

PAJAK PENGHASILAN DAN KEPUTUSAN PENDANAAN (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA)

Yenny Purnamasari

Praktisi Pajak - Prijohandojo, Boentoro & Co. Surabaya

Y_ny87@yahoo.com

Abstract

This research has a purpose to provide empirical testing about influencing of income tax which is used as management consideration to make financial decisions. The examined factors on this research are tax and non tax factors, leverage policy, and dividend policy. The sample consist of 32 manufacturing companies, which are listing in Indonesian Capital Market, is chosen by purposive sampling. Moreover, the statistic method used to test on the research hypothesis is Multivariate Multiple Regressions. The results show that income tax is one of the consideration management factors for making good financial decisions. The results also proved that leverage and dividend policy are significantly influenced by income tax.

Keywords: *management consideration, leverage policy, dividend policy, and income tax*

Pendahuluan

Perkembangan dan peningkatan persaingan di pasar modal Indonesia yang membutuhkan informasi relevan, memicu perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia bersaing menjadi yang terbaik. Perusahaan-perusahaan tersebut berusaha memperoleh kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada perusahaannya. Salah satu cara yang digunakan adalah dengan membuat keputusan pendanaan yang tepat sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Keputusan pendanaan terkait dengan sumber, bentuk, dan komposisi pendanaan. Berdasarkan *Pecking Order Theory* yang dirumuskan oleh Myers dan Majluf (1984) dan Myers (1984) dalam Husnan dan Pudjiastuti (2004, hal.275), ada dua sumber dana yaitu sumber dana internal yang berasal dari laba ditahan dan sumber dana eksternal yang diperoleh dari penerbitan hutang atau ekuitas. Sumber dan bentuk pendanaan akan menentukan komposisi penggunaan hutang dan modal sendiri, yang hasilnya dapat memaksimumkan nilai perusahaan dan meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Pertama, menghimpun dana dengan menerbitkan (1) hutang jangka pendek berupa pinjaman dari pihak ketiga, dan (2) hutang jangka panjang seperti obligasi. Dengan menerbitkan obligasi berarti obligor mendapat penghasilan berupa bunga, dan perusahaan dibebankan pembayaran bunga. Dalam penelitian ini, perhitungan hutang diproksikan ke dalam *Debt to Equity Ratio* (DER). Hampir semua perusahaan di Indonesia mendanai usahanya dengan hutang, dimana kemungkinan penjelasan resiko usaha yang dimiliki perusahaan-perusahaan tersebut adalah

kecil sehingga berani menggunakan proporsi hutang yang lebih besar, kecuali untuk jenis industri tekstil dan gelas (Husnan dan Pudjiastuti, 2004).

Kedua, penerbitan ekuitas berupa saham yang merupakan bukti kepemilikan perusahaan, dimana perusahaan harus memberikan *return* yang memuaskan bagi pemodal berupa dividen. Keputusan pendanaan dengan ekuitas akan mempengaruhi kebijakan perusahaan atas dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Perusahaan juga cenderung menentukan dividen dalam jumlah yang tidak terlalu besar supaya tidak perlu menurunkan pembayaran dividen jika laba turun dan dapat dengan mudah menaikkan dividen jika laba meningkat. Penentuan dividen biasanya menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR), sehingga digunakan sebagai proksi dari perhitungan dividen.

Keputusan pendanaan baik hutang maupun modal (ekuitas), memiliki indikasi pengenaan pajak, sehingga pajak seharusnya menjadi pertimbangan potensial. Hal ini dikarenakan perusahaan berusaha untuk membayar beban pajak yang rendah dengan menanggung beban bunga yang tinggi, dan memunculkan penghematan pajak yang dapat digunakan untuk investasi dan pembagian dividen. Ada dua faktor yang diperhatikan dalam penelitian ini yaitu faktor pajak dan faktor non pajak. Faktor pajak diproksikan ke dalam laba, laba sesudah pajak (*Earning After Tax/EAT*). Selanjutnya, laba sebelum bunga dan pajak (*Earning Before Interest and Tax/EBIT*) merupakan proksi pengaruh faktor non pajak. Penggunaan EBIT sebagai proksi non pajak berdasarkan hasil penelitian Graham *et al.* (1998) dalam Graham (1998), dampak pajak atas keputusan pendanaan masa lalu, dapat dihilangkan dengan menggunakan variabel *before-financing tax* (didasarkan pada EBIT). Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan membuktikan bahwa pajak penghasilan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi manajemen dalam memilih keputusan pendanaan.

Rerangka Teori dan Hipotesis

Teori Struktur Modal

1. Teori *Pecking Order*

Myers dan Majluf (1984) dan Myers (1984) dalam Husnan dan Pudjiastuti (2004), merumuskan teori struktur modal yang disebut *Pecking Order Theory*. Disebut demikian karena teori ini menjelaskan alasan perusahaan menentukan sumber dana dengan menggunakan informasi asimetrik sebagai asumsi dasar. Ringkas teori ini (Brealey dan Myers, 1996, dalam Husnan dan Pudjiastuti, 2004) adalah (1) Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, (2) Perusahaan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen dengan kesempatan investasi, dan (3) Apabila pendanaan eksternal dilakukan maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, dimulai dari penerbitan obligasi, obligasi konversi, baru kemudian menerbitkan saham baru.

2. Teori Keseimbangan (*Balancing Theories*)

Lingkup *Balancing Theories* mencakup faktor *corporate tax*, biaya kebangkrutan, dan *personal tax*. Teori ini dikemukakan Myers dan Majluf (1984) dalam Husnan dan Pudjiastuti (2004), dimana *balancing theories* digunakan untuk memberikan penjelasan mengapa perusahaan membuat keputusan keuangan sehingga membentuk struktur modal. Esensinya adalah usaha untuk menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat dari penggunaan hutang. Para pemilik perusahaan tentu akan sangat memperhatikan hal tersebut, sejauh manfaat yang diperoleh lebih besar, maka hutang akan ditambah, dan sebaliknya. Teori keseimbangan ini mampu menjelaskan keputusan struktur modal yang dianut perusahaan tetapi pengujiannya harus dilakukan dalam jangka panjang (Bayles dan Diltz, 1994, dalam Husnan dan Pudjiastuti, 2004).

Pajak Penghasilan

Bagi perusahaan atau badan, pajak yang dikenakan terhadap penghasilan yang diterima atau diperoleh dapat dianggap sebagai biaya dalam menjalankan usaha atau melakukan kegiatan maupun distribusi laba kepada pemerintah (Smith dan Skousen, 1987, dalam Suandy, 2006). Asumsi pajak sebagai biaya akan mempengaruhi laba (*profit margin*), sedangkan asumsi pajak sebagai distribusi laba akan mempengaruhi tingkat pengembalian atas investasi (*rate of return on investment*). Pengaruh pajak penghasilan diproksikan ke dalam laba sesudah pajak (EAT) karena sudah mencakup manfaat hutang sebagai pengurang beban pajak (MM, 1963, dalam Fama dan French 1997). Jika dilakukan pengontrolan laba sesudah pajak, dimana hutang menimbulkan banyak beban bunga dan menekan pajak penghasilan maka akan menghasilkan hubungan negatif antara rasio hutang dan pajak (Graham *et al.*, 1998, dalam Graham, 1998).

Sedangkan faktor non pajak diproksikan ke dalam laba sebelum bunga dan pajak (EBIT). EBIT merupakan laba yang diperoleh atas efisiensi penggunaan aktiva yang belum memperhitungkan bunga dan pajak. Penggunaan EBIT sebagai proksi pajak berdasarkan hasil penelitian Graham *et al.* (1998) dalam Graham (1998), yang menunjukkan bahwa dampak pajak atas keputusan pendanaan masa lalu, dapat dihilangkan dengan menggunakan variabel *before-financing tax* (didasarkan pada EBIT). Secara teoritis, hubungan rasio hutang dan sebelum pajak adalah positif. Dalam pelaksanaannya, EBIT akan diwakilkan oleh laba sebelum pajak (*Earning Before Taxes/EBT*). EBT merupakan laba yang diperoleh perusahaan dan telah memperhitungkan beban bunga sebagai pengurang laba, tetapi belum memperhitungkan pajak penghasilan yang dikenakan atas dasar jumlah laba yang diperoleh perusahaan. Selanjutnya, EBIT akan disebut sebagai EBT.

Keputusan Pendanaan

1. Hutang

Hutang merupakan salah satu bentuk pendanaan yang dipilih oleh perusahaan untuk mendanai kegiatan operasionalnya. Para pemilik perusahaan (pemegang saham) cenderung menghindari hutang yang ekstrim baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang, karena akan menurunkan nilai perusahaan. Jika dipaksakan, memungkinkan munculnya biaya kebangkrutan yang terdiri dari

legal fee dan *distress price* (aset perusahaan yang dihargai murah sewaktu dinyatakan bangkrut).

Pendanaan berupa hutang dibagi menjadi dua yaitu (1) hutang jangka pendek (kurang dari 1 tahun) lazim digunakan untuk kebutuhan jangka pendek terdiri atas hutang dagang dan kewajiban yang masih harus dibayar seperti upah dan pajak, dan (2) Hutang jangka panjang adalah hutang dengan yang memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun, biasanya berbentuk hipotek dan obligasi. Jika terjadi likuidasi, kreditor akan dibayar terlebih dahulu dari hasil penjualan aktiva tetap yang dipergunakan sebagai agunan dalam perjanjian kreditnya.

Pendanaan berupa hutang diprosikan ke dalam DER. Rasio DER mengukur tingkat penggunaan hutang terhadap total modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi DER menunjukkan tingginya ketergantungan permodalan perusahaan terhadap pihak luar sehingga beban perusahaan juga semakin berat. Tentunya hal ini akan mengurangi hak pemegang saham (dalam bentuk dividen). Tingginya DER selanjutnya akan mempengaruhi minat investor terhadap saham perusahaan tertentu, karena investor pasti lebih tertarik pada saham yang tidak menanggung terlalu banyak beban hutang. Dengan kata lain, DER berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Rasio DER oleh Jensen *et al.* (1992) dalam Almilia dan Silvy (2006) dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal Sendiri}}$$

dimana:

Total Hutang = Jumlah hutang lancar + hutang jangka panjang

Modal Sendiri = Total modal (ekuitas) yang dimiliki perusahaan

Jika DER lebih dari satu, maka perusahaan didanai dengan lebih banyak hutang sehingga perusahaan harus membayar bunga. Berarti pemegang saham sulit membeli saham karena perusahaan tidak menerbitkan saham untuk kegiatan pendanaannya dan kreditor enggan meminjamkan uang karena adanya pengalihan resiko dari perusahaan.

2. Modal

Modal atau ekuitas secara akuntansi diartikan sebagai hak residual pemilik setelah semua aset dikurangi semua kewajiban (definisi dari sudut pandang pemilik) atau merupakan "hutang" perusahaan kepada pemilik (sudut pandang perusahaan). Komponen pembentuk ekuitas yaitu investasi dari pemilik yang berbentuk setoran modal atau kepemilikan saham dan dana yang tidak dibagikan atau laba ditahan.

- Saham

Saham merupakan pendanaan eksternal yang diartikan sebagai surat berharga yang menyatakan adanya kepemilikan atas perusahaan. Saham yang diterbitkan oleh perusahaan dapat berbentuk saham preferen dan saham biasa, dimana keduanya tidak memiliki waktu jatuh tempo. Saham preferen merupakan bentuk pendanaan yang menggabungkan fitur hutang dan saham biasa. Saham ini memiliki (1) fitur dividen kumulatif, yang akan mengakumulasi dividen yang belum dibayar untuk satu tahun tertentu ke tahun berikutnya dan tingkat dividen

adalah tetap, dan (2) fitur partisipatif yang memperbolehkan pemegang saham untuk berpartisipasi melalui hak suara dalam mengambil keputusan perusahaan.

- Laba Ditahan

Laba ditahan merupakan pendanaan internal, diperoleh dari hasil kegiatan operasi perusahaan dan sebagai sisa alokasi dana yang tidak dibagikan sebagai dividen. Tujuan dari adanya penumpukan dana cadangan adalah untuk investasi dalam pengembangan perusahaan (misalnya ekspansi) maupun meningkatkan kinerja operasi (seperti penambahan aktiva tetap).

- Dividen

Penerbitan saham mengindikasikan adanya pembagian dividen sebagai imbal investasi pemegang saham. Kebijakan pembagian dividen terkait dengan laba yang menjadi hak pemegang saham, tetapi dibayarkan setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai (Teori Residual). Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi mempunyai kesempatan membayar dividen rendah karena kesempatan yang *profitable* digunakan untuk mendanai investasinya secara internal. Sebaliknya, perusahaan yang pertumbuhannya rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasinya dan mengorbankan labanya sebagai dividen maupun pembayaran bunga.

Rasio DPR digunakan sebagai proksi modal, karena rasio ini membandingkan jumlah dividen yang dibayarkan per lembar saham terhadap *earning per share* (EPS) perusahaan, oleh Chen dan Steiner (1999) dalam Almilia dan Silvy (2006) dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{EAT per lembar saham (EPS)}}$$

dimana:

Dividen per lembar saham = dividen yang dibayarkan oleh perusahaan

EAT per lembar saham = besarnya laba setelah pajak per saham

Semakin tinggi rasio ini akan menguntungkan para investor karena dividen yang dibagikan relatif makin besar pula (dari laba bersih biasanya laba setelah pajak), dan ini berarti perusahaan mengalokasikan keuntungannya saat itu untuk para pemegang sahamnya, walaupun memperlemah *internal financial* laba ditahan diperkecil. Sebaliknya rasio yang semakin kecil akan merugikan para pemegang saham tetapi *internal financial* perusahaan akan semakin kuat (Gitosudarmo dan Basri, 2000, dalam artikel *IOS dan pendanaan*, 2003). Rasio DPR dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu:

1. Kebutuhan dana untuk melunasi hutang, semakin besar dana untuk melunasi hutang (obligasi, hipotik) dalam tahun tersebut yang diambilkan dari kas maka akan menurunkan DPR dan sebaliknya.
2. Tingkat ekspansi yang direncanakan, semakin tinggi tingkat ekspansi yang direncanakan oleh perusahaan berakibat mengurangi DPR karena laba yang diperoleh diprioritaskan untuk penambahan aktiva.
3. Pajak penghasilan, apabila para pemegang saham adalah ekonomi lemah yang bebas pajak maka DPR lebih tinggi dibandingkan pemegang saham pada ekonomi kuat yang kena pajak.

Hubungan Pajak Penghasilan dengan Keputusan Pendanaan

1. Pajak Penghasilan dengan Hutang

Keputusan pendanaan menjadi relevan dalam keadaan ada pajak (Modigliani dan Miller, 1958, dalam Husnan dan Pudjiastuti, 2004). Hal ini dikarenakan bunga yang dibayar oleh perusahaan merupakan pengurang pajak penghasilan (*tax deductibility of interest payment*). Dengan memasukkan unsur pajak, kebanyakan pakar keuangan setuju bahwa hutang memiliki dampak positif atas penilaian total perusahaan (Horne dan Wachowicz, 2007). Hutang digunakan untuk pendanaan maupun investasi seperti pembelian aktiva tetap yang memiliki *tax shield* atau perlindungan pajak, karena depresiasi aktiva tetap yang merupakan dana *non cash* dapat digunakan untuk mengurangi beban pajak yang ditanggung perusahaan.

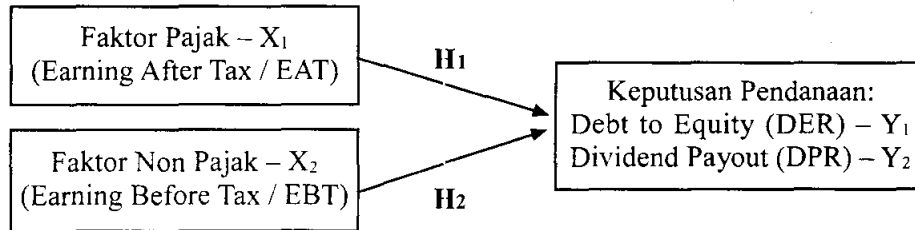
Sedangkan, pembayaran bunga hutang merupakan biaya pengurang pajak perusahaan yang berhutang. Berbeda dengan dividen yang merupakan *non deductible expense*, akibatnya, jumlah total dana yang tersedia untuk membayar para pemilik hutang dan pemegang saham akan lebih besar jika hutang digunakan, sehingga bunga hutang juga disebut perlindungan pajak. Semakin besar jumlah hutang semakin besar pula keuntungan perlindungan pajak dan semakin besar nilai perusahaan, jika semua hal lain dianggap tetap. Namun, jika penghasilan kena pajak jumlahnya kecil atau negatif, keuntungan perlindungan pajak dari hutang akan berkurang atau bahkan tidak ada. Selain itu, jika perusahaan bangkrut dan dilikuidasi, penghematan pajak di masa depan yang berhubungan dengan hutang akan hilang. Hal ini membuat keuntungan perlindungan pajak atas hutang, menjadi tidak pasti.

2. Pajak Penghasilan dengan Modal

Penerbitan saham mengisyaratkan adanya pengembalian yang diharapkan oleh pemodal. Terkait dengan unsur pajak dalam dividen, Miller dan Scholes (1978) dalam Fama dan French (1997), beranggapan bahwa kebijakan atas pembayaran dividen yang tinggi akan merendahkan harga saham karena dividen dikenakan pajak yang tinggi daripada keuntungan modal (Brennan 1970 dalam Fama dan French 1997). Bagi perusahaan yang membagikan dividen, apapun bentuknya (dividen tunai dan dividen saham), bukan merupakan pengurang beban pajak perusahaan. Pengembalian yang diharapkan investor tidak hanya berupa dividen saja melainkan juga keuntungan modal. Pajak atas keuntungan modal dapat ditunda hingga penjualan saham yang sesungguhnya (ketika direalisasi).

Selain itu, dengan menjual saham untuk merealisasikan keuntungan modal, pemodal membayar biaya transaksi tertentu dan (seharusnya) membayar pajak. Tetapi dengan menerima dividen (tidak perlu membayar biaya transaksi), pemodal justru hanya membayar pajak. Hal ini dapat menyebabkan pajak atas keuntungan modal lebih kecil dari dividen (Husnan dan Pudjiastuti, 2004).

Model Penelitian



Gambar 1
Rerangka Hipotesis Penelitian

dimana:

H_1 = Faktor pajak (EAT) mempengaruhi keputusan pendanaan (DER dan DPR)

H_2 = Faktor non pajak (EBIT/BT) mempengaruhi keputusan pendanaan (DER dan DPR)

Metode Penelitian

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder berbentuk laporan keuangan auditan yang dipublikasikan oleh perusahaan manufaktur yang *go public*, dimana data diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang berjumlah 150 perusahaan. Sampel penelitian adalah 64 data keuangan yang terdiri dari 32 perusahaan manufaktur selama dua tahun. Jumlah 64 data atau 32 sampel merupakan data yang tersedia untuk diteliti lebih lanjut dan hal ini selaras dengan Roscoe (1975) dalam Sekaran (1992), bahwa penelitian multivariat (termasuk regresi multivariat) harus menggunakan ukuran sampel yang beberapa kali lebih besar (kurang lebih 10 kali) dari jumlah variabel yang dianalisis. Pemilihan perusahaan yang layak dijadikan sebagai sampel menggunakan metode *purposive sampling*, dimana sampel ditarik sejumlah tertentu dari populasi emiten dengan kriteria tertentu yaitu perusahaan yang terdaftar dan sahamnya diperdagangkan di BEI serta selalu menyajikan informasi keuangan selama periode pengamatan (Siagian, 2000, dalam Isnowati dan Nawatmi, 2004) dan membagikan dividen dalam kurun waktu 2004 dan 2005.

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data digunakan analisis *multivariate regression* dengan menggunakan *software* SPSS untuk pengujian data dan perumusan model. Oleh karena dalam penelitian ini dirumuskan hipotesis yang mengandung dua variabel dependen (Y_1 dan Y_2) yang saling berkaitan dan dua variabel independen (X_1 dan X_2), maka penelitian ini menggunakan metode analisis *multivariate multiple regression*. Pengujian *multivariate multiple regression* ini menggunakan matriks

yang menggambarkan hubungan variabel dependen atau respon (Y) dan variabel independen atau prediktor (X) dalam sebuah persamaan:

$$Y = X\beta + \varepsilon$$

dimana:

$$Y = \begin{bmatrix} Y_{11} & Y_{12} \\ Y_{21} & Y_{22} \\ \vdots & \vdots \\ Y_{64.1} & Y_{64.2} \end{bmatrix} \quad \beta = \begin{bmatrix} \beta_{01} & \beta_{02} \\ \beta_{11} & \beta_{12} \\ \beta_{21} & \beta_{22} \end{bmatrix}$$

$$X = \begin{bmatrix} X_{11} & X_{12} \\ X_{21} & X_{22} \\ \vdots & \vdots \\ X_{64.1} & X_{64.2} \end{bmatrix} \quad \varepsilon = \begin{bmatrix} \varepsilon_{11} & \varepsilon_{11} \\ \varepsilon_{21} & \varepsilon_{21} \\ \vdots & \vdots \\ \varepsilon_{64.1} & \varepsilon_{64.1} \end{bmatrix}$$

Y merupakan variabel dependen atau variabel respon dan X adalah variabel independen atau prediktor yang akan diuji pengaruhnya terhadap Y. Sedangkan β merupakan besaran koefisien regresi yang menyatakan pengaruh dari X_1 dan X_2 terhadap Y_1 dan Y_2 ; *Intercept* (i) merupakan konstanta regresi yang diperlukan dalam sebuah persamaan/model karena meskipun X_1 dan X_2 bernilai 0 (nol) tetapi Y (regresi) tetap masih memiliki nilai sebesar konstanta tersebut; ε (error) yang disebut residual menyatakan selisih antara Y regresi/prediksi dengan Y. Maka dalam pengaruh dari X ke Y dirumuskan ke dalam dua persamaan atau model:

$$Y_1 = \text{intercept (i)} + \beta X_1 + \beta X_2 + \varepsilon$$

$$Y_2 = \text{intercept (i)} + \beta X_1 + \beta X_2 + \varepsilon$$

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

Tabel 1
Statistik Deskriptif

	Mean	Std. Deviation	N
Debt to Equity	,9713	,79668	64
Dividend Payout	25,5238	22,15590	64

Sumber: Data yang diolah

Tabel 1 memberi gambaran mengenai:

- Dari 64 data yang diuji, variabel DER diketahui bahwa rata-rata pergerakan kenaikan/penurunan rasio hutang terhadap ekuitas perusahaan adalah 0,9713, dengan standar deviasi 0,79668. Angka standar deviasi DER adalah besar (lebih dari 80% *mean*) menunjukkan variasi/*range* yang dihasilkan sangat jauh. Hal ini disebabkan ada perusahaan yang memiliki total hutang dan ekuitas dalam jumlah yang sangat besar (dalam milyar bahkan triliun rupiah),

sehingga perhitungan rasio tidak merata antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya.

- Dari 64 data yang diuji, variabel DPR diketahui bahwa rata-rata pergerakan kenaikan/penurunan rasio dividen terhadap EPS adalah 25,5238, dengan standar deviasi 22,15590. Angka standar deviasi DPR adalah besar (lebih dari 80% *mean*) menunjukkan variasi/*range* yang dihasilkan sangat jauh. Ini terjadi karena jumlah pembagian dividen tiap perusahaan tidak sama, tergantung dari perolehan laba setelah pajak, jumlah saham beredar, dan kebijakan pembagian dividen. Akibatnya, perhitungan rasio tidak merata antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya yang menjadi sampel penelitian.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan tiga model pengujian yaitu:

- Uji Anova

Uji Anova digunakan untuk menguji hipotesis yang diajukan apakah diterima atau ditolak dengan melihat signifikansi (dapat dilihat pada tabel 2). Adapun ketentuan penerimaan atau penolakan yaitu apabila signifikansi di bawah atau sama dengan 0,1 ($\alpha = 10\%$), maka H_0 ditolak dan H_1 diterima.

- Pengujian pengaruh faktor pajak terhadap keputusan pendanaan

H_0 : EAT tidak berpengaruh terhadap DER dan DPR

H_1 : EAT berpengaruh terhadap DER dan DPR

Untuk menguji signifikansi dapat dibandingkan dengan tabel F. Test ini menggunakan $df_1=1$, $df_2=61$ dan taraf kesalahan yang diambil 10%, maka harga F tabel adalah 2.79. Ketentuan yang digunakan apabila F hitung lebih besar dari F tabel maka H_1 diterima dan H_0 ditolak. Dari tabel 2 diketahui F hitung untuk DER adalah 3,273 dan DPR adalah 3,566, dimana keduanya lebih besar dari 2,79 atau p-value (sig.)=0,075 < 0,1 dan 0,064 < 0,1, sehingga H_1 diterima. Simpulannya EAT berpengaruh terhadap DER dan DPR.

Tabel 2
Test of Between - Subject Effects

Source	Dependent Variable	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	Debt to Equity	2,100	2	1,050	1,690	,193
	Deviden Payout	2637,980	2	1318,990	2,844	,066
Intercept	Debt to Equity	41,243	1	41,243	66,406	,000
	Deviden Payout	23478,645	1	23478,645	50,630	,000
EAT	Debt to Equity	2,036	1	2,036	3,278	,075
	Deviden Payout	1653,521	1	1653,521	3,566	,064
EBT	Debt to Equity	1,966	1	1,966	3,166	,080
	Deviden Payout	1851,849	1	1851,849	3,993	,050
Error	Debt to Equity	37,886	61	,621		
	Deviden Payout	28287,699	61	463,733		
Total	Debt to Equity	100,359	64			
	Deviden Payout	72619,235	64			
Corrected Total	Debt to Equity	39,986	63			
	Deviden Payout	30925,679	63			

a. R Squared = ,053 (Adjusted R Squared = ,021)

b. R Squared = ,085 (Adjusted R Squared = ,055)

menggunakan $df_1=1$, $df_2=61$ dan taraf kesalahan yang diambil 10%, maka harga F tabel adalah 2,79. Ketentuan yang digunakan apabila F hitung lebih besar dari F tabel maka H_1 diterima dan H_0 ditolak. Dari tabel 2 diketahui F hitung untuk DER adalah 3,166 dan DPR adalah 3,993, dimana keduanya lebih besar dari 2,79 atau p-value (sig.)=0,080 < 0,1 dan 0,050 < 0,1, sehingga H_1 diterima. Simpulannya EBT berpengaruh terhadap DER dan DPR.

- Wilk's Lambda

Pengujian *Wilk's Lambda* didasarkan pada tabel *multivariate test*, dimana pengujian ini untuk mengetahui pengaruh variabel prediktor atau independen terhadap variabel respon atau dependen. Berdasarkan tabel 3, ada dua hipotesis yang dirumuskan dalam pengujian *Wilk's Lambda* ini (uji pengaruh) yaitu:

a. Pengujian pengaruh EAT

H_0 : EAT tidak berpengaruh terhadap DER dan DPR

H_1 : EAT berpengaruh terhadap DER dan DPR

Untuk menguji hipotesis tersebut dapat dibandingkan dengan tabel F, dengan $df_1=2$, $df_2=60$ dengan taraf kesalahan yang diambil 10%, diperoleh harga F tabel sebesar 2,39. Apabila F hitung lebih besar dari F tabel, maka H_1 diterima dan H_0 ditolak. Karena harga F hitung (3,662) > $F_{(2, 60, 0,1)}=2,39$ atau p-value (sig.)=0,032 < 0,1, sehingga H_1 diterima. Simpulannya EAT berpengaruh terhadap DER dan DPR.

b. Pengujian pengaruh EBT

H_0 : EBT tidak berpengaruh terhadap DER dan DPR

H_1 : EBT berpengaruh terhadap DER dan DPR

Untuk menguji hipotesis tersebut dapat dibandingkan dengan tabel F, dengan $df_1=2$, $df_2=60$ dengan taraf kesalahan yang diambil 10%, diperoleh harga F tabel sebesar 2,39. Apabila F hitung lebih besar dari F tabel, maka H_1 diterima dan H_0 ditolak. Karena harga F hitung (3,829) > $F_{(2, 60, 0,1)}=2,39$ atau p-value (sig.)=0,027 < 0,1, sehingga H_1 diterima. Simpulannya EBT berpengaruh terhadap DER dan DPR.

Tabel 3
Multivariate Test

Effect		Value	F	Hypothesis df	Error df	Sig.
Intercept	Pillai's Trace	,676	62.592 ^a	2,000	60,000	,000
	Wilks' Lambda	,324	62.592 ^a	2,000	60,000	,000
	Hotelling's Trace	2,086	62.592 ^a	2,000	60,000	,000
	Roy's Largest Root	2,086	62.592 ^a	2,000	60,000	,000
EAT	Pillai's Trace	,109	3.662 ^a	2,000	60,000	,032
	Wilks' Lambda	,891	3.662 ^a	2,000	60,000	,032
	Hotelling's Trace	,122	3.662 ^a	2,000	60,000	,032
	Roy's Largest Root	,122	3.662 ^a	2,000	60,000	,032
EBT	Pillai's Trace	,113	3.829 ^a	2,000	60,000	,027
	Wilks' Lambda	,887	3.829 ^a	2,000	60,000	,027
	Hotelling's Trace	,128	3.829 ^a	2,000	60,000	,027
	Roy's Largest Root	,128	3.829 ^a	2,000	60,000	,027

a. Exact statistic

b. Design: Intercept+EAT+EBT

Sumber: Data yang diolah

- Estimasi Parameter

Pengujian ini dilakukan untuk merumuskan model atau persamaan yang akan membuktikan pernyataan-pernyataan yang terdapat dalam hipotesis. Dari tabel 4 dapat dirumuskan dua buah persamaan atau model, yaitu:

$$\hat{Y}_1 = 0,992 - 1,883 X_1 + 1,408 X_2 + \varepsilon \quad \dots\dots 1$$

$$\hat{Y}_1 = 21,998 - 53,664 X_1 + 43,206 X_2 + \varepsilon \quad \dots\dots 2$$

Tabel 4
Estimasi Parameter

Dependent Variabel	Parameter	B	Std. Error	T	Sig.
Debt to Equity	Intercept	,922	,113	8,149	,000
	EAT	-1,883	1,040	-1,811	,075
	EBT	1,408	,791	1,779	,080
Dividend Payout	Intercept	21,998	3,092	7,115	,000
	EAT	-53,664	28,419	-1,888	,064
	EBT	43,206	21,621	1,998	,050

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan kedua model tersebut, dapat diartikan bahwa variabel EAT yang mewakili faktor pajak (X_1) dan EBT (X_2) yang mewakili faktor non pajak, sama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel DER (Y_1) dan DPR (Y_2) yang mewakili keputusan pendanaan. Hanya saja, arah pengaruh yang dihasilkan variabel prediktor berbeda, jika faktor pajak sebagai variabel prediktor pada kedua model berarah pengaruh signifikan negatif, sedangkan faktor non pajak pada kedua model tersebut justru berarah pengaruh signifikan positif.

Pembahasan

Pembahasan diinterpretasikan berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang diperbandingkan dengan teori dan penelitian terdahulu serta beberapa asumsi-asumsi umum yang digunakan. Uraian pembahasan tersebut adalah:

- Faktor Pajak Mempengaruhi DER

Berdasarkan model Y_1 dapat diketahui bahwa faktor pajak (X_1) berpengaruh signifikan negatif terhadap kenaikan atau penurunan DER (Y_1). Jika pajak atau EAT (X_1) yang dinyatakan dalam triliun rupiah naik sebesar 1, maka estimasi dari DER (Y_1) akan turun sebesar 1,883, dan sebaliknya. Pengaruh faktor pajak terhadap kenaikan maupun penurunan DER dapat dikaitkan dengan keputusan investasi. Dalam proses pengambilan keputusan tersebut, perusahaan akan membutuhkan tambahan dana, sehingga faktor pajak penghasilan menjadi salah satu pertimbangan dalam membuat keputusan pendanaan.

Terkait dengan pajak, jika tarif pajak penghasilan tinggi maka perusahaan cenderung berupaya untuk mengurangi beban pajak dengan memperoleh tambahan dana dalam bentuk hutang (obligasi). Hal ini merupakan penambahan proporsi hutang atau dengan kata lain peningkatan DER menyebabkan penurunan beban pajak, karena adanya beban bunga atas hutang sebagai penghematan pembayaran pajak. Atau terjadi sebaliknya, peningkatan pajak menyebabkan penurunan DER. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Graham *et al.*, 1998, dalam Graham, 1998), yaitu dengan menggunakan laba setelah pajak (EAT) maka hubungan rasio hutang dan pajak adalah negatif. Selain itu, selaras dengan Miller (1997) dalam Fama dan French (1997), bahwa pengontrolan atas laba sesudah pajak atas variabel hutang, menghasilkan adanya hubungan negatif yang tercipta antara hutang dengan nilai perusahaan (dalam konteks ini disamakan dengan laba).

- Faktor Pajak Mempengaruhi DPR

Berdasarkan persamaan Y_2 dapat diketahui bahwa faktor pajak (X_1) berpengaruh signifikan negatif dan faktor non pajak (X_2) berpengaruh signifikan positif terhadap kenaikan atau penurunan DPR (Y_2). Jika pajak atau EAT (X_1) yang dinyatakan dalam triliunan rupiah naik sebesar 1, maka estimasi dari DPR (Y_2) akan turun sebesar 53,664, dan sebaliknya. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa faktor pajak berpengaruh signifikan negatif terhadap kenaikan atau penurunan DPR (Y_1). Jika pajak meningkat maka dividen yang dibagikan akan mengalami penurunan karena laba yang menjadi dasar alokasi dividen semakin kecil atau mengalami penurunan, dengan asumsi prosentase dividen adalah tetap setiap tahunnya. Hal tersebut juga berlaku sebaliknya, jika pajak turun maka jumlah dividen yang dibagikan akan meningkat pula. Manajemen juga akan mengambil keputusan pembayaran dividen dengan tepat karena dividen bukan unsur pengurang pajak. Hal ini disebabkan karena ada tipe investor tidak menyukai pembagian dividen yang tinggi karena mereka akan membayar pajak yang tinggi pula, sehingga perusahaan harus memperhatikan dampak pajak terhadap kekayaan pemegang saham juga. Selain itu, penentuan kebijakan pembagian dividen terkait dengan *free cash flows* perusahaan setelah mengeliminasi beban pajak. Jadi, faktor pajak penghasilan mempengaruhi perusahaan untuk membagikan dividen.

- Faktor Non Pajak Mempengaruhi DER

Berdasarkan persamaan Y_1 , diketahui bahwa faktor non pajak (X_2) berpengaruh signifikan positif terhadap kenaikan atau penurunan DER (Y_1). Artinya jika faktor non pajak naik 1 triliun maka DER juga akan meningkat sebesar 1,408 dan sebaliknya. Dalam keterkaitannya dengan keputusan pendanaan, ada faktor non pajak yang mempengaruhi pengambilan keputusan untuk menambah hutang, misalnya kecenderungan manajemen untuk pengalihan resiko ke kreditor (Husnan dan Pudjiastuti, 2004). Hal ini dapat terjadi pada saat perusahaan mengalami kesulitan keuangan, terutama saat dilikuidasi jika

perusahaan tidak mampu membayar hutangnya, maka pihak kreditor hanya akan memperoleh aset perusahaan sebagai ganti rugi atas hutang dan tidak terkait dengan kekayaan individu para pemegang saham. Kecenderungan perusahaan untuk melakukan hutang adalah penggunaan kas yang dimilikinya untuk kegiatan di luar usaha seperti: pembelian saham dalam jangka pendek untuk memperoleh keuntungan. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Graham *et al.* (1998) dalam Graham (1998), dimana dampak pajak atas keputusan pendanaan dapat dihilangkan dengan variabel EBIT (disamakan dengan EBT), dan hubungan rasio hutang dan sebelum pajak adalah positif, dan MM (1963) dalam Fama dan French (1997) memprediksikan jika menggunakan mengontrol laba sebelum pajak maka hubungan hutang dan nilai perusahaan (laba) adalah positif.

- Faktor Non Pajak Mempengaruhi DPR

Berdasarkan persamaan Y_2 , diketahui bahwa pengaruh dari EBT (X_2) adalah signifikan positif terhadap DER (Y_1), yang artinya jika faktor non pajak naik sebesar 1 triliun maka DER juga akan meningkat sebesar 43,206. Hubungan pengaruh faktor non pajak ini menggambarkan adanya faktor lain yang menyebabkan manajemen membuat kebijakan dividen. Pengaruh dari faktor non pajak terhadap DPR ini mendukung hipotesis dari Miller dan Scholes (1982) dalam Fama dan French (1997), bahwa nilai perusahaan tidak terpengaruh oleh kebijakan dividen melainkan faktor subyektif investor yang akan mendominasi pergerakan harga saham. Perusahaan cenderung membayar dividen dengan alasan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham, sehingga mereka bisa berinvestasi kembali pada perusahaan tersebut atau untuk menjaga kredibilitas perusahaan di pasar. Ada beberapa faktor non pajak yang mempengaruhi jumlah dividen yang dibagikan, yaitu faktor likuiditas, semakin rendah likuiditas akan menurunkan DPR; kebutuhan dana untuk melunasi hutang ataupun perencanaan investasi (misalnya ekspansi) akan mengurangi DPR karena laba yang diperoleh diprioritaskan untuk penambahan aktiva.

Simpulan

Dari hasil analisis dan pembahasan, diperoleh simpulan bahwa pengujian atas ketepatan model dengan menggunakan pengujian residual yang tercermin dari grafik *multivariate* atau *bivariate normal distribution*, diketahui bahwa kedua model atau EAT dan EBT mempengaruhi keputusan pendanaan karena persamaan tersebut telah memenuhi syarat *bivariate normality*.

Hasil pengolahan analisis *multivariate multiple regression* membuktikan bahwa EAT mempengaruhi DER dan DPR secara signifikan negatif atau berbanding terbalik, hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Graham *et al.*, 1998, dalam Graham, 1998), yaitu dengan menggunakan EAT maka hubungan rasio hutang dan pajak adalah negatif. Jadi, faktor pajak mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan, dimana keputusan pendanaan

menjadi relevan dalam keadaan adanya pembayaran pajak. Relevansinya terletak pada ketepatan keputusan pendanaan perusahaan yang dapat mengurangi beban pajak penghasilan, salah satunya adalah beban bunga.

Dari pengujian juga diperoleh pembuktian bahwa faktor non pajak (EBT/ EBIT) mempengaruhi keputusan pendanaan yang diproksikan ke dalam DER dan DPR secara signifikan positif atau berbanding lurus, dimana MM (1963) dalam Fama dan French (1997) memprediksikan jika menggunakan mengontrol laba sebelum pajak (EBT) maka hubungan hutang dan nilai perusahaan (laba) adalah positif. Jadi, faktor non pajak penghasilan seperti faktor likuiditas keuangan, besarnya modal yang dimiliki perusahaan juga mempengaruhi pengambilan keputusan pendanaan yang mengarah pada hasil atau keuntungan yang akan diperoleh dari keputusan tersebut (seperti pembagian dividen).

Daftar Rujukan

- Almilia, Luciana Spica dan Silvy, Meliza. 2006. "Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan Leverage Terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial dengan Teknik Analisis Multinomial Logit". *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 6: hal. 8-9.
- Fama, Eugene F. and French, Kenneth R. 1997. "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value". *Journal of Finance, Second Draft*. pp. 10-12
- Graham, John R. 1998, "Do the Taxes affect Corporate Financing Decisions?" pg.5.<http://>. Diunduh: Oktober 2007.
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti. 2004. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keempat. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Isnowati, Sri dan Sri Nawatmi. 2004. "Pengaruh Faktor Fundamental dan Teknikal terhadap Harga Saham", STIE Stikubank, Semarang. (<http://MM/Bab201.doc>, diunduh: Juli 2007).
- Johnson, Richard A. dan Dean W. Wichern. 1998. *Applied Multivariate Statistical Analysis. Fourth Edition*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.
- Moeljadi. 2006. *Prinsip Manajemen Keuangan*. Bayumedia.
- NN. 2003. "Hubungan Antara Set Kesempatan Investasi (IOS) dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan". hal. 8-14 (<http://digilab.petra.ac.id/ads-cgi/viewer.pl/jiunkpe/S1/eman/2003/jiunkpe-ns-S1-2003-31499031-466-deviden-chapter2>, diunduh: November 2007).
- Sekaran, Uma. 1992. *Research Method for Business*. John Wiley and Sons.Inc., New York, dalam Hasan Mustafa 2000, Teknik Sampling. ., diunduh: Oktober 2007.
- Suandy, Erly. 2006. *Perencanaan Pajak*. Edisi 3. Indonesia: Salemba Empat.
- Van Horne James C., Jr. Wachowicz, dan M. John. 2007. *Fundamentals of Financial Management*. Edisi 12 (terjemahan). Indo