



Pajak dan Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Nurlita Sukma Alfandia¹

¹Universitas Brawijaya

¹nurlita.sukma@gmail.com

INFO ARTIKEL

Histori Artikel:

Tanggal Masuk 12 Desember 2017

Tanggal Diterima 29 Maret 2018

Tersedia Online 30 Maret 2018

Kata Kunci:

earnings after tax; effective tax rate; marginal tax rate; debt to equity ratio

ABSTRAK

Perusahaan memiliki kecenderungan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan untuk meminimalkan pajak terhutang yang dibayarkan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh pajak dalam kebijakan hutang perusahaan. Variabel pajak diprosikan menjadi laba setelah pajak, tarif pajak efektif, dan tarif pajak marginal. Sedangkan, variabel kebijakan hutang diprosikan menjadi rasio hutang terhadap modal. Sampel penelitian yang digunakan merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan memiliki laporan keuangan yang telah diaudit untuk tahun 2012-2016. Selain itu, perusahaan tidak memiliki saldo modal negatif (defisiensi modal) dan mengalami kerugian fiskal, serta wajib menyajikan informasi yang diperlukan dalam penelitian. Sampel terpilih berjumlah sebanyak 135 perusahaan. Penelitian ini menggunakan analisis regresi sederhana dengan tiga model regresi yang dibuat. Berdasarkan pengujian yang dilakukan, diketahui bahwa variabel Earnings After Tax (EAT) dan Effective Tax Rate (ETR) dapat mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan Marginal Tax Rate (MTR) tidak mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan alternatif lain dalam pengukuran variabel ETR dan MTR. Selain itu, diharapkan penelitian berikutnya mempertimbangkan jenis usaha lain sebagai sampel penelitian.

1. Pendahuluan

Suatu perusahaan memerlukan sumber dana yang mencukupi untuk membiayai seluruh kegiatannya. Sumber dana tersebut dapat berupa hutang dan modal. Komposisi hutang dan modal lebih didasarkan pada kebutuhan masing-masing perusahaan dan kemampuan finansial

perusahaan tersebut. Sebuah perusahaan perlu mempertimbangkan seberapa besar kegiatan dapat dibiayai dengan modal dan hutang.

Pemerintah Indonesia telah mengeluarkan Peraturan Menteri Keuangan Nomor 169/PMK.010/2015 untuk keperluan penghitungan Pajak Penghasilan yang ditetapkan besarnya perbandingan antara hutang dan modal bagi Wajib Pajak Badan yang didirikan di Indonesia. Wajib Pajak Badan yang termasuk dalam peraturan ini merupakan wajib pajak badan yang modalnya terdiri dari saham. Berdasarkan Pasal 2 PMK Nomor 169/PMK.010/2015, besarnya perbandingan antara hutang dan modal ditetapkan paling tinggi sebesar 4:1.

Semakin besar jumlah hutang yang digunakan sebagai sumber pendanaan, maka akan semakin besar pula biaya atau beban bunga yang menjadi pengurang penghasilan kena pajak. Apabila biaya atau beban bunga menjadi semakin besar, maka penghasilan kena pajak akan menjadi semakin kecil. Dengan demikian, Pajak Penghasilan terhutang atau jumlah pajak yang terhutang menjadi semakin kecil. Auerbach dalam Buettner *et al.* (2012) menyatakan bahwa sebagian besar literatur menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan dengan hutang karena pembayaran bunga merupakan pengurang yang diperbolehkan secara perpajakan.

Salah satu kebijakan tarif pajak yang berperan penting dalam pemilihan kebijakan hutang adalah *Marginal Tax Rate* (MTR). Selain itu, teori finansial secara jelas menjelaskan bahwa MTR relevan ketika menganalisa pilihan pendanaan tambahan. Shevlin dalam Graham (1996) menjelaskan MTR sebagai nilai sekarang dari pajak yang saat ini dan yang akan dibayarkan nanti terhadap tambahan penghasilan yang dihasilkan saat ini.

Mackie-Mason (1990) mempelajari keputusan pendanaan dengan mengganti pilihan hutang atas modal dengan sekuritas terdaftar. Mereka mengaitkan keputusan pendanaan tersebut dan pajak yang diprosikan dengan MTR. Shevlin dalam (Graham 1996) melakukan penelitian tentang hubungan pajak dengan perlakuan pajak atas keuntungan dan kerugian perusahaan. Dalam penelitiannya, dia memperhitungkan konsep nilai uang dalam menentukan MTR di dalam penelitiannya.

Graham (1996) meneliti mengenai pengaruh pajak dan kebijakan hutang. (Graham 1996) mengembangkan rumus MTR yang diperkenalkan oleh Shevlin (1990). Hasil penelitiannya menyediakan bukti bahwa perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi akan mengeluarkan lebih banyak hutang dari pada perusahaan dengan tarif pajak yang rendah. Heider dan Alexander (2015) menguji perubahan Pajak Penghasilan Badan dan menemukan bahwa rasio leverage meningkat mengikuti kenaikan tarif Pajak Penghasilan Badan. Akan tetapi rasio leverage tidak menurun mengikuti pengurangan tarif Pajak Penghasilan Badan.

Kebijakan hutang juga dianggap sebagai salah satu cara yang dapat digunakan untuk melindungi penghasilan perusahaan dari besarnya pajak penghasilan. Taufik dan Dwiprptono

(2010) menjelaskan mengenai *Fiscal Theory* dalam penelitiannya. Kebijakan atau teori fiskal menjadi acuan bagi Pemerintah untuk mengarahkan arah perekonomian dalam suatu negara. Semakin kecil pajak kini (*current tax*) yang dibayarkan, perusahaan akan merasa semakin sejahtera. Berdasarkan teori Modigliani-Miller (*MM Theory*), perusahaan yang menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan akan semakin sejahtera. Hal ini disebabkan karena biaya atas bunga hutang dapat dikurangkan dari Penghasilan Kena Pajak.

Kebijakan pajak selain MTR yang dianggap berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan adalah *Effective Tax Rate* (ETR) dan *Earnings After Tax* (EAT). Menurut Frank *et al.* (2008), *Effective Tax Rate* (ETR) dapat mencerminkan perbedaan tetap (*permanent difference*) antara perhitungan laba komersial dan laba fiskal. Sebagian besar penelitian terdahulu menggunakan rasio ETR untuk mengukur efektifitas perencanaan pajak sebuah perusahaan.

Pengaruh pajak dapat diproksikan ke dalam *Earnings After Tax* (EAT). Menurut Modigliani-Miller dalam Fama dan French (1997), Laba Setelah Pajak (EAT) telah mencakup manfaat hutang sebagai pengurang beban pajak. Pendanaan melalui hutang akan memperbesar biaya/ beban bunga yang menjadi pengurang penghasilan kena pajak. Dengan demikian, penghasilan kena pajak akan menjadi semakin kecil.

Beberapa penelitian terdahulu meneliti berbagai alternatif cara perusahaan dalam melindungi penghasilannya dari Pajak Penghasilan. Graham *et al.* (2004) menunjukkan bahwa kebijakan hutang pada perusahaan yang tercatat pada S&P 100 dan Nasdaq menjelaskan bahwa penghasilan kena pajak disesuaikan dari pengurangan opsi saham karyawan. Desai *et al.* (2004) menemukan bahwa tarif pajak lokal mempengaruhi struktur modal perusahaan asing yang berafiliasi.

Penelitian tersebut semakin diperkuat dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Ge 2013). Faktor pajak dan non pajak mempengaruhi keputusan investasi, pendanaan, dan deviden suatu perusahaan secara simultan. Akan tetapi penelitian Ge (2013) sedikit berbeda dengan penelitian sebelumnya. Dia menjelaskan bahwa faktor pajak secara negatif mempengaruhi kebijakan pendanaan dan deviden.

Penelitian ini merupakan penelitian replikasi dari Taufik dan Dwipraptono (2010) dan Ge (2013). Perbedaan dengan penelitian Taufik dan Dwipraptono 2010 terletak pada penelitian ini bertujuan pada pengujian pengaruh pajak pada penyusunan kebijakan hutang perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Taufik dan Dwipraptono (2010) bertujuan untuk menguji relevansi teori fiskal, teori *trade off*, dan teori *pecking order* dalam menganalisis struktur modal perusahaan go public. Sedangkan perbedaan penelitian ini dengan penelitian Ge (2013) adalah penambahan proksi baru dari faktor pajak, yaitu ETR dan MTR. Berdasarkan penjelasan di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh pajak yang diproksikan ke dalam EAT, ETR, dan MTR terhadap kebijakan hutang yang diproksikan dengan rasio hutang

terhadap modal (*Debt to Equity Ratio*). Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan dengan mempertimbangkan aspek perpajakan.

2. Tinjauan Pustaka

2.1. Teori Struktur Modal

Struktur modal adalah seluruh sumber pendanaan jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan. Sumber modal terbagi menjadi modal dan pinjaman. Pengelolaan atas struktur modal perlu dilakukan agar dapat memaksimalkan harga saham dan meningkatkan nilai perusahaan. (Brigham dan Joel 2009: 435) menyatakan bahwa resiko bisnis merupakan faktor penentu dalam struktur modal perusahaan.

Tahun 1958, pada kondisi tidak ada pajak, Modigliani-Miller (MM) berpendapat bahwa penggunaan hutang atau modal akan memberikan dampak yang sama terhadap kemakmuran perusahaan. MM menjelaskan bahwa kebijakan pendanaan dengan hutang atau modal tidak akan memberikan perbedaan bagi perusahaan. Di tahun 1963, MM mempertimbangkan unsur pajak dalam teorinya. Dengan adanya pajak, MM menyimpulkan bahwa penggunaan pajak akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga dapat dikurangkan dari penghasilan kena pajak. Pajak merupakan aliran kas keluar perusahaan yang akan dibayarkan kepada negara. Aliran kas keluar berarti dapat mengurangi penghasilan yang diterima. Hutang dianggap dapat menghemat pajak yang dibayarkan perusahaan. Hal ini dikarenakan biaya bunga dapat mengurangi Penghasilan Kena Pajak (PKP). Teori struktur modal yang diperkenalkan oleh Modigliani-Miller dianggap sebagai teori struktur modal modern pertama dan paling kontroversial di tahun 1958. Adanya kontroversi yang muncul dari teori MM menimbulkan lahirnya teori struktur modal baru yang dikenal dengan teori trade off dan pecking order.

Menurut Syamsuddin (2013: 205), perusahaan dapat meningkatkan dan menurunkan tingkat keuntungan yang diperoleh dengan mempertimbangkan *trade off* antara profitabilitas dan risiko. Resiko yang dimaksud adalah kondisi perusahaan ketika technically insolvent. Kondisi ini adalah kondisi di mana perusahaan tidak mampu membayar kewajiban atau hutang pada saat jatuh tempo.

Menurut Myers (1984), teori *trade off* menyatakan kondisi di mana perusahaan menyeimbangkan penghematan pajak dari hutang dibandingkan biaya kebangkrutan. Perusahaan memanfaatkan besarnya hutang sebagai alternatif untuk melakukan penghematan pajak. (Harjito 2011) menjelaskan teori trade off menyatakan bahwa hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan terhadap suatu tingkat leverage yang optimal. Berdasarkan teori ini, struktur modal yang optimal dapat dicapai apabila nilai sekarang dari tax shield hutang adalah sama dengan nilai sekarang dari biaya kesulitan keuangan hutang. Apabila perusahaan

ingin meningkatkan nilai perusahaan dengan menerbitkan saham (meningkatkan EPS), maka pembiayaan investasi tersebut harus dibiayai dengan hutang.

Ehrhardt dan Eugene (2011: 254) menjelaskan *trade off theory* dilihat dari sudut pandang investor. Sebagian besar investor menyukai *return* tetapi tidak menyukai risiko. Kondisi ini yang mempengaruhi keinginan investor dalam berinvestasi. Apabila investor ingin berinvestasi pada perusahaan yang terlalu berisiko, maka perusahaan tersebut harus dapat memberikan return yang sesuai dengan harapan investor. Menurut Ehrhardt dan Eugene (2011: 613), Hasil penelitian Modigliani dan Miller juga bergantung pada asumsi bahwa tidak terdapat biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*). Dalam kenyataannya, biaya kebangkrutan tetap selalu ada dan jumlahnya cukup tinggi. Ancaman kebangkrutan akan mempengaruhi banyak pihak tidak hanya karyawan perusahaan tetapi juga pemasok. Apabila perusahaan dalam kondisi mengalami kebangkrutan, maka supplier akan menghentikan pasokan dan akan menolak penjualan secara kredit.

Masalah terkait kebangkrutan biasanya timbul ketika perusahaan melibatkan pendanaan dari hutang dalam struktur modalnya. Biaya kebangkrutan meliputi 2 komponen, yaitu: kemungkinan *financial distress* dan biaya yang terjadi apabila *financial distress* terjadi. Perusahaan dengan laba yang lebih tidak stabil akan menghadapi kemungkinan kebangkrutan lebih besar. Oleh karena itu, perusahaan tersebut harus menggunakan lebih sedikit hutang dari pada perusahaan yang lebih stabil (Ehrhardt dan Eugene 2011: 613).

Teori *pecking order* dikembangkan oleh (Myers dan Nicholas 1984). Menurut Myers (1984), teori *pecking order* menyatakan bahwa adanya *adverse selection* menyebabkan perusahaan lebih memilih laba ditahan dibandingkan hutang, dan penggunaan modal hanya untuk kondisi ekstrim. Pernyataan ini didasarkan pada teori yang dikembangkan oleh Myers dan Nicholas (1984). Berdasarkan teori ini, perusahaan membuat urutan dalam sumber pendanaannya. Sumber pendanaan yang paling utama adalah laba ditahan. Apabila laba ditahan tidak dapat mencukupi kebutuhan perusahaan akan dana, maka perusahaan dapat menggunakan hutang dan ekuitas sebagai sumber pendanaan. Menurut Harjito (2011), teori *pecking order* menganut keputusan pendanaan dengan urutan preferensi logis yang diambil investor terhadap prospek perusahaan. Teori ini mengasumsikan bahwa perusahaan akan cenderung memilih pembiayaan internal untuk membiayai proyek-proyeknya.

Teori *pecking order* (POT) bertentangan dengan pendekatan teori Modigliani-Miller (MM) mengenai struktur modal. POT menjelaskan adanya target rasio hutang yang diinginkan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan (Frank dan Vidhan 2008). Sedangkan MM menjelaskan bahwa hutang yang semakin tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga dapat mengurangi besarnya pajak yang dibayarkan (Modigliani dan Miller 1963).

Myers (1984) menyatakan bahwa sebuah perusahaan seharusnya menggunakan pendekatan *pecking theory* apabila perusahaan memilih pendanaan internal dan *debt to equity*

apabila perusahaan menggunakan pendanaan eksternal. Sebagian besar perusahaan menggunakan pendanaan internal (kas dan investasi jangka pendek) selain menggunakan pendanaan eksternal. Frank dan Vidhan (2008: 151) menjelaskan bahwa model pecking order dapat didasarkan pada pertimbangan *adverse selection*, teori agensi, dan faktor lainnya.

2.2. Effective Tax Rate (ETR)

Menurut Wulandari dan Dovi (2010), salah satu cara untuk mengukur seberapa baik suatu perusahaan dapat mengelola pajaknya adalah dengan melihat tarif pajak efektifnya. (Frank *et al.*, 2008) menjelaskan bahwa tarif pajak efektif (*Effective Tax Rate* – ETR) biasanya dihitung dengan menggunakan rasio total beban pajak dan penghasilan sebelum pajak. Rasio ini dapat mencerminkan perbedaan tetap (*permanent difference*) antara perhitungan laba komersial dan laba fiskal. Semakin rendah nilai ETR maka akan semakin baik bagi perusahaan (Wulandari dan Dovi 2010). Nilai ETR menunjukkan seberapa baik suatu perusahaan dalam melakukan perencanaan pajaknya.

Cara pengukuran Effective Tax Rate (ETR) dikelompokkan menjadi 2 metode, meliputi: (Dyreng *et al.*, 2010)

- a. GAAP ETR merupakan perhitungan tarif pajak efektif didasarkan pada General Accepted Accounting Principle (GAAP). Metode ini menghitung tarif pajak efektif melalui perbandingan total beban pajak (beban pajak kini dan tangguhan) dengan penghasilan kena pajak. Nilai penghasilan kena pajak menurut metode ini dihitung dengan mengacu pada aturan akuntansi.
- b. CASH ETR merupakan perhitungan tarif pajak efektif yang didasarkan pada kondisi yang sebenarnya. Metode ini menghitung tarif pajak efektif melalui rasio antara besar pajak yang dibayarkan dengan penghasilan kena pajak. Pada metode ini, nilai penghasilan kena pajak juga mengacu pada aturan akuntansi.

Perbedaan dari kedua metode ini terletak pada tujuan perhitungan tarif pajak efektif. Metode pertama yaitu GAAP ETR dapat membantu pemilik perusahaan mengetahui kepentingan manajer terkait pengurangan beban pajak untuk tujuan akuntansi keuangan. Sedangkan metode kedua yaitu CASH ETR dapat membantu pemilik perusahaan mengetahui kepentingan manajer terkait pengurangan pajak yang dibayarkan. Metode CASH ETR dapat mengakibatkan penggunaan pembilang (pajak yang dibayarkan) dengan penyebut (penghasilan kena pajak) menjadi bias dan tidak jelas. Pertimbangan penting dalam perhitungan ETR adalah nominal penyebut dalam rasio yang digunakan, yaitu penghasilan kena pajak berdasarkan aturan akuntansi.

2.3 Marginal Tax Rate

Besar tarif pajak yang berlaku di sebuah negara sering kali tidak bertahan dalam jangka waktu yang lama. Pembuat kebijakan fiskal sering mempertimbangkan untuk menaikkan satu jenis pajak atau menurunkan yang lainnya. Adanya perubahan tarif pajak akan memberikan dampak pada deadweight loss dan penerimaan pajak. Menurut Mankiw dan Mark (2014: 209), besarnya tarif pajak dapat mempengaruhi kurva penawaran dan permintaan. Semakin tinggi tarif pajak yang ditentukan oleh pembuat kebijakan, maka deadweight loss akan semakin besar. *Deadweight loss* adalah pengurangan dari surplus yang seharusnya diterima perusahaan karena adanya pajak. Sedangkan hubungan antara penerimaan pajak dan tarif pajak berbentuk seperti kurva Laffer.

Menurut Gwartney *et al.* (2008: 98), *Marginal Tax Rate* (MTR) adalah tambahan liabilitas pajak (*tax liability*) seseorang dibagi dengan tambahan penghasilan kena pajak (*taxable income*). Rasio ini berupa persentase tambahan penghasilan yang diperoleh yang harus dikenakan pajak. Gwartney *et al.* (2008: 266) menjelaskan bahwa besarnya MTR telah membagi penghasilan wajib pajak menjadi dua kategori yaitu pajak yang dibayarkan kepada negara dan penghasilan yang diterima oleh seorang wajib pajak. Pada sisi penawaran, semakin rendah tarif pajak akan meningkatkan faktor seseorang untuk bekerja dan penawaran sumber daya.

Semakin efisien faktor tersebut digunakan, maka akan dapat meningkatkan penawaran agregat. Penawaran agregat (*aggregate supply*) adalah jumlah seluruh barang akhir dan jasa di dalam perekonomian yang dijual atau ditawarkan oleh perusahaan pada berbagai tingkat harga. Ketika kebijakan fiskal merubah Marginal Tax Rate, tarif ini akan mempengaruhi penawaran agregat yang mengubah aktivitas produksi menjadi penghindaran pajak. Oleh karena itu, adanya perubahan Marginal Tax Rate akan memberikan pengaruh pada penawaran agregat (*aggregate supply*).

2.4. Debt to Equity Ratio (DER)

Rasio ini merupakan salah satu rasio solvabilitas. Menurut Palepu *et al.* (2013:197), rasio hutang atas modal ekuitas merupakan rasio yang menyediakan ukuran seberapa banyak pendanaan hutang yang digunakan perusahaan untuk setiap investasi yang dilakukan oleh pemegang saham. Subramanyam (2014: 36) menjelaskan rasio hutang atas modal sebagai perbandingan antara jumlah seluruh hutang perusahaan dengan jumlah seluruh modal ekuitas perusahaan.

Terdapat sedikit perbedaan definisi yang disampaikan antara Palepu dan Subramanyam. Dalam hal rumus perhitungan pun keduanya memiliki rumus perhitungan DER yang berbeda. (Palepu *et al.*, 2013: 197) menghitung debt to equity ratio dari perbandingan penjumlahan

hutang lancar dan hutang tidak lancar dengan ekuitas pemegang saham. Sedangkan (Subramanyam 2014: 36) menghitung debt to equity ratio dari perbandingan total kewajiban dengan ekuitas pemegang saham. Jelas terlihat bahwa Palepu hanya memperhitungkan hutang lancar dan hutang tidak lancar, sedangkan Subramanyam memperhitungkan seluruh hutang yang dimiliki perusahaan. Akan tetapi, pada intinya, rasio ini mengindikasikan proporsi hutang sebagai sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan dibandingkan proporsi modal ekuitas.

2.5. Penelitian Terdahulu

Kebijakan pendanaan yang diambil oleh sebuah perusahaan terkait struktur modalnya akan memiliki indikasi adanya pajak. Apapun kebijakan pendanaan yang digunakan, pajak menjadi pertimbangan yang paling penting. Sebuah perusahaan akan berusaha untuk membayar hutang pajak yang lebih rendah. (Purnamasari 2010) menggunakan faktor pajak dan non pajak dalam penelitian yang dilakukan. Faktor pajak diproksikan ke dalam laba setelah pajak (Earnings After Tax – EAT). Faktor non pajak diproksikan ke dalam laba sebelum bunga dan pajak (Earnings Before Interest and Tax – EBIT)

Menurut Graham *et al.* dalam Purnamasari (2009), adanya pengendalian laba sesudah pajak berupa semakin banyaknya beban bunga yang ditimbulkan dari hutang akan dapat meminimalkan pajak penghasilan. Hal ini akan mengakibatkan munculnya hubungan negatif antara rasio hutang dengan pajak. Menurut Ge (2013), jika dalam keadaan pasar persaingan sempurna dan ada pajak (teori Modigliani – Miller) perusahaan yang memiliki pajak penghasilan yang tinggi akan berusaha untuk meminimalkan hutang pajaknya. Usaha yang dilakukan salah satunya adalah dengan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan dalam struktur modalnya. Semakin besar hutang, maka akan memperbesar biaya bunga yang timbul atas hutang tersebut. Semakin meningkatnya biaya, maka akan menyebabkan penghasilan kena pajak menjadi semakin kecil.

Menurut Taufik dan Dwiprptono (2010), *Effective Tax Rate* (ETR) berpengaruh negatif terhadap rasio hutang (*debt ratio*). Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kecenderungan mengambil pendanaan dengan hutang dalam struktur modalnya untuk mengurangi penghasilan kena pajak. Hasil penelitian tersebut mendukung hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh (Mackie dan Mason 1990). Hasil penelitian Mackie dan Mason dalam Taufik dan Dwiprptono (2010) menjelaskan bahwa kecenderungan pendanaan dengan hutang dipengaruhi oleh *Effective Marginal Tax Rate* (EMTR).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Taufik dan Dwiprptono (2010) mendukung teori fiskal dan teori Modigliani – Miller yang menjelaskan bahwa perusahaan akan lebih memilih hutang dibandingkan sumber pendanaan lainnya sehingga dapat mengurangi penghasilan kena

pajak. Semakin rendah nilai ETR maka akan semakin baik bagi perusahaan (Wulandari dan Dovi 2010). Nilai ETR menunjukkan seberapa baik suatu perusahaan dalam melakukan perencanaan pajaknya.

Slemrod dan Rego dalam Taylor dan Grant (2013) menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi memiliki nilai ETR yang rendah. Hal ini disebabkan perusahaan tersebut menggunakan pengurang dari akun hutang (bunga pinjaman) untuk mengurangi penghasilan kena pajak. Mills dan Newberry (2004) menemukan bahwa perusahaan MNC dengan tarif pajak di luar negeri yang relatif rendah memiliki struktur modal yang sebagian besar terdiri dari hutang. Kondisi ini berbeda jauh apabila tarif pajak yang dikenakan di luar negeri relatif lebih tinggi. Apabila kondisi tersebut yang terjadi maka perusahaan MNC akan cenderung bersikap sebaliknya, yaitu struktur modalnya hanya sebagian kecil yang terdiri dari hutang. (Graham *et al.*, 2016) menemukan bahwa dengan menggunakan ETR dalam mengambil keputusan terkait struktur modal dapat menghasilkan pilihan pendanaan yang lebih baik.

Tidak begitu banyak penelitian terdahulu yang menggunakan variabel MTR dalam penelitian terkait struktur modal sebuah perusahaan. Meskipun begitu, tarif pajak marjinal (MTR) memiliki peran penting dalam banyak topik penelitian terkait keuangan termasuk perhitungan biaya modal, kebijakan hutang, keputusan kompensasi, dan terkait penetapan harga sekuritas. Hal ini dikarenakan MTR mencerminkan variasi mengenai perubahan kode pajak (*tax code*), adanya reformasi sistem perpajakan, keberadaan siklus bisnis, dan tarif pajak statutori yang bersifat progresif.

Graham (1996) membuktikan dalam penelitiannya bahwa perusahaan dengan tarif pajak marjinal yang tinggi akan memilih pendanaan dengan hutang dari pada perusahaan dengan tarif pajak marjinal yang lebih rendah. Teori finansial menjelaskan bahwa tarif pajak marjinal relevan ketika menganalisa pilihan pembiayaan tambahan. Hutang termasuk dalam pilihan pembiayaan bagi sebuah perusahaan.

Menurut Feld *et al.* dalam Almandero dan Fransisco (2016) menjelaskan bahwa pilihan struktur modal sangat terkait dengan pajak. Teori *trade off* mengenai struktur modal secara teoritis menjelaskan hubungan antara kebijakan hutang dan pajak. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan menentukan rasio hutang optimal dengan membandingkan nilai sekarang dari penghematan pajak tambahan dan biaya tambahan yang mungkin terjadi karena kenaikan hutang. Graham dalam Almandero dan Fransisco (2016) menemukan bahwa MTR mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan go public di Amerika Serikat.

Namun, hasil penelitian yang dilakukan oleh (Bachman dan Martin 2013) bertentangan dengan penelitian lainnya. Mereka menemukan bahwa MTR akan lebih berguna dalam memberikan informasi terkait pengambilan keputusan mengenai pendanaan berupa investasi. Informasi yang berguna untuk menilai skala investasi. Dengan kata lain, MTR tidak

berpengaruh terhadap kebijakan hutang tetapi kebijakan investasi. Rasio leverage dihitung dengan menggunakan rasio hutang terhadap modal.

3. Metodologi Penelitian

3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh pajak terhadap rasio leverage perusahaan manufaktur di Indonesia. Metode penelitian yang digunakan berupa kuantitatif dengan format eksplanasi. Variabel bebas yang digunakan adalah Pajak diprosikan dengan Earnings After Tax, Effective Tax Rate (ETR), dan Marginal Tax Rate (MTR). Sedangkan variabel terikat adalah kebijakan hutang perusahaan diprosikan dengan Debt to Equity Ratio (DER).

3.2 Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran

Penelitian ini menggunakan variabel bebas berupa faktor pajak dan variabel terikat berupa kebijakan hutang perusahaan. Faktor Pajak diprosikan menjadi tiga yaitu Earnings After Tax (EAT), Effective Tax Rate (ETR), dan Marginal Tax Rate (MTR). Sedangkan kebijakan hutang akan diukur dengan menggunakan Debt to Equity Ratio (DER). Menurut (Muljono dan Baruni 2009: 79) menjelaskan bahwa Earnings After Tax (EAT) atau laba setelah pajak adalah laba yang diperoleh dari laba komersial sebelum pajak dikurangi dengan beban pajak penghasilan perusahaan terhutang selama setahun. Rumus yang digunakan dalam menghitung laba setelah pajak adalah

$$\text{Earnings After Tax (EAT)} = \text{Laba Sebelum Pajak} - \text{Beban Pajak Penghasilan}$$

Menurut Walby dalam Meilinda (2013), Effective Tax Rate (ETR) atau tarif pajak efektif adalah tarif pajak aktual yang harus dibayarkan oleh perusahaan dibandingkan laba yang dihasilkan oleh perusahaan. Rasio yang digunakan untuk mengukur ETR menggunakan rumus GAAP ETR sebagai berikut: (Dyrenge *et al.*, 2010)

$$\text{Effective Tax Rate} = \frac{\text{Total Tax Expense}}{\text{Pretax Income}}$$

Menurut (Gwartney *et al.*, 2008: 98), Marginal Tax Rate (MTR) adalah tambahan liabilitas pajak (*tax liability*) seseorang dibagi dengan tambahan penghasilan kena pajak (*taxable income*). Menurut Mankiw dan Mark (2014: 212), rasio ini dapat mengukur seberapa besar sistem perpajakan mendistorsi insentif pajak. Rumus yang akan digunakan dalam mengukur variabel independen ini adalah

$$\text{Marginal Tax Rate} = \frac{\text{change in tax liability}}{\text{change in taxable income}}$$

Subramanyam (2014: 36) menjelaskan rasio hutang atas modal (*debt to equity ratio*) sebagai perbandingan antara jumlah seluruh kewajiban terhadap jumlah seluruh modal. Rumus yang akan digunakan berdasarkan Subramanyam (2014: 36) adalah

$$\text{Debt Equity Ratio} = \frac{\text{debt total}}{\text{equity total}}$$

3.3 Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2012 – 2016 berdasarkan IDX Quarterly Statistics, 4th Quarter 2016. Teknik pengambilan sampel yang digunakan purposive sampling dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan tersebut merupakan kategori perusahaan manufaktur
2. Perusahaan tersebut harus memiliki laporan keuangan konsolidasi yang telah diaudit untuk tahun 2012 – 2016
3. Perusahaan tidak memiliki saldo modal negatif (defisiensi modal)
4. Perusahaan tidak mengalami kerugian fiskal pada tahun bersangkutan
5. Perusahaan harus menyajikan informasi mengenai Laba Kena Pajak, Liabilitas Pajak, *Earnings After Tax* (EAT), Beban Pajak, Laba Sebelum Pajak, Hutang Usaha, dan Modal.

Berdasarkan kriteria tersebut, maka sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 135 perusahaan (27 perusahaan selama 5 tahun periode penelitian). Berikut informasi mengenai jumlah perusahaan yang dijadikan sampel penelitian.

Tabel 1. Jumlah Perusahaan yang dijadikan Sampel Perusahaan

No.	Kriteria	Jumlah
1.	Perusahaan tersebut merupakan kategori perusahaan manufaktur	147
2.	Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit	130
3	Perusahaan memiliki defisiensi modal	(3)
4	Perusahaan mengalami kerugian fiskal	(46)
5	Perusahaan tidak menyajikan informasi yang diperlukan	(54)
6	Jumlah Perusahaan	27
	Jumlah Sampel Perusahaan (5 tahun penelitian)	135

Sumber: Data yang diolah, 2017

3.4 Teknik Analisis Data

Penelitian ini akan menggunakan analisis regresi sederhana. Analisis regresi sederhana digunakan untuk mencari adanya hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh pajak yang diprosikan dengan EAT, ETR, dan MTR terhadap kebijakan hutang yang diprosikan dengan DER. Penelitian ini ingin mengetahui pengaruh masing-masing proksi variabel independen secara parsial terhadap proksi variabel dependen. Oleh karena itu, teknik analisa yang digunakan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$DER = b_0 + b_1EAT + e \dots\dots\dots (1)$$

$$DER = b_0 + b_2ETR + e \dots\dots\dots (2)$$

$$DER = b_0 + b_3MTR + e \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

- DER = *debt to equity ratio*
- b0 = intersep dari *debt to equity ratio*
- b1,b2, b3 = slope dari garis regresi
- EAT = *Earnings After Tax*
- ETR = *Effective Tax Rate*
- MRT = *Marginal Tax Rate*
- e = *error term*

4. Analisis dan Pembahasan

4.1. Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Tabel 1 berikut ini merupakan hasil pengujian hipotesis penelitian dengan menggunakan software SPSS versi 23,00. Analisis yang digunakan adalah analisis regresi sederhana.

Tabel 2. Hasil Pengujian SPSS

Hasil Pengujian	EAT	ETR	MTR
Konstanta	3,698	-0,937	2,234
Koefisien	-0,097	1,766	-0,052
Signifikansi	0,019	0,036	0,309
t-hitung	-2,378	2,120	-1,021
Keterangan	Signifikan*	Signifikan*	Tidak Signifikan*

*signifikansi pada LOS 5%

Sumber: data yang diolah, 2017

Hasil dari analisis regresi sederhana tersebut dimasukkan ke dalam model regresi sebagai berikut:

$$DER = 3,698 - 0,097EAT + e$$

Berdasarkan model analisis regresi di atas dapat dijelaskan bahwa dengan asumsi variabel EAT berada dalam kondisi konstan, maka nilai DER akan mengalami perubahan sebesar 3,698. Setiap kenaikan nilai *Earnings After Tax* (EAT) akan menurunkan nilai *Debt to Equity Ratio* (DER). Penurunan tersebut akan sebesar 0,097. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa nilai t-hitung adalah sebesar -2,378 dengan nilai signifikansi sebesar 0,019. Nilai signifikansi hasil pengujian SPSS berada di bawah nilai alpha yang ditentukan yaitu 5%. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa ada pengaruh *Earnings After Tax* (EAT) terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) berhasil diterima.

$$DER = -0,937 + 1,766ETR + e$$

Berdasarkan model analisis regresi di atas dapat dijelaskan bahwa dengan asumsi variabel EAT berada dalam kondisi konstan, maka nilai DER akan mengalami perubahan sebesar -0,937. Setiap kenaikan nilai *Effective Tax Rate* (ETR) akan meningkatkan nilai *Debt to Equity Ratio* (DER). Kenaikan tersebut akan sebesar 1,766. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa nilai t-hitung adalah sebesar 2,120 dengan nilai signifikansi sebesar 0,036. Nilai signifikansi hasil pengujian SPSS berada di bawah nilai alpha yang ditentukan yaitu 5%. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa ada pengaruh *Effective Tax Rate* (ETR) terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) berhasil diterima.

$$DER = 2,234 - 0,052MTR + e$$

Berdasarkan model di atas dapat dijelaskan bahwa dengan asumsi variabel MTR berada dalam kondisi konstan, maka nilai DER akan mengalami perubahan sebesar -0,052. Setiap kenaikan nilai *Marginal Tax Rate* (MTR) akan menurunkan nilai *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar -0,052. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa nilai t-hitung sebesar -1,021 dengan nilai signifikansi sebesar 0,309. Nilai signifikansi hasil pengujian SPSS berada di atas nilai alpha yang ditentukan yaitu 5%. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh *Marginal Tax Rate* (MTR) terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) berhasil diterima.

4.2. Pengaruh *Earnings After Tax* terhadap *Debt to Equity Ratio*

Adanya perubahan pada EAT dapat mempengaruhi perubahan pada DER perusahaan terutama perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh (Purnamasari 2009) dan (Ge 2013) yaitu Pajak Penghasilan mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Variabel laba setelah pajak (EAT) berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur. Selain itu, hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh (Taufik dan Dwiprpto 2010). Profitabilitas berpengaruh secara negatif terhadap rasio hutang perusahaan. Arah pengaruh ini menandakan bahwa kenaikan laba setelah pajak akan menurunkan nilai DER perusahaan. Dengan demikian,

apabila perusahaan berniat untuk menurunkan rasio hutang terhadap modal, maka perusahaan dapat meningkatkan besaran laba setelah pajak.

Hasil penelitian ini mengindikasikan perusahaan cenderung menganut teori *pecking theory*. Teori ini mempertimbangkan biaya-biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh hasil yang diinginkan. Perusahaan cenderung membuat peringkat atas pilihan sumber pendanaan yang dilakukan, meliputi laba ditahan, hutang, dan modal. Selain itu, menurut (Myers 1984), berdasarkan teori *pecking order* perusahaan lebih memilih laba ditahan sebagai sumber pembiayaan dari pada hutang. Penggunaan modal hanya untuk kondisi ekstrim. Dengan kata lain, sumber pendanaan utama perusahaan bukan terletak pada hutang tetapi sumber pendanaan yang lain. (Frank dan Vidhan 2008: 151)

4.3. Pengaruh *Earnings Tax Ratio* terhadap *Debt to Equity Ratio*

Perubahan pada ETR dapat mempengaruhi perubahan pada DER perusahaan. Tarif pajak efektif diperoleh dari rasio antara total beban pajak dengan laba sebelum pajak. Sedangkan beban pajak diperoleh dari penjumlahan beban pajak kini dan beban pajak tangguhan yang dimiliki perusahaan dalam suatu periode. Menurut teori Modigliani-Miller, perusahaan memiliki kecenderungan memilih pendanaan dengan menggunakan hutang. Hal ini disebabkan karena pendanaan dengan hutang akan menyebabkan penghematan dalam pembayaran pajak, terutama pajak penghasilan. Penghematan pajak disebabkan adanya pengurangan berupa pembayaran biaya hutang (*deductible expense*).

Menurut Shuetrim *et al.* (1993), peningkatan tarif pajak akan dapat meningkatkan penggunaan hutang perusahaan. Semakin tinggi tarif pajak yang berlaku, maka semakin tinggi keinginan perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori fiskal yang menyatakan bahwa sebuah perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan dapat meminimalkan jumlah pajak yang dibayarkan. Selain itu, hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian (Taufik dan Dwiprptono 2010). Penelitian tersebut menggunakan teori fiskal yang mempertimbangkan campur tangan pemerintah dalam hal perumusan kebijakan hutang perusahaan.

4.4. Pengaruh *Marginal Tax Ratio* terhadap *Debt to Equity Ratio*

Adanya perubahan pada MTR tidak dapat mempengaruhi perubahan pada DER perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Almandero dan Fransisco 2016), nilai *Marginal Tax Rate* (MTR) atau tarif pajak marginal mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan go publik di Spanyol.

Akan tetapi, hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Bachman dan Martin 2013). Menurut mereka, penggunaan MTR akan lebih bermanfaat dalam memberikan informasi terkait dengan pengambilan keputusan mengenai pendanaan berupa investasi. Informasi yang berguna untuk menilai skala investasi. Dengan kata lain, variabel MTR tidak akan mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan.

Menurut Gwartney *et al.* (2008: 98), tarif pajak marginal diperoleh dari perbandingan antara selisih liabilitas pajak tangguhan dengan selisih penghasilan kena pajak. Sedangkan rasio hutang terhadap modal diperoleh dari perbandingan antara total hutang dengan total modal perusahaan. Liabilitas pajak tangguhan merupakan komponen kecil dalam total hutang. Perubahan dalam liabilitas pajak tangguhan tidak akan terlalu berpengaruh pada perubahan total hutang. Dengan demikian, penggunaan tarif pajak marginal (*Marginal tax Rate* – MTR) tidak dapat dijadikan sebagai salah satu strategi dalam menghemat pajak perusahaan.

5. Kesimpulan, Keterbatasan, dan Saran

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut:

1. *Earnings After Tax* (EAT) berpengaruh terhadap rasio leverage yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Laba setelah pajak diperoleh dari laba sebelum pajak dikurangi beban pajak. Semakin besar laba sebelum pajak, maka laba setelah pajak akan semakin besar dengan asumsi beban pajak perusahaan bernilai konstan, atau sebaliknya. Perusahaan dapat memanipulasi beban pajak dengan asumsi laba sebelum pajak konstan untuk memanipulasi kebijakan hutang sebagai sumber pendanaan.
2. *Effective Tax Rate* (ETR) berpengaruh terhadap rasio leverage yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Tarif pajak efektif diperoleh dari rasio antara total beban pajak dengan laba sebelum pajak. Perusahaan memiliki kecenderungan memilih pendanaan dengan menggunakan hutang. Pendanaan dengan hutang dapat menghemat pembayaran pajak karena biaya bunga dapat dikurangkan dari penghasilan kena pajak.
3. *Marginal Tax Rate* (MTR) tidak berpengaruh terhadap rasio leverage yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Tarif pajak marginal diperoleh dari perbandingan antara selisih liabilitas pajak tangguhan dengan selisih penghasilan kena pajak. Liabilitas pajak tangguhan merupakan komponen kecil dalam total hutang. Perubahan dalam liabilitas pajak tangguhan tidak akan terlalu berpengaruh pada perubahan total hutang.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan pada saat pengambilan data keuangan perusahaan yang dijadikan sampel penelitian. Sebagian besar perusahaan tidak memiliki informasi mengenai data Laba Kena Pajak, Liabilitas Pajak, *Earnings After Tax* (EAT), Beban Pajak, Laba Sebelum Pajak, Hutang Usaha, dan Modal. Selain itu, beberapa perusahaan memiliki saldo modal negatif. Kondisi ini menyebabkan semakin kecilnya jumlah perusahaan yang dijadikan sampel penelitian. Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan variabel lain selain yang digunakan dalam penelitian ini. Selain itu, penelitian selanjutnya disarankan menggunakan jenis usaha selain manufaktur sebagai sampel penelitian.

5.3. Saran

Sebagai saran untuk perbaikan bagi penelitian selanjutnya, maka diharapkan penelitian berikutnya dapat melakukan beberapa hal sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya menggunakan alternatif lain dalam pengukuran variabel ETR, misalnya dengan *Current ETR* atau *Cash ETR*.
2. Alternatif lain untuk pengukuran MTR selain ukuran yang digunakan dalam penelitian ini.
3. Sampel penelitian tidak hanya terbatas pada perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur saja tetapi juga meliputi jenis usaha tertentu lainnya yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Daftar Pustaka

- Almandero, Jose A. Clemente dan Fransisco Sogorb Mira. 2016. The Effect of Taxes on The Debt Policy of Spanish Listed Companies. *Open access at Springerlink.com*
- Bauchman, Carmen dan Martin Bauman. 2013. Effective Tax Rate: The Role of Tax Rates in Investment Decisions. *Journal of Business Cases and Applications (2013)* pp. 113 – 125.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2009. *Fundamental of Financial Management, 12 th Edition*. USA: South Western Cengage Learnings.
- Buettner, Thiess, Michael Overesch, Ulrich Schreiber, dan Georg Wamser. 2012. The Impact of Thin Capitalization Rules on The Capital Structure of Multinational Firms. *Journal of Public Economics* 96 (2012) hal. 930 – 938.
- Desai, Mihir A., C. Fritz Foley, dan James R. Hines Jr. 2004. A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets. *The Journal of Finance, Vol. 59, Issues 6, Desember 2004*, hal. 2451 – 2487.
- Dyreng, Scott D., Michelle Hanlon, dan Edward L. Maydew. 2010. The Effect of Executives on Corporate Tax Avoidance. *The Accounting Review Vol. 85 No. 4 (2010)*, pp. 1163 – 1189.
- Ehrhardt, Michael C. dan Eugene F. Brigham. 2011. *Financial Management: Theory and Practice, 13th Edition*. USA: South Western Cengage Learnings.
- Fama, Eugene F. dan French Kenneth R. 1997. Taxes, Financing Decisions, and Firm Values. *Journal of Finance, Second Draft*, pp. 10 – 12.

- Frank, Mary Margaret; Luann J. Lynch; dan Sonja Olhoff Rego. 2008. Tax Reporting Aggressiveness and Its Relation to Aggressive Financial Reporting. *Accounting Review*, Vol. 84, No. 2, 2009.
- Frank, Murray Z. dan Vidhan K. Goyal. 2008. Trade Off and Pecking Order Theories of Debt. *Hongkong University of Science & Technology*.
- Ge, Carolline. 2013. Pengaruh Faktor Pajak terhadap Kebijakan Keuangan pada Perusahaan Manufaktur. *Journal Ilmu dan Riset Akuntansi*, Vol. 2 No. 9 (2013)
- Graham, John R. 1996. Debt and The Marginal Tax Rate. *Journal of Financial Economics* 41 (1996) hal. 41 – 73.
- _____ ; Mark H. Lang; dan Douglas A. Shackelford. 2004. Employee Stock Options, Corporate Taxes, and Debt Policy. *The Journal of Finance*, Vol. LIX, No 4, August 2004.
- Gwartney, James, Richard Stroup, Russell Sobel, dan David Macpherson. 2008. *Macroeconomics: Public and Private Choice*. USA: Cengage Learnings.
- Harjito, D. Agus. 2011. Teori Pecking Order dan Trade Off dalam Analisis Struktur Modal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis* Vol. 15 No. 2, Juli 2011 Hal 187 – 196.
- Heider, Florian dan Alexander Ljungqvist. 2015. As Certain as Debt and Taxes: Estimating The Tax Sensitivity of Leverage from State Tax Changes. *Journal of Financial Economics*, Vol. 118, Issues 3, Desember 2015, hal. 684 – 712.
- Mackie-Mason, Jeffrey K. 1990. Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions? *The Journal of Finance*, Vol. XLV, No. 5 Desember 1990.
- Mankiw, N. Gregory dan Mark P. Taylor. 2014. *Economics, 3rd edition*. United Kingdom: Cengage Learnings EMEA.
- Meilinda, Maria. 2013. Pengaruh Corporate Governance terhadap Manajemen Pajak (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2011). Skripsi. Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro, Semarang.
- Modigliani, F. dan MH. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment. *The American Review* 47(3) pg. 261 – 297.
- _____. 1963. Taxes and The Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review* pg. 433 – 443.
- Muljono, Djoko dan Baruni Wicaksono. 2009. Akuntansi Pajak Lanjutan. Yogyakarta: CV Andi.
- Myers, Stewart C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance* Vol. 39 page 575 – 592.
- _____ dan Nicholas S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Finance Economics* 13 pg. 187 – 221.
- Palepu, Krishna G., Paul M. Healy, dan Erik Peek. 2013. *Business Analysis and Valuation: IFRS edition, 3rd edition*. United Kingdom: Cengage Learnings EMEA.
- Purnamasari, Yenny. 2009. Pajak Penghasilan dan Keputusan Pendanaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, Vol. 1 No. 1, Januari 2009, Hal 33 – 46.
- Shuetrim, Geoffrey; Philip Lowe; dan Steve Morling. 1993. The Determinant of Corporate Leverage: A Panel Data Analysis. <http://www.rba.gov.au/publications/rdp/1993/pdf/rdp9313.pdf>
- Subramanyam, K.R. 2014. *Financial Statement Analysis, 11th edition*. New York: McGraw-Hill Education.

- Syamsuddin, Lukman. 2013. *Manajemen Keuangan Perusahaan: Konsep Aplikasi dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan (Edisi Baru)*. Depok: PT Rajagrafindo Persada.
- Taufik, Nukman dan Dwiprptono Agus Harjito. 2010. Capital Structure Analysis in The Application of Fiscal, Trade Off and Pecking Order Theory. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Sultan Agung*.
- Wulandari, May dan Dovi Septiari. 2010. Effective Tax Rate: Efek dari Corporate Governance. *Jurnal.polibatam.ac.id*