pengganti gaji (bukan saham bonus), dan instrumen lanjutan (*advances instruments*) memerlukan kejelian menetapkan strategi Bapepam-LK terhadap beragam inovasi keuangan dan memberi perlindungan bagi sebanyak mungkin investor. Pelajaran dari krisis ekonomi global yang berawal dari krisis sektor perumahan Amerika Serikat tahun 2008-2009 yang lalu bahwa persoalan tata kelola selalu menjadi pekerjaan rumah yang jarang diselesaikan tuntas sehingga menimbulkan masalah yang terus berulang.

## BAB VI

### SIMPULAN DAN SARAN

#### A. SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Perlakuan bunga pinjaman secara konsisten dianggap sebagai beban yang dapat mengurangi biaya, hanya tidak secara lugas (implisit) untuk periode 1925-1983 Bunga pinjaman secara eksplisit disebutkan sebagai salah satu unsur biaya yang dapat dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak untuk periode 1984-sekarang Bagi pihak penerima, penghasilan bunga adalah obyek pajak, kecuali penghasilan bunga dibawah jumlah tertentu yang mendapatkan pembebasan pajak.

Pembagian laba berbentuk dividen tunai yang dilakukan oleh setiap perusahaan baik yang terdaftar di bursa atau tidak, bukan merupakan biaya untuk kepentingan perhitungan PPh badan perusahaan untuk periode 1925-1983. Ketentuan tersebut pengaturannya tidak secara jelas dan lugas (implisit) tertuang dalam Undang-Undang Pajak

Pemerintah telah menerbitkan Perpu Nomor 12 Tahun 1959 dan Undang-Undang Nomor 10 Tahun 1970 tentang Pajak atas Bunga Dividen dan Royalti (PBDR). Perundang-undangan perpajakan telah secara jelas dan tegas (eksplisit) menyebutkan bahwa dividen yang dibayarkan oleh perusahaan adalah bukan biaya pengurang penghasilan bruto (*non deductible expense*) untuk periode 1983-sekarang

Dalam konteks dividen, pemerintah menganut *classical system* dimana dividen yang dibayarkan akan terkena pemotongan pajak oleh pihak pembayar dan tetap akan diperhitungkan kembali sebagai penghasilan ditingkat pemegang saham dengan memperlakukan pemotongan pajak pihak pembayar sebagai kredit pajak. Pengecualian atas pemajakan

dividen diberikan terhadap *inter-corporate dividend* dengan beberapa persyaratan tertentu

2. Berdasarkan hasil penelitian, diketahui bahwa kebijakan pendanaan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI untuk periode Tahun 2000-2007 menganut *pecking order theory*, artinya perusahaan cenderung menggunakan dana akumulasi laba dalam pendanaan kegiatan operasional perusahaan. Penelitian juga menemukan bahwa tidak terdapat indikasi dugaan adanya praktik *thin capitalization* yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa kebijakan penanguhan penerapan *Debt to Equity Ratio* (DER) untuk kepentingan perpajakan bagi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI menjadi sangat relevan karena kecenderungan memperbesar pinjaman (*thin capitalization*) pada perusahaan yang terdaftar di BEI tidak terbukti.
3. a. Dalam konteks kebijakan yang bersifat makro, kebijakan perpajakan dalam mencegah *thin capitalization* pernah dilakukan selama 5 bulan dengan penerapan *Debt to Equity Ratio* 3:1 dan berlaku menyeluruh pada setiap wajib pajak badan, tanpa melihat jenis dan besaran industri.
- b. Bagi perusahaan yang menjadi Wajib Pajak Badan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan pinjaman sebagai sumber pendanaan akan menikmati beban pajak yang lebih ringan karena beban bunga pinjaman dapat dikurangkan sebagai biaya (*deductible*). Pembayaran dividen bagi perusahaan publik yang menjadi Wajib Pajak Badan diperlukan sebagai unsur pembagian keuntungan dan bagi penerima dikenakan pajak penghasilan, kecuali bagi wajib pajak badan yang memenuhi syarat tertentu sesuai dengan ketentuan peraturan yang berlaku.

## B. SARAN

Adapun saran yang dapat diberikan untuk memperbaiki kelemahan-kelemahan yang ada adalah sebagai berikut yang ditujukan bagi pihak-pihak tertentu:

- 1) Saran bagi Bapepam-LK: Pemerintah tetap harus memonitor perilaku pendanaan (*financing*) bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, guna mengantisipasi kemungkinan langkah oleh wajib pajak atau perusahaan memperbesar pinjaman sehingga potensi penerimaan pajak berkurang. Pilihan keputusan pendanaan adalah pilihan keputusan pendanaan yang dilakukan berulang-ulang.
- 2) Saran bagi DJP: Pemerintah perlu mempertimbangkan manfaat penerimaan sistem *Integration of Distribution Profit*, sehingga mengurangi beban pajak yang berlebihan serta diharapkan dapat mengurangi tingkat *double taxation* menjadi semakin minimal. Tentang kebijakan pembatasan pinjaman walaupun temuan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tidak ada kecenderungan memperbesar pinjaman, namun Direktorat Jendral Pajak tetap harus mewaspadaai dan bila melakukan kebijakan pembatasan pinjaman sebaiknya jangan bersifat umum, tetapi harus melihat jenis usaha (industri). Industri tertentu seperti pertambangan cenderung memerlukan pinjaman lebih besar dibanding industri jasa.
- 3) Saran bagi Perusahaan Publik: perusahaan publik dalam hal ini ialah emiten Bursa Efek Indonesia dapat mempertimbangkan faktor pengurang pajak (*tax shield*) dengan mengimplementasikan *static-trade off theory*. Walaupun hal ini belum tentu menguntungkan pihak pemerintah karena akan menurunkan pendapatan pajak sebagai dampak dari biaya bunga yang lebih besar dapat mengurangi potensi pajak yang akan diterima.
- 4) Saran bagi penelitian selanjutnya: peneliti perlu memperbaiki klasifikasi perusahaan publik yang menjadi fokus kajian berdasarkan kapitalisasi pasar dan struktur kepemilikan. Peneliti perlu memperkaya dan memperdalam kajian evaluasi kebijakan pajak atas bunga pinjaman dan dividen pada beragam perusahaan multinasional yang menjadi *holding company*. Pembahasan, diskusi, temuan memperkaya pengetahuan dan pemahaman akan praktek perpajakan perusahaan multinasional.

## DAFTAR PUSTAKA

### A. Buku dan Jurnal Ilmiah

- Ariestonandri, Prima. (2006). *Marketing Research for Beginner: Panduan Praktis Riset Pemasaran Bagi Pemula*. Yogyakarta: Andi Offset.
- Arifin, Zainal. (2007). *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Yogyakarta: Ekosia.
- Asnawi, Said Kelana dan Chandra Wijaya. (2005). *Riset Keuangan: Pengujian-Pengujian Empiris*. Jakarta: Gramedia.
- \_\_\_\_\_. (2006). *Metodologi Penelitian Keuangan: Prosedur, Ide dan Kontrol*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Barton, Sidney L. & Paul J. Gordon. (1987). *Corporate Strategy: Useful Perspective for The Study of Capital Structure ?*. Academy of Management Reviewer 12.
- Baskin, Jonathan. (1994). *An Impirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis*. Financial Management.
- Birkland, Thomas A. (2001). *An Introduction to The Policy Process*. New York : Armouk, hal 7
- Bodie, Zvi, Alex Kane & Alan Markus. (4<sup>th</sup> Ed.)(1999). *Investment*. Singapore : McGraw-Hill.
- Brealey, Richard A. & Stewart C. Myers. (2000). *Principles of Corporate Finance*.(7th Ed.). London: McGraw-Hill.
- Bromley, Daviel W. (1989). *Economic Interests and Institutions. The Conceptual Foundations of Public Policy*. New York: Basil Blackwell.
- Bungin, Burhan. (2003). *Metodologi Penelitian Kualitatif*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Brigham, Eugene F., Louis C. Gopenski. (1985). *Intermediate Financial Management*. The Dryden Press.
- Chelvathurai, S.I. (1991). *Tax Avoidence, Tax Evasion and The Underground Economy – The Cata Experience dalam Tax Evasion, Tax Avoidance and The Underground Economy, Laporan Fifth Conferance of the Council of Executive of Tax Organizations*. Manila: Lyceum.

- Cnossen, Sijbren. (1993 ). *What Kind of Corporate Tax: issues in adopting and designing a value-added tax?*. Erasmus University: Research Centre for Economic Policy.
- Cochran, Charles L. & Eloise F. Malone. (1999). *Public Policy: Perspectives & Choices*. London: McGraw-Hill Inc.
- Cooper, Graeme Stuart. (1997). *Tax Avoidance and The Rule of Law*. IBFD Publications in Association with The Australian Tax Research Foundation.
- Cordes, Joseph J, Steven M Sheffrin. (1983). *Estimating the Tax Advantage of Corporate Debt*. Journal of Finance.
- Creswell, Jhon W. (1994). *Research Design: Qualitative, Quantitative and Mixed Methods Approaches*. London: Sage Publications.
- Damodaran, Aswath. (1997). *Corporate Finance, Theory and Practice*. New York: John Wiley & Sons.
- DeAngelo, H., Masulis, R. (1980). *Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation*. Journal of Finance.
- Dunn, William. (1994). *Pengantar Analisis Kebijakan Publik*. ( Drs. Somodra Wibawa, MA, dkk, Penerjemah). Yogyakarta: Gajah Mada University Press.
- Fama, E. F. & K. R French. (1998). *Taxes, Financing Decisions and Firm Value*. Journal of Finance.
- Fern, Edward F. (2001). *Advanced Focus Group Research*. London: Sage Publications Inc.
- Graham, J. R. (1996). *Debt and The Marginal Tax Rate*. Journal of Financial Economics 41.
- Greene, J. C., V. J. Caracelli, & W. F. Graham. (1989). *Towards a conceptual framework for Mixed-Method Evaluation Design: Educational Evaluation and Policy Analysis*.
- Gummesson, Evert. (Revised Ed.)(1991). *Qualitative Methods in Management Research*. London: Sage Publications Inc.
- Gunadi. (1994). *Transfer Pricing: Suatu Tinjauan Akuntansi, Manajemen dan Pajak*. Jakarta: Bina Rena Pariwisata.
- Hampton, John J. (1989). *Financial Decision Making*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Haris, M., and A. Raviv. (1991). *The Theory of Capital Structure*. Journal of Finance 46.
- Homaifar, Ghassem, J. Zeitz, & Omar Benkato. (1994). *An Emipirical Model of Capital Structure: Some New Evidence*. Journal of Business Finance and Accounting.

- Howlett, Michael & M. Ramesh. (2003). *Studying Public Policy: Policy Cycles and Policy Subsystems*. New York: Oxford University Press.
- Husnan, Suad. (1993). *Pembelajaan Perusahaan*. Yogyakarta : Liberty.
- Jensen, Michael C & W.H. Meckling. (1976). *Theory of The Firm: Manajerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structur*. Journal of Financial Economics 3.
- J. Taylor, Steven, Robert Bogdon. (Second Ed.)(1981). *Introduction to Qualitative Research Methods*. New York: A Wiley Interscience Publication.
- Kuncoro, Mudrajat. (2003). *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi*. Jakarta: Erlangga.
- Lumpkin, Stephen A. (1986). *Repurchase and Reserve Repurchase Agreement*. Richmond: Federal Reserve Bank of Richmond.
- Mc. Lure, Charles. (1979). *Must Corporate Income Be Taxed Twice ?*. (Studies of Government Finance: Second series). Washington D.C.: The Brookings Institution.
- McKie-Mason, J. K. (1990). *Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?*. Journal of Finance,45,1471-1493
- Majchzak, Ann. (1984). *Method for Policy Research*. London: Sage Publications Inc.
- Marshall, Catherine, Gretchen B. Rossman. (1985). *Designing Qualitative Research*. London: Sage Publications Inc.
- Mishkin, Frederic S. (2001). *The Economic of Money,Banking,and Financial Market*. New York : Addison Wesley.
- Modigliani, F. & M. H. Miller. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*. London: American Economic Review.
- Musgrave, Richard A. & Peggy B. Musgrave. (Edisi Kelima)(1991). *Keuangan Negara: Dalam Teori dan Praktek*. (Penterjemah: Drs. Alfonsus Sirait, Ak., dkk). Jakarta: Erlangga.
- Myers, Stewart C. & Nicholas S. Majluf. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not Have*. National Bureau of Economic Research.
- Myers, Stewart C. (1977). *Determinant of Corporate Borrowing*. Journal of Financial Economics.
- \_\_\_\_\_. (1984). *The Capital Structure Puzzle*. Journal of Finance.

- Nainggolan, Pahala. (2009). *Pengaruh faktor Pajak pada Keputusan Pendanaan Jangka Panjang Perusahaan Publik di Thailand, Korea Selatan dan Indonesia dengan Data Panel tahun 2000-2005*.
- Nightingale, Kath. (3rd ed.)(2001). *Taxation: Theory and Practice*. United Kingdom: Pitman Publishing.
- Nugroho D., Rianti. (2002). *Kebijakan Publik untuk Negara-Negara Berkembang*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo, Gramedia.
- Ofek, Eli. (1993). *Capital Structure and Firm Response to Firm Poor Performance*. Journal of Financial Economics, 34, 3-30
- Prasetyantoko, A. (2008). *Corporate Governance: Pendekatan Institusional*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo, Gramedia
- Rahardjo, Sapto. (2004). *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe. (6th ed.)(2002). *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Sarathi, Shome Partina. (1995). Editor *Tax Policy Hand Book International Monetary Fund*.
- S. Grindle, Merilee. (1980). *Politics and Policy Implementation in the Third World*. Princeton University Press.
- Soemitro, Rochmat. (1970). *Masalah Peradilan Administrasi Dalam Hukum Pajak di Indonesia*. Bandung: Eresco.
- Sommerfeld, Ray. M., Anderson, Hershel M, & Brock, Horace R. (1983). *An Introduction to Taxation*. New York: Harcourt Brace Jovanovic.
- Titman, S. & R. Wessels. (1988). *The Determinants of Capital Structure Choice*. Journal of Finance.
- T. Nakamura, Robert, Frank Smallwood. (1980). *The Politics of Policy Implementation*. St.Martin Press, Inc.
- Umar, Hussein. (2002). *Research Methods in Finance and Banking*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- W. Melichar, Ronald, Edgar A. Norton. (11<sup>th</sup> Ed.)(2003). *Finance, Introduction to Institutions, Investments, and Management*.
- Waluyo. (2006). *Perpajakan Indonesia: Pembahasan Sesuai dengan Ketentuan Perundang-undangan Perpajakan dan Aturan Pelaksanaan Perpajakan Terbaru*. Jakarta: Salemba Empat.
- Winarno, Budi. (2002). *Teori dan Proses Kebijakan Publik*. Yogyakarta: Media Pressindo.

## B. Karya Ilmiah (Disertasi dan Tesis)

- Chandra, Teddy, 2007, “Pengaruh *Environment Risk*, *Corporate Strategy* dan Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan, dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan *Go Public* di Bursa Efek Jakarta, makalah disampaikan pada *2nd Doctoral Journey in Management* tidak dipublikasikan.
- Makhfath, Akhmad, “Penggelapan Pajak di Indonesia : Studi Pajak Hotel Non Bintang”, Disertasi Doktor Universitas Gajah Mada, Yogyakarta, 2005.
- Syafril, “Thin Capitalization Sebagai Bentuk Penghindaran Pajak Pada PT. Unitex, Tbk. Periode 1984-2002”, Tesis Program Kekhususan Ilmu Administrasi dan Kebijakan Perpajakan, Program Pascasarjana FISIP UI, Jakarta, 2005.
- Ichwan, Moch Rochwan “Pajak Penghasilan Final Atas Penghasilan Dari Transaksi Penjualan Saham di Bursa Efek Jakarta Ditinjau dari Asas Keadilan dan Asas Kesederhanaan”. Tesis Program Pascasarjana dan Ilmu Politik.
- Rahayu, Ning, “Praktik Penghindaran Pajak (*Tax Avoidance*) pada *Foreign Direct Investment* (FDI) yang berbentuk *Subsidiary Company* (PT PMA) di Indonesia: Kajian Tentang Kebijakan *Anti Tax Avoidance*”. Disertasi Ilmu Administrasi. Pascasarjana Departemen Ilmu Administrasi. Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.
- Nainggolan, Pahala, “Pengaruh Faktor Pajak pada Keputusan Pendanaan Jangka Panjang Perusahaan Publik di Thailand, Korea Selatan dan Indonesia dengan Data Panel Tahun 2000-2005”. Disertasi Ilmu Manajemen Keuangan. Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia

## C. Makalah & Artikel

- Darussalam, Danny Septriadi dan Indrayagus Slamet, “Abuse of Transfer Pricing Melalui Tax Haven Countries”, Majalah *Inside Tax*, edisi 01, November 2007.
- Gunadi, “Transfer Pricing and Advance Pricing Agreement”, Makalah Seminar, Jakarta, 12 Juni 2001.
- Ikhsan, Mohamad, “*Paket Kebijakan Iklim Investasi*”, Majalah *Inside Tax*, edisi 01, November 2007

Margret, Klosterman, “Tax Consequences of Hybrid Finance in Thin Capitalization Situations”, International Tax Coordination, Austria: FWF, 2007

Santoso, Iman, “Advance Pricing Aggrement dan Problematika Transfer Pricing dari Perspektif Perpajakan Indonesia”, Jurnal *Akuntansi & Perpajakan*, UK Petra Surabaya – Edisi Februari 2005.

“Investasi Indonesia”, Majalah *Solusi* edisi : September 2004.

#### **D. Peraturan Perundang-undangan**

Republik Indonesia, Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 sebagaimana telah disempurnakan terakhir dengan Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2000 tentang Pajak Penghasilan.

\_\_\_\_\_, Surat Keputusan Menteri Keuangan Nomor : 1002/KMK.04/1984, tanggal 8 Oktober 1984 tentang penentuan Perbandingan Antara Huang dan Modal Sendiri Utuk Keperluan Pengenaan Pajak Penghasilan.

\_\_\_\_\_, Surat Keputusan Menteri Keuangan Nomor : 254/KMK.01/1985, tanggal 8 Maret 1985 tentang Penundaan Pelaksanaan Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor : 1002/KMK.04/1984, tanggal 8 Oktober 1984 tentang penentuan Perbandingan Antara Huang dan Modal Sendiri Utuk Keperluan Pengenaan Pajak Penghasilan.

\_\_\_\_\_, Surat Keputusan Menteri Keuangan Nomor 650/KMK.04/1994, tanggal 29 Desember 1994 tentang Penetapan Saat Diperolehnya Dividen Atas Penyertaan Modal Pada Badan Usaha di Luar Negeri Yang Sahamnya Tidak Diperdagangkan di Bursa Efek.

\_\_\_\_\_, Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak Nomor: SE – 04/PJ.7/1993, tanggal 9 Maret 1993 tentang Petunjuk Penanganan Kasus – Kasus Transfer Pricing

\_\_\_\_\_, Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak Nomor: SE – 22/PJ.4/1993, tanggal 26 April 1995 tentang Dividen Dari Penyertaan Modal Pada Badan Usaha Di luar Negeri Yang Sahamnya Tidak Diperdagangkan Di Bursa Efek (Seri PPh Umum No. 10)

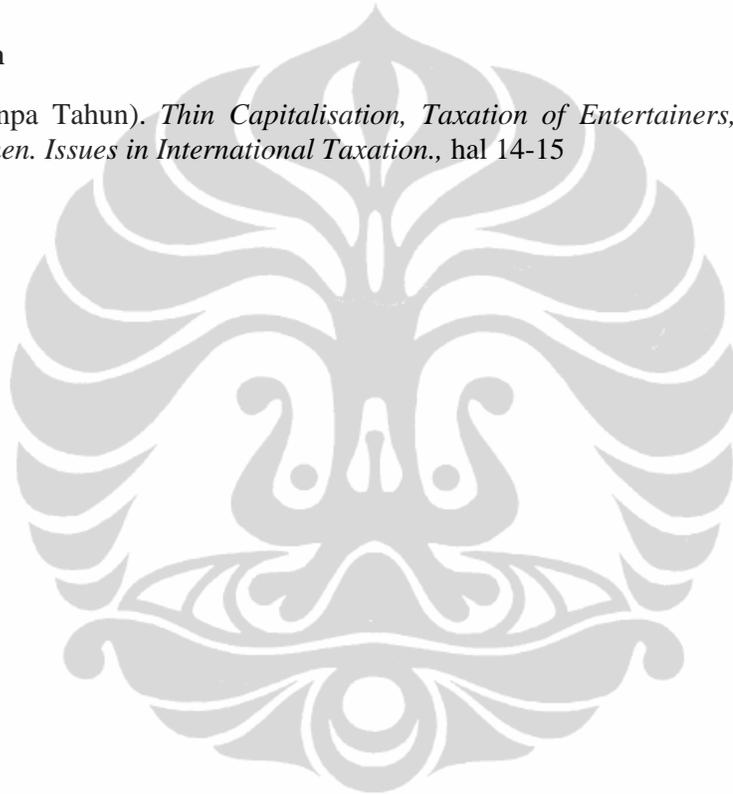
\_\_\_\_\_, Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak Nomor: SE – 35/PJ.4/1995, tanggal 7 Juli 1995 tentang Penegasan Lebih Lanjut Atas Dividen Dari Penyertaan Modal Pada Badan Usaha Di luar Negeri Yang Sahamnya Tidak Diperdagangkan Di Bursa Efek (Seri PPh Umum No. 16).

\_\_\_\_\_, Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak: S – 341/PJ.312/2003, 26 Mei 2003 tentang Persyaratan Usaha Aktif untuk Pengecualian /Pembebasan PPh Atas Dividen.

\_\_\_\_\_, Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak Nomor: SE – 04/PJ.34/2005, tanggal 7 Juli 2005 tentang Petunjuk Penetapan Kriteria “Beneficial Owner” Sebagaimana Tercantum Dalam Persetujuan Penghindaran Pajak Berganda Antara Indonesia Dengan Negara Lainnya.

#### **E. Lain-lain**

OECD. (Tanpa Tahun). *Thin Capitalisation, Taxation of Entertainers, Artistes and Sportsmen. Issues in International Taxation.*, hal 14-15



## DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Nama : Tafsir Nurchamid  
Tempat dan Tanggal Lahir : Kutoarjo, 3 Nopember 1950  
Agama : Islam  
Alamat Terakhir : Kompleks Billy dan Moon H/1 No. 9  
Pondok Kelapa, Jakarta Timur  
Pendidikan : - Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi,  
Universitas Indonesia Tahun 1979  
- Register Akuntan Negara D 1999  
- S2 Bidang Ilmu Administrasi Perpajakan  
Program Pascasarjana Universitas Indonesia  
Tahun 1999

Pekerjaan :

### **A. Di Lingkungan Universitas Indonesia**

- Staf Pengajar Tetap pada Universitas Indonesia
- Sekretaris Jurusan Ilmu Administrasi FISIP UI, Tahun 1987 s.d 1988
- Perencana dan Pengendali Keuangan Program Diploma III FISIP UI, Tahun 1990 s.d Desember 1997
- Ketua Program Aplikasi Akuntansi dan Perpajakan FISIP UI, Tahun 1993 s.d 2000
- Ketua Program Studi Administrasi Fiskal Jurusan Ilmu Administrasi FISIP, Tahun 1992 s.d 1 Oktober 2009
- Wakil Ketua Program Diploma III FISIP UI, Tahun 1997 s.d 2004
- Koordinator Program S2 Administrasi Perpajakan Pascasarjana Universitas Indonesia
- Wakil Dekan Bidang Non Akademik FISIP UI, Tahun 2003 s.d 2007
- Ketua Tax Centre Departemen Ilmu Administrasi FISIP UI, Tahun 2007 s.d sekarang
- Wakil Rektor Bidang SDM, Keuangan dan Administrasi Umum UI, Tahun 2007 s.d sekarang

## **B. Di Luar Universitas Indonesia**

### **PT. Jakarta Industrial Estate Pulogadung (JIEP) BUMN Kawasan Industri**

- Staf Bagian Anggaran & Pengawasan , Oktober 1979 s.d Juli 1980
- Kabag. Anggaran dan Pengawasan, Juli Tahun 1980 s.d 1985 (dipensiunkan sebagai karyawan)
- Ketua Pengawas Harian Yayasan JIEP Sejahtera, Tahun 1984 s.d 2000
- Direktur Keuangan dan Administrasi PT. JIEP, selama :
  - Periode I tahun 1985 s.d 1990
  - Periode II tahun 1990 s.d 1995
  - Periode III tahun 1995 s.d 2003

## **C. Publikasi**

- Modul Pengantar Akuntansi, Komunika, Universitas Terbuka, Tahun 1997
- Modul Administrasi Biaya, Komunika, Universitas Terbuka, Tahun 1998
- Modul Manajemen Keuangan, Komunika, Universitas Terbuka, Tahun 2007

## **D. Pengabdian Masyarakat**

- Ketua RW 10, Kompleks Billy dan Moon Pondok Kelapa, Tahun 2003 s.d 2006
- Ketua Yayasan Wakaf Baitussalam, Kompleks Billy dan Moon Pondok Kelapa

## **E. Keanggotaan Profesi**

- Anggota Ikatan Akuntan Indonesia

## **F. Lain-lain**

- Mengikuti penataran Staf Audit pada Kantor DRS. Utomo Mulia dan Co, Tahun 1975.
- Kunjungan Studi Kawasan Industri Singapura, Tahun 1983.
- Kunjungan Studi Kawasan Industri Bangkok, Tahun 1983.
- Training *Health Maintenance Organization*, di Manila dan Washington D.C., Tahun 1991.
- Kunjungan Kerja Kawasan Industri Korea, Tahun 1993
- Mengikuti Seminar Manajemen Perpajakan di Akuntansi, Tahun 1994.
- *Project Finance Course*, tanggal 10 s.d 14 Oktober, di Kuala Lumpur.
- Kunjungan Studi Kawasan Industri Hongkong, Tahun 1997.
- Mengikuti *Singapore Business Gathering*, tanggal 9 Februari 2000.
- Mengikuti Studi Kawasan Industri Cina-Beijing, Juli 2001
- Anggota Penguji Brevet A, B, dan C Departemen Keuangan, Tahun 2002 s.d 2004.