

PENGARUH *FAMILY OWNERSHIP*, PERUBAHAN TARIF PAJAK DAN KEBIJAKAN HUTANG TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Elfina Astrella Sambuaga

Universitas Bunda Mulia

elfina.sambuaga@gmail.com

ABSTRACT

This study aims to provide empirical evidence related to the influence of family ownership, tax reform on corporate debt policy, and further prove the impact on the firm value. This study examined the effect of changes in tax rates in 2009 and 2010 on the relationship between family ownership structure and corporate debt policy. The population of this research is manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange for 8 consecutive years (2006-2013), with the period of observation for 7 years (2007-2013). A period of 8 years was taken to see a company that is consistently listed on the Stock Exchange prior to the end of the observation period. The result of this study shows that tax reform from progressive tax rates to a flat rate does not affect the relationship between family ownership structure and corporate debt policy. In contrast to the year 2009, changing rate from 28% to 25% in late 2010 was a significant effect on the debt policy with the company of family ownership. Based on the results, it was found that family ownership and debt policy significantly affect the company's enterprise value. It can be concluded, the higher the family ownership, the company's value would be diminished. Instead, the company's value will increase when the company adds to its debt policy.

Keywords : *debt policy, family ownership, firm value, tax reform.*

1. Pendahuluan

Pada tahun 2008, Direktorat Jendral Pajak Indonesia merevisi Undang-Undang Pajak Penghasilan yang semula menerapkan tarif progresif menjadi *single rate*. Perubahan tarif sebagaimana pada UU No. 36 Tahun 2008 ini mengefektifkan tarif tunggal sebesar 28% yang mulai berlaku pada tahun 2009 dan 25% pada tahun

berikutnya. Pemberlakuan tarif tersebut juga mendapat pengurangan sebesar 5% bagi wajib pajak badan yang *go public*.

Perubahan tarif PPh badan ini dapat memengaruhi perilaku perusahaan dalam mengelola laporan keuangannya (Martani dan Wijaya, 2011). Perilaku ini dapat

berhubungan dengan biaya yang bisa dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak atau *tax deductible*, yaitu biaya bunga pinjaman. Pengurangan biaya tersebut dapat menguntungkan perusahaan tatkala mendapatkan tarif yang tinggi, karena semakin tinggi tarif pajak maka semakin besar keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dari penggunaan utang tersebut.

Keterkaitan antara keputusan penggunaan hutang dan pengurangan pajak yang akan dibayarkan oleh perusahaan ini sesuai dengan teori struktur modal Modigliani dan Miller. Menurut Modigliani dan Miller (1958), kebijakan pendanaan dengan hutang (*leverage*) menjadikan nilai perusahaan lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan tanpa leverage. Hal ini disebabkan laba yang mengalir kepada investor menjadi lebih besar ketika adanya pengurangan pajak dari pembayaran bunga.

Brigham (1999) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan hutang dapat meningkatkan nilai

sahamnya dengan memanfaatkan *tax shelter*, sehingga investor lebih percayabahaya perusahaan mempunyai prospek yang baik dimasa mendatang. Namun Keown (2005) memberikan peringatan dimana ketika proporsi hutang tersebut mencapai titik tertentu, maka justru akan menurunkan nilai perusahaan. Untuk itulah, keputusan akan kombinasi hutang yang tepat dapat memengaruhi nilai perusahaan.

Nilai perusahaan dapat tercermin dari harga sahamnya (Fama, 1978). Untuk itu, adanya optimalisasi nilai perusahaan diharapkan dapat dicapai dengan keputusan pendanaan yang tepat (Fama & French, 1998). Namun hal ini sering memicu terjadinya konflik keagenan antara prinsipal, agen dan kreditur. Menurut Jensen dan Meckling (1976), konflik keagenan ini dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan. Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan variabel-variabel yang penting dalam struktur modal selain jumlah hutang dan ekuitas, yaitu persentase kepemilikan saham oleh insider dan outsider shareholders.

Beberapa peneliti seperti MacKie-Mason (1990), Barclay dan Smith (1995), Bradley et al (1984), Dhaliwal et al (1992), Graham (1996), Graham et al. (1998), Hovakimian et al (2001), Frank dan Goyal (2007), dan An (2012) telah melakukan penelitian terkait dengan struktur modal perusahaan. Beberapa diantaranya melibatkan pengaruh perpajakan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian ini mengacu pada penelitian An (2012) yang menguji respon perusahaan keluarga terhadap keputusan hutang saat terjadi perubahan tarif pajak di Cina. Namun penelitian ini mencoba menguji pengaruh dari struktur kepemilikan dengan dimoderasi perubahan tarif pajak terhadap kebijakan hutang perusahaan. Peneliti juga akan melihat bagaimana dampak dari struktur kepemilikan dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan pada tahun ketiga setelah penerapan kebijakan. Tahun ketiga dipilih sebagai term awal dalam melakukan evaluasi terhadap penerapan sebuah kebijakan baru.

2. Tinjauan Pustaka

2.1. Kerangka Teori

2.1.1. Teori Struktur Modal

Menurut Modigliani dan Miller (1958) dalam teori struktur modal, nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya DER. Hal ini disebabkan adanya efek dari *corporate tax shield*. Dalam keadaan pasar sempurna dan ada pajak, pada umumnya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak atau kata lain bersifat *tax deductible*.

Situasi tersebut menurut Modigliani dan Miller, menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilainya bila menggunakan hutang sebesar-besarnya (dalam keadaan pajak), namun hanya terjadi dengan asumsi pasar modal adalah sempurna. Kenyataannya, pada pasar modal yang tidak sempurna, pemilik perusahaan atau pemegang saham mungkin keberatan untuk menggunakan leverage yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan (Husnan, 1998). Dengan

kondisi pasar yang tidak sempurna, maka kemungkinan lain muncul yang akan muncul bisa dikarenakan adanya biaya kebangkrutan, biaya keagenan atau adanya informasi asimetris.

2.1.2 Trade Off Theory

Teori struktur modal juga mempertimbangkan keberadaan pajak. Teori yang menjelaskan adanya hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang diambil perusahaan yaitu teori *trade of* (Brealey dan Myers, 1991). Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang, dimana dalam keadaan pajak, nilai perusahaan akan naik minimal dengan biaya modal yang minimal pula.

Asumsi yang menjadi dasar dan teori ini yaitu adanya asimetri informasi yang menjelaskan keputusan struktur modal yang diambil oleh suatu perusahaan. Teori ini juga menyatakan bahwa struktur modal yang optimal diperoleh saat terjadi keseimbangan antara keuntungan *tax shield of leverage* dengan *financial*

distress dan *agency cost of leverage*. Namun teori ini tidak dapat digunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dan suatu perusahaan. Sehingga untuk melihat urutan keputusan pendanaan perusahaan, Myers dan Majluf (1984) mengemukakan *packing order theory*.

Packing Order theory ini menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan, dimana para manajer pertama kalinya memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang dan modal sendiri sebagai pilihan terakhir (Myers dan Majluf, 1984). *Packing order theory* ini juga menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai unit-urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan.

2.1.3 Teori Keagenan

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam kerangka hubungan keagenan (*agency theory*), adanya masalah keagenan disebabkan karena konflik kepentingan antara prinsipal dan agen, kontrak yang tidak lengkap serta adanya asimetri informasi antara prinsipal dan agen.

Brigham, et al (1999) mengatakan bahwa dalam konteks manajemen keuangan, hubungan agen yang utama adalah antara pemegang saham dan manajer. Sehingga, keputusan atas pendanaan merupakan salah satu konflik antara manajer dengan pemegang saham. Hal ini disebabkan karena bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100%, maka manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingannya sendiri dan tidak berdasarkan pada maksimalisasi nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Sehingga hal dapat menyebabkan terjadinya *agency problem*.

Usaha untuk meminimumkan *agency problem* dalam perusahaan memerlukan biaya yang disebut dengan *agency cost*. *Agency cost* muncul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara stakeholders dan bondholders (Brigham dan Gapenski, 1996). Manajer harus berupaya untuk menyeimbangkan *agency cost of debt* dengan *agency cost of equity* terkait dengan keputusan struktur

modal perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

2.1.4. Struktur Kepemilikan

Masalah keanganan dalam suatu perusahaan dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Struktur kepemilikan menurut Arifin (2003) dapat mengurangi masalah keagenan dibandingkan dengan perusahaan publik yang tidak memiliki pengendali utama. Hal ini dikarenakan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga cenderung memiliki manajemen yang berasal dari anggota keluarga, sehingga dapat mengurangi konflik keagenan. Rendahnya biaya agensi diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2.1.5. Nilai Perusahaan

Menurut Fama (1978), nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Dimana harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi disebut nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan harga pasar saham dianggap

cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya.

Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai yang tinggi, akan diikuti juga oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Bringham dan Gapansi, 1996). Dengan kata lain, semakin tinggi harga saham, semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi merupakan keinginan para pemilik perusahaan, karena turut mencerminkan kemakmuran para pemegang saham.

Adanya suatu proses untuk memaksimalkan keuntungan atau nilai perusahaan dengan mempertimbangkan perilaku manajerial, biaya keagenan, dan struktur kepemilikan dalam perusahaan merupakan prinsip dari *theory of the firm*. Teori yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling ini prinsipnya menjelaskan tentang kegunaan hasil secara efisiensi dan maksimal. Mereka menjelaskan bahwa perusahaan dalam mengoperasikan aktifitas perusahaan turut memadukan keterbatasan kondisi-kondisi yang relevan dengan pertimbangan *output dan input* dengan tujuan untuk

memaksimalkan keuntungan atau nilai perusahaan. Perilaku tersebut tercermin pada sebagian bahkan semua individu dalam perusahaan termasuk manajerial.

2.1.6 Corporate Tax Rate

Tarif pajak penghasilan (*Corporate Tax Rate*) di Indonesia sejak tahun 2000 menganut tarif progresif yaitu tarif yang dikenakan secara berjenjang terhadap penghasilan kena pajak. Tarif yang dikenakan adalah 10% untuk penghasilan kena pajak 0- Rp 50 juta, 15% untuk penghasilan kena pajak Rp 50 juta – 100 juta, dan 30% untuk penghasilan kena pajak diatas Rp 100 juta. Pada Perusahaan dengan penghasilan diatas Rp 100 juta akan dikenakan sebesar 10% untuk penghasilan Rp 50 juta pertama, 15% untuk penghasilan Rp 50 juta kedua, kemudian sisanya dikenakan tarif pajak marginal sebesar 30%. Tarif pajak marginal merupakan batas tarif pajak tertinggi pada susunan tarif pajak progresif (Weston dan Copeland, 1995).

Pertimbangan terhadap jenjang tarif ini cenderung membuat perusahaan berusaha untuk melakukan efisiensi

perhitungan terhadap pajak yang akan dibayarkan, seperti menambah biaya yang semaksimal mungkin untuk bisa dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak. Salah satu pengurang pajak adalah biaya bunga. Shuetrim et al (1993) dan YoungRok Choi (2003) mendapati bahwa sebagian besar pengambilan keuntungan dari pengurangan bunga diajukan oleh perusahaan dengan tarif marginal yang tinggi. Hal ini memperkuat pernyataan Modigliani dan Miller (1963) mengenai teori irrelevansi, yaitu penggunaan *leverage* dalam jumlah tertentu, akan mencapai penurunan pajak perusahaan. Kesimpulannya, perusahaan akan terdorong untuk melakukan utang apabila mempunyai tarif pajak yang tinggi, karena adanya keuntungan atas pembayaran bunga.

2.1.7. Perubahan Undang-undang Pajak Penghasilan Badan

Tarif pajak Penghasilan (*Corporate Tax Rate*) di Indonesia kini menganut sistem *single rate* atau tarif tunggal sebagaimana diatur dalam UU No. 36 tahun 2008. Tarif pajak yang mulai berlaku sejak tahun

2009 sebesar 28% dan kemudian turun menjadi 25% pada tahun 2010. Penerapan tarif pajak ini menggantikan tarif progresif yang ditetapkan sebelumnya. Pada tarif pajak tunggal, pemberlakuan tarif tidak lagi terkonsentrasi pada jumlah penghasilan kena pajak perusahaan melainkan secara umum menerapkan satu tarif yang sama untuk semuanya.

2.2. Pengembangan Hipotesis

2.2.1. Perubahan Tarif Pajak Memoderasi Hubungan antara Kepemilikan Keluarga dan Nilai Perusahaan

Dalam jangka panjang, tujuan perusahaan adalah untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ini berkaitan dengan kemakmuran pemilik atau pemegang sahamnya (Bringham dan Gapenski, 1996). Namun menurut Jensen dan Meckling (1976) ada masalah keagenan sering timbul terkait dengan pencapaian nilai perusahaan, dimana manajer seringkali menyimpang dari tujuan yang diharapkan oleh para pemegang saham.

Manajer sebagai agen cenderung mempunyai kepentingan yang bertujuan untuk memaksimalkan utilitasnya dengan mengorbankan utilitas pemegang saham. Keputusan terkait dengan pendanaan perusahaan pun sering dipengaruhi oleh sifat oportunistik dari manajer. Namun sifat oportunistik ini kurang berlaku dalam perusahaan yang terkonsentrasi pada keluarga. Hal ini dikarenakan pada perusahaan keluarga cenderung tidak independen dan didominasi oleh anggota keluarga (Anderson dan Reeb, 2003).

Perusahaan keluarga memiliki keinginan yang lebih kuat untuk mengontrol dan mengurangi resiko kebangkrutan. Sehingga tidak heran jika dalam pengambilan keputusan pendanaan, perusahaan keluarga cenderung menghindari hutang (Arifin, 2003). Hal ini disebabkan pemilik keluarga lebih menghindari resiko dibandingkan dengan perusahaan non kepemilikan keluarga. Pernyataan ini selaras dengan hasil penelitian An (2012) yaitu perusahaan asing dengan kepemilikan terkonsentrasi keluarga

cenderung meningkatkan hutangnya ketika ada kenaikan tarif pajak.

Di Indonesia mulai tahun 2009 kini menerapkan suatu sistem pajak baru yaitu tarif tunggal atau *single rate*. Peraturan yang dikeluarkan tahun 2008 ini menetapkan tarif pajak sebesar 28% pada tahun 2009 dan 25% pada tahun berikutnya. Tujuan pemerintah dengan perubahan tarif adalah untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Berdasarkan teori struktur modal yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller, terdapat hubungan yang positif antara struktur modal (hutang) dengan *corporate tax*. Hal ini dihubungkan juga oleh Watts dan Zimmerman (1978) terkait dengan keuntungan dalam bentuk pengurang pajak yang dapat diperoleh perusahaan karena adanya pembayaran bunga atas hutang.

Jika penelitian sebelumnya menghasilkan adanya hubungan antara kepemilikan keluarga, perubahan tarif dan kebijakan hutang, dengan demikian dalam penelitian ini diduga bahwa

perubahan tarif dapat memengaruhi kebijakan hutang perusahaan keluarga. Berdasarkan argumen tersebut, maka hipotesa yang diajukan adalah:

H_{1a(1)}: Perubahan tarif pajak pada tahun 2009 berpengaruh secara positif terhadap hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan kebijakan hutang perusahaan.

H_{1a(2)}: Perubahan tarif pajak pada tahun 2010 berpengaruh secara positif terhadap hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan kebijakan hutang perusahaan.

2.2.2. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

Teori MM (Modigliani dan Miller) mengatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modalnya. Semakin tinggi proporsi hutang, maka semakin tinggi harga sahamnya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya (Fama, 1987). Sesuai dengan preposisi Modigliani dan Miller (1976), para pemilik perusahaan lebih suka apabila perusahaan menciptakan hutang pada tingkat

tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan.

Kebijakan hutang memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Hasnawati (2005) menemukan bahwa keputusan pendanaan mempengaruhi nilai perusahaan secara positif. Temuan ini mendukung hasil Masulis (1980) yang menyatakan bahwa harga saham naik apabila diumumkan akan diterbitkan pinjaman. Fama dan French menyimpulkan bahwa leverage memiliki informasi yang berdampak positif bagi nilai perusahaan.

Dengan demikian dalam penelitian ini diduga bahwa kebijakan hutang yang lebih tinggi memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi juga, sehingga hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H₂: Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.2.3. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan.

Struktur kepemilikan keluarga cenderung lebih memilih

anggota keluarganya dalam menentukan komposisi *board of directors* (Anderson dan Reeb, 2003). Selain itu, manajemen yang dipilih juga dapat dikendalikan keputusannya oleh pemegang saham mayoritas, sekalipun hanya untuk kepentingan mereka sendiri (La Porta et al., 1999). Sehingga proses pengawasan menjadi tidak efektif dan berpeluang melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Hal ini dapat mengindikasikan adanya *corporate governance* yang lemah pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga.

Berdasarkan argumen tersebut, penelitian ini menduga bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga yang lebih tinggi, memiliki nilai perusahaan yang rendah.

H3: Struktur kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

3. Metode Penelitian

Terdapat dua hubungan utama yang akan diuji dalam penelitian ini, yaitu hubungan

pertama adalah pengaruh kepemilikan keluarga dengan perubahan tarif pajak (a) dari progresif ke single rate (b) dari 28% menjadi 25% terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hubungan kedua adalah pengaruh kebijakan hutang, perubahan tarif pajak, dan kepemilikan keluarga terhadap nilai perusahaan. berikut model penelitiannya:

Model untuk Hipotesis 1a(1) dan 1a(2)

$$DER_1 = \beta_0 + \beta_1 FO + \beta_2 TAX_1 + \beta_3 FO * TAX_1 + \beta_4 LNSIZE + \beta_5 GROWTH + \varepsilon \dots (1a)$$

$$DER_2 = \beta_0 + \beta_1 FO + \beta_2 TAX_2 + \beta_3 FO * TAX_2 + \beta_4 LNSIZE + \beta_5 GROWTH + \varepsilon \dots (1b)$$

Model untuk Hipotesis 2 dan 3

$$PBV = \beta_0 + \beta_1 FO + \beta_2 DER_1 + \beta_3 LNSIZE + \beta_6 GROWTH + \varepsilon \dots (2)$$

Dimana,

PBV : Nilai perusahaan i pada tahun t

DER₁ : Kebijakan hutang perusahaan i pada tahun 2009

DER₂ : Kebijakan hutang perusahaan i pada tahun 2010

FO : variabel dummy dengan nilai 1 jika kepemilikan keluarga perusahaan i diantara 20% - 50%, dan 0 jika lainnya.

TAX_1 : variabel dummy perubahan tarif pajak dengan nilai 1 jika tahun 2009 dan 0 jika lainnya.

TAX_2 : variabel dummy perubahan tarif pajak dengan nilai 1 jika tahun 2010 dan 0 jika lainnya.

SIZE : ukuran perusahaan i pada tahun t

GROWTH : *growth opportunity* perusahaan i pada tahun t

a. Pemilihan Sampel dan

Pengumpulan Data

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 8 tahun berturut-turut yaitu dari tahun 2006-2013, dengan periode amatan selama 7 tahun (2007-2013). Jangka waktu yang lebih panjang untuk pengambilan sampel, yaitu selama 8 tahun, diambil untuk melihat perusahaan yang konsisten terdaftar di BEI

sebelum hingga akhir periode pengamatan. Hal ini untuk menghindari adanya perusahaan yang *listed* maupun *delisted* selama periode amatan. Pemilihan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Sumber data sekunder yang digunakan berasal dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), Laporan Keuangan Tahunan, dan website pajak.go.id (*UU Perpajakan Peraturan Menteri Keuangan*). Sampel menggunakan data 108 perusahaan yang berasal dari sektor manufaktur yang memiliki EBIT positif, hal ini menghindari perusahaan yang memiliki EBIT negatif yang mendapatkan penangguhan pembayaran pajak, serta ketersediaan data selama periode pengamatan. Penelitian ini dibagi menjadi 3 kelompok besar, yaitu (1) data perusahaan dari tahun 2008-2009 untuk melihat respon perusahaan terhadap kebijakan yang baru yang diterapkan oleh pemerintah terkait dengan kebijakan hutang perusahaan, (2) data perusahaan dari tahun 2009-2010 sebagai kelanjutan dari kebijakan baru yang kembali diterapkan

pemerintah terkait dengan tarif pajak untuk melihat pengaruhnya terhadap kebijakan perusahaan, dan (3) data perusahaan dari tahun 2010-2013 untuk melihat pengaruh kebijakan hutang perusahaan terhadap nilai

perusahaan. Informasi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu, *Debt to Equity Ratio* (DER), *Price to Book Value* (PBV), *family ownership* (FO), *total asset* (Size) dan pertumbuhan perusahaan (*Growth*).

Tabel 1

Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel

VARIABEL	PENGUKURAN	KRITERIA
<i>Price to book value</i> (PBV)	Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus bertumbuh (Brigham et al, 1999).	<i>PBV</i> merupakan perbandingan antara <i>market value of equity</i> dengan <i>book value of equity</i> (<i>BVE</i>). MVE diperoleh dari perkalian harga saham penutupan akhir tahun dengan jumlah saham yang beredar pada akhir tahun. <i>BVE</i> diperoleh dari selisih total aset perusahaan dengan total kewajiban.
<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	Rasio dari total hutang dibagi dengan keseluruhan modal yang dimiliki	DER = total hutang / total ekuitas.
<i>Family Ownership</i> (FO)	Pengukuran <i>family ownership</i> ini mengikuti penelitian Caprio et al. (2011)	Menggolongkan perusahaan menjadi 2 kategori yaitu keluarga dan non-keluarga. Kriteria: Kepemilikan keluarga didefinisikan menurut kategori hak <i>voting</i> (yang diterjemahkan sebagai proporsi kepemilikan saham), dengan batas ambang 20% - 50%.
Perubahan Kebijakan Tarif Pajak	Pengukuran tarif pajak ini menggunakan variabel dummy sesuai dengan tahun diterapkannya kebijakan tersebut.	1) Pada tahun 2008 kebawah, masih menggunakan tarif progresif. 2) Tahun 2009 mulai dengan single rate sebesar 28%, dan tahun 2010 turun menjadi 25%. Jadi ada 2 dummy, DUM_1 bernilai satu jika tahun 2009 dan nol jika lainnya. DUM_2 bernilai satu jika tahun 2010 dan nol jika lainnya.
Ukuran Perusahaan (SIZE)	Ukuran perusahaan diukur dengan nilai logaritma natural (ln) dari total aset	SIZE = Ln (Total Aset)
Pertumbuhan (GROWTH)	Selisih total aset selama 1 tahun	Growth menggunakan total aset tahun t dikurangi total aset t-1, dibagi total aset tahun t

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2006-2013. Sampel diambil dari perusahaan manufaktur yang juga terdaftar di BEI. Sebanyak 108 perusahaan yang terdaftar di BEI dalam kurun waktu 2006-2013, namun sebanyak 31 perusahaan yang dikeluarkan dari sampel karena perusahaan tidak memiliki kelengkapan data laporan keuangan yang diperlukan dalam pengujian.

Hipotesis 1a: Perubahan tarif pajak pada tahun 2009 berpengaruh secara negatif terhadap hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan kebijakan hutang perusahaan. Tabel 4.1 merupakan hasil pengujian hipotesis 1a₁. Hasil uji signifikansi model memperlihatkan *p-value* dari uji F sebesar 0.130. Apabila diuji secara individu, dapat diketahui bahwa pengaruh perubahan tarif pajak pada tahun 2009 yang di proxy dengan menggunakan variabel dummy yang bernilai 1 pada periode setelah perubahan, dan 0 jika

lainnya, terbukti mempunyai tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pengambilan keputusan hutang khususnya pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga.

Hasil pengujian pada tabel 4.2 menunjukkan bahwa variabel FOTAX_1 sebesar 0.1655 dinyatakan tidak signifikan pada level kepercayaan 90%, dengan arah koefisien yang negatif. Meskipun demikian, perusahaan keluarga yang menggunakan proxy FO, secara keseluruhan memengaruhi kebijakan hutang perusahaan dengan arah yang positif. Hal ini berarti, perusahaan keluarga cenderung memanfaatkan pendanaan menggunakan hutang, hanya saja ketika terjadi perubahan kebijakan terkait dengan tarif pajak yang dikeluarkan oleh pemerintah, tidak ada reaksi yang berarti dari perusahaan dengan kepemilikan keluarga.

Disisi lain, pertumbuhan perusahaan yang di proxy dengan logaritma natural dari total aset juga berpengaruh positif signifikan pada level kepercayaan 95%. Artinya, perusahaan yang berada pada level

growth akan memiliki kecenderungan untuk memilih hutang sebagai sumber pendanaannya.

Sedangkan variabel lainnya seperti TAX dan SIZE tidak memengaruhi kebijakan perusahaan dalam pendanaannya melalui hutang. Hal ini menunjukkan bahwa, periode penerapan kebijakan tarif pajak yang baru sebenarnya tidaklah sepenuhnya berpengaruh bagi kebijakan hutang perusahaan. Masih ada faktor lainnya yang memengaruhi pengambilan keputusan perusahaan terkait dengan pendanaannya. Ukuran perusahaan juga tidak memengaruhi kebijakan perusahaan terkait dengan pendanaan melalui hutang.

Hipotesis 1_b: Perubahan tarif pajak pada tahun 2010 berpengaruh secara positif terhadap hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan kebijakan hutang perusahaan. Hasil uji signifikansi model memperlihatkan *p-value* dari uji F sebesar 0.246. Apabila diuji secara individu, dapat diketahui bahwa pengaruh perubahan tarif pajak pada tahun 2010 yang di proxy dengan

menggunakan variabel dummy yang bernilai 1 pada periode setelah perubahan, dan 0 jika lainnya, terbukti mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap pengambilan keputusan hutang khususnya pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga.

Hasil pengujian pada tabel 4.3 menunjukkan bahwa variabel FOTAX_1 sebesar 0.07155 dinyatakan signifikan pada level kepercayaan 90%, dengan arah koefisien yang positif. Arah koefisien yang dihasilkan dalam penelitian ini sesuai dengan hipotesis, artinya ketika ada perubahan tarif pajak pada tahun 2010, yaitu dari 28% menjadi 25%, perusahaan yang dikontrol oleh keluarga justru kembali memanfaatkan hutang sebagai pendanaan.

Pada periode penerapan kebijakan yang kedua, dimana ada penurunan tarif dari 28% menjadi 25%, perusahaan besar cenderung memilih untuk menghindari hutang.

Hipotesis 2: Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai

perusahaan. Tabel 4.4 merupakan hasil pengujian hipotesis 2 dan hipotesis 3. Hasil uji signifikansi model memperlihatkan *p-value* dari uji F sebesar 0.000, artinya model ini signifikan pada level kepercayaan 99%. Pada pengujian individu, terlihat bahwa *p-value* variabel DER sebesar 0.000. Hal ini mengindikasikan kebijakan hutang perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan teori struktur modal yang diutarakan oleh Modigliani dan Miller, dimana semakin tinggi proporsi hutang, maka semakin tinggi harga sahamnya. Sesuai dengan preposisi Modigliani dan Miller (1976), para pemilik perusahaan lebih suka apabila perusahaan menciptakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan. Selaras dengan penelitian sebelumnya menurut Wahyudi dan Pawestri (2006) dimana kebijakan hutang memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mendukung hasil Masulis (1980) yang menyatakan bahwa harga saham naik apabila diumumkan akan diterbitkan

pinjaman. Dengan demikian, hipotesis 2 terbukti.

Hipotesis 3: Struktur kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Pada tabel 4.4 hasil pengujian, berdasarkan pengujian individu, terlihat bahwa *p-value* variabel FO sebesar 0.071. Dari hasil tersebut dapat terlihat bahwa kepemilikan keluarga yang tinggi pada sebuah perusahaan, tidaklah memberikan sinyal yang baik terhadap nilai perusahaan tersebut. Hal ini dibuktikan dengan *sign* koefisiennya yang negatif. Perusahaan yang didominasi oleh presentase kepemilikan yang besar oleh individu atau perusahaan tertentu cenderung menjadikan nilai perusahaan lebih rendah daripada yang lain. Dengan demikian, hipotesis 3 terbukti.

5. Simpulan

Penelitian ini menguji pengaruh perubahan tarif pajak pada tahun 2009 dan 2010 terhadap hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan kebijakan hutang perusahaan. Dari hasil penelitian ini membuktikan bahwa perubahan tarif

pajak yang semula progresif menjadi tarif tunggal tidak memengaruhi hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan kebijakan hutang perusahaan.

Berbeda dengan tahun 2009, perubahan tarif dari 28% menjadi 25% pada tahun 2010 ternyata berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan dengan kepemilikan keluarga. Setelah adanya kebijakan yang permanen, perusahaan yang dikontrol oleh keluarga kembali memiliki kecenderungan untuk memanfaatkan hutang sebagai pendanaan.

Selain itu, peneliti juga menguji pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan hutang perusahaan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasilnya, didapati bahwa kepemilikan keluarga dan kebijakan hutang perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan, semakin tinggi kepemilikan keluarga, maka nilai perusahaan akan semakin kecil. Sebaliknya, nilai perusahaan akan

meningkat ketika perusahaan menambah kebijakan hutangnya.

Peneliti sangat menyadari sepenuhnya bahwa penelitian ini mengandung banyak keterbatasan, baik dari pihak peneliti maupun faktor-faktor di luar kendali peneliti, yaitu antara lain:

1. Unit analisis hanya berasal dari perusahaan manufaktur yang listing di BEI. Hal ini disadari peneliti tidak dapat disamakan dengan industri lainnya.
2. Periode pengamatan dalam penelitian ini hanya berdasarkan pada periode sebelum perubahan tarif dan pada awal tahun penerapan tarif baru. Hal ini bisa saja menimbulkan keterbatasan terkait dengan dampak mungkin yang belum terlihat secara nyata.
3. Untuk penelitian berikutnya, dapat dilakukan dengan melihatnya dari berbagai industri, mengingat setiap industri juga memiliki karakteristik struktur modal yang berbeda-beda. Serta

dapat dibedakan juga untuk perusahaan asing dan domestik, karena perubahan tarif dapat memicu kecenderungan untuk melakukan *convert* hutang bagi perusahaan asing.

Daftar Pustaka

- Anderson, R.C., Sattar, A.M, David M.R. 2003. Founding Family Ownership and The Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 68. 263-285.
- An, Z. 2012. Taxation and Capital Structure: Empirical Evidence from A Quasi-Experiment in China. *Journal of Corporate Finance* , 683-689.
- Arifin, Z. 2003. Efektifitas Mekanisme Bonding Dividen dan Hutang untuk Mengurangi Masalah Agensi Pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol.3. No.8. 19-31.
- Barclay, J. M., & Smith, C. W. 1995. The Maturity Structure of Corporate Debt. *The Journal of Finance* , L, 2.
- Bradley, M., Jarrell, G., Kim, E.H. 1984. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance* 39, 857-878.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. H. 2002. On the Relation Between the Ownership Structure and Capital Structure. *Accounting and Finance*, 46 , 1.26.
- Brealey, R.A dan S.C. Myers. 1991. *Principles of corporate finance. Fourth edition.* Richard D. Erwin, Inc
- Brigham, E. F., & Gapenski, I. C. 1996. *Intermediate Financial Management (Fifth ed.)*. New York: The Dryden Press.
- Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Daves, P. R. 1999. *Intermediate Financial Management (Sixth ed.)*. Orlando: The Dryden Press.
- Dhaliwal, D., Trezevant, R., Wang, S. 1992. Taxes, Investment-Related Tax Shields and Capital Structure. *Journal American Tax Association* 14, 1-21.
- Fama, E. F. 1978. The Effect of a Firm Investment and Financing Decision on The Welfare of Its Security Holders. *American Economic Review* Vol. 68 , 272-280.
- Fama, E. F., & French, K. R. 1998, June 3. Taxes, Financing Decision, and Firm Value. *The Journal of Finance* LIII , 819-843.
- Frank, M.Z., Goyal, V.K. 2007. *Capital Structure Decision: Which Factors are Reliably*

- Important?. Finance Management 38. 1-37.
- Graham, J.R. 1996. Debt and The Marginal Tax Rate. *Journal Financial Economics*, 41. 41-47.
- Graham, J.R., Lemmon, M., Schallheim, J. 1998. Debt, Leases, Taxes, and the Endogeneity of Corporate Tax Status. *Journal of Finance*, 53. 131-162.
- Hasnawati, S. 2005. Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *JAAI*, Vol.9, No.2. 117-126.
- Hovakimian, H., Opler, T., Titman, S. 2001. The Debt-Equity Choice. *Journal Finance and Quantitative Analysis*, 36. 1-24.
- Husnan, Suad, 1998. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ketiga, Cetakan Kedua, Penerbit UPP-AMP YKPN, Yogyakarta
- Indonesian Capital Market Directory. 2008
_____.2009
_____.2010
_____.2011
_____.2012
_____.2013
- Jensen, M., & Meckling, W. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 , 305-360.
- Keown, A. J., Scott, D. F., Martin, Petty, J. W., YR, & D, J. 2005. *Financial Management* (10th ed.). New Jersey: Prentice-Hall Inc.
- La Porta, R.F., Loperz-de-Silanes, A. Shleifer, R. 1999. Corporate Ownership Around The World. *Journal of Finance*, 54. 471-517.
- MacKie-Mason, J.K 1990. Do Taxes Affect Corporate Financing Decision? *Journal of Finance*, 45. 1471-1493.
- Martani, D., & Wijaya, M. 2011. *Praktik Manajemen Laba Perusahaan Dalam Menanggapi Penurunan Tarif Pajak Sesuai UU No. 36 Tabun 2008*. Simposium Nasional Akuntansi XIV Aceh
- Masulis, R. 1980. The Effect of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers. *Journal of Financial Economics* 8 (June 2): 139-178.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction. *American Economic Review*, Vol. 53. 433 – 443.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*. The

- America Economic Review
47-3 , 261-297.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G., & Rimbey, J. N. 1998. The Impact of Ownhershhip Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectona Analysis. Financial Review,, 33, 85-99.
- Myers, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. Journal Financial and Economics, 5. 147-175.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics, 7. I63-195.
- Undang-Undang No.36 Tahun 2008. Perubahan Keempat Atas Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan.
- Wahyudi, U., & Pawestri, H. P. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Valiabel intervening. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang .
- Watts, R.L. and J.L. Zimmerman. 1978. Towards a Positive Theory of the Determinants of Accounting Standards, The Accounting Review 53, 112-134.
- Weston, F.J & Copeland, T.E. 1995. Manajemen Keuangan Edisi Kesembilan, Jilid I, Binarupa Aksara-Jakarta.
- Young Rok Choi. 2003. Taxes and Corporate Capital Struktire. Proposal Economics 413. P. Mueser.