

PENGARUH TAX PLANNING TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Nanik Lestari
Politeknik Negeri Batam

ABSTRACT: *The purpose of this research is to analyze the impact of tax planning on firm. Tax planning is the first step in tax management which at this stage of collection and research on tax laws, with a view can be selected kinds of austerity measures taxes that will be done. The research was conducted for non banking and financial firms in Indonesia Stock Exchange from 2010 to 2011. The results of this study are: Firstly, we found evidence of positive relationship between tax planning and firm value. With improvements in the company in tax planning activities will further enhance the company's value. Finally, the results of the sensitivity test with the main model and the full sample suggested that tax planning had a robust positive effect in increasing firm value.*

Keywords: *Tax planning, Firm value*

ABSTRAK: Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis dampak dari perencanaan pajak pada perusahaan. Perencanaan pajak adalah langkah awal dalam manajemen pajak dimana pada tahap ini dilakukan pengumpulan dan penelitian terhadap peraturan perpajakan, dengan maksud dapat diseleksi jenis tindakan penghematan pajak yang akan dilakukan. Penelitian dilakukan pada perusahaan non-bank dan perusahaan keuangan yang terdaftar di bursa Efek Indonesia dari 2010-2011. Hasil dari penelitian ini adalah: kita menemukan bukti hubungan positif antara perencanaan pajak dan nilai perusahaan. Dengan semakin baiknya perusahaan dalam melakukan aktivitas perencanaan pajak akan semakin meningkatkan nilai perusahaan Akhirnya hasil dari test sensitivitas dengan model utama dan sampel penuh membuktikan bahwa perencanaan pajak mempunyai hubungan positif pada dampak kenaikan nilai perusahaan.

Kata kunci: Perencanaan Pajak, Nilai Perusahaan

PENDAHULUAN

Berdasarkan realisasi penerimaan pajak pemerintah Indonesia pada tahun 2013 mencapai Rp 1.099,9 triliun per 31 Desember 2013. Jumlah itu mencapai 96 persen dari target sepanjang tahun lalu Rp 1.139,32 triliun (Dirjen Pajak, 2014). Belum maksimalnya penerimaan Negara dari sektor pajak tersebut mungkin dikarenakan wajib pajak/perusahaan melakukan upaya-upaya agar beban pajak yang mereka bayarkan lebih kecil. Salah satu cara yang dilakukan perusahaan agar beban pajak rendah dengan melakukan perencanaan pajak (*tax planning*). *Tax planning* merupakan tindakan penstrukturan yang terkait dengan konsekuensi potensi pajak, yang penekanannya pada pengendalian setiap transaksi yang ada konsekuensi pajak dengan tujuan mengefisienkan jumlah pajak yang akan di transfer ke pemerintah (Zain, 2006).

Dengan adanya perbedaan pelaporan antara laba komersil dengan laba fiskal akan menimbulkan konflik kepentingan (*agency theory*) bagi manajer dalam melaporkan aktivitas/kinerja perusahaan. Manajer (*agent*) akan melaporkan laba yang lebih tinggi dalam laporan keuangan (laba komersil) dalam rangka mendapatkan kompensasi (bonus), atau terkait peraturan-peraturan dengan kontrak hutang (*debt covenant*). Dalam teori keagenan, perencanaan pajak dapat memfasilitasi *managerial rent extraction* yaitu pembenaran atas perilaku oportunistik manajer untuk melakukan manipulasi laba atau penempatan sumber daya yang tidak sesuai (Desai dan Dharmapala, 2009). Aktivitas perencanaan dapat dilakukan dengan melalui *tax avoidance* yaitu dengan melakukan pengurangan pajak secara eksplisit (Hanlon, 2010). Aktivitas perencanaan pajak (*tax avoidance*) memunculkan kesempatan bagi manajemen dalam melakukan aktivitas yang didisain untuk menutupi berita buruk atau menyesatkan investor atau manajer kurang transparan dalam menjalankan operasional perusahaan (Desai *et.al*, 2006).

Perencanaan pajak dapat dilihat dengan dua prespektif yang berbeda. Pertama, prespektif teori tradisional, bahwa aktivitas perencanaan pajak untuk mentransfer kesejahteraan dari Negara kepada pemegang saham (Desai dan Dharmapala, 2006). Dengan melalui aktivitas perencanaan pajak yaitu melakukan tindakan terstruktur agar beban pajak serendah mungkin dengan memanfaatkan peraturan yang ada untuk memperoleh peningkatan laba setelah pajak yang akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan, dengan mengabaikan tingkat *compliance* perusahaan. Kedua, dari prespektif *agency theory*, bahwa melalui aktivitas perencanaan pajak dapat memfasilitasi kesempatan manajerial untuk melakukan tindakan *oportunisme* dengan memanipulasi laba atau penempatan sumber daya yang tidak sesuai serta kurang transparan dalam menjalankan operasional perusahaan sehingga perencanaan pajak berdampak negatif terhadap nilai perusahaan (Desai dan Dharmapala, 2006, Freiese *et.al*, 2006, dan Minnick *et.al*, 2010).

Penelitian empiris terdahulu terkait pengaruh perencanaan pajak terhadap nilai perusahaan mempunyai arah yang bervariasi (negatif dan positif). Penelitian yang menemukan hubungan negatif perencanaan pajak dengan nilai perusahaan yaitu Wahab *et.al.* (2012) dan Hanlon dan Slemrod (2009) menemukan hubungan negatif signifikan perencanaan pajak dengan nilai perusahaan. Pengaruh negatif ini, menunjukkan bahwa manajerial cenderung berperilaku oportunistik dalam melakukan aktivitas perencanaan pajak sehingga menurunkan nilai perusahaan serta *benefit* yang diperoleh lebih kecil daripada *cost* yang dikeluarkan maupun resiko terdeteksinya lebih tinggi.

Adapun penelitian yang menemukan pengaruh positif perencanaan pajak terhadap nilai perusahaan diantaranya, Wilson (2009), Wang (2010) dan Martani *et.al.* (2012) menemukan hubungan positif antara *tax avoidance* dengan nilai perusahaan. Ditemukannya hubungan positif tersebut, dapat dikatakan manajerial melakukan perencanaan pajak dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan dan *benefit* yang diperoleh lebih besar daripada *cost* maupun risikonya. Sedangkan Desai *et.al.* (2009) menemukan

pengaruh namun tidak signifikan perencanaan pajak (*tax avoidance*) dengan nilai perusahaan dalam konteks pada perusahaan di Amerika.

Dalam penelitian ini, penulis ingin mengembangkan penelitian Wahab *et.al.*(2012), dengan menyelidiki bagaimana perencanaan pajak berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selain itu, dari bukti empiris pada hasil penelitian sebelumnya yang menunjukkan hasil/arah yang bervariasi/belum konsisten mengenai hubungan perencanaan pajak dengan nilai perusahaan. Disamping itu, penelitian ini bertujuan melengkapi/ menambah literature terkait perilaku/aktivitas perencanaan pajak dalam konteks perusahaan di Indonesia, dimana pada tahun 2010 terjadi perubahan tarif pajak dari 28% menjadi 25%.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2010 dan 2011. Total sampel yang digunakan sebanyak 442 perusahaan. Hasil penelitian sebagai berikut: pertama, menunjukkan bahwa aktivitas perencanaan pajak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kedua, untuk variable kontrol *Book value Equity* (BVE), PBTI berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan EM, LEV dan BDS berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Terakhir, hasil uji sensitivitas dengan *model utama* dan *full sampel*, menunjukkan secara *robust* bahwa perencanaan pajak berpengaruh positif dalam meningkatkan nilai perusahaan.

KERANGKA TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Perencanaan Pajak dan Nilai Perusahaan

Perencanaan pajak adalah langkah awal dalam manajemen pajak dimana pada tahap ini dilakukan pengumpulan dan penelitian terhadap peraturan perpajakan, dengan maksud dapat diseleksi jenis tindakan penghematan pajak yang akan dilakukan. Pada umumnya penekanan perencanaan pajak adalah untuk meminimumkan kewajiban pajak. Tujuan perencanaan pajak adalah merekayasa agar beban pajak (*tax burden*) serendah mungkin dengan memanfaatkan peraturan yang ada tetapi berbeda dengan tujuan pembuatan Undang-undang maka perencanaan pajak (*tax planning*) disini sama dengan *tax avoidance* karena secara hakikat ekonomis kedua-duanya berusaha untuk memaksimalkan penghasilan setelah pajak (*after tax return*) selain itu, pajak merupakan unsur pengurang laba yang tersedia baik untuk dibagikan kepada pemegang saham maupun diinvestasikan kembali (Suandy, 2011).

Didalam PSAK 46 (IAI, 2012) yang mengatur perlakuan akuntansi untuk pajak penghasilan (PPh) termasuk PPh final, terutama tentang bagaimana mempertanggungjawabkan konsekuensi pajak pada periode berjalan dan periode mendatang dari transaksi-transaksi yang dicatat sebagai asset maupun kewajiban di neraca dan transaksi periode berjalan yang diakui didalam laporan keuangan. Selain itu, PSAK 46 juga mengatur pengakuan asset pajak tangguhan yang berasal dari sisa rugi yang dapat dikompensasikan ke tahun berikutnya, penyajian di laporan keuangan, dan pengungkapan informasi yang berhubungan dengan PPh. Prinsip dasar PSAK 46 yang harus diketahui adalah pemahaman tentang Laba Akuntansi dan Penghasilan Kena Pajak, Rekonsiliasi Fiskal, dan konsep beda tetap (*permanent*) dan beda waktu (*temporary*).

Pendekatan *theory of the firm* pada prinsipnya menjelaskan kegunaan hasil secara efisiensi dan maksimal. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan (*the firm*) dalam mengoperasikan aktifitas perusahaan yaitu memadukan keterbatasan kondisi-kondisi yang relevan dengan mempertimbangkan *output* dan *input* dengan tujuan untuk memaksimalkan keuntungan atau nilai perusahaan. Oleh karena itu Jensen dan Meckling dalam pembahasan *theory of the firm* yang pada prinsipnya adalah suatu proses untuk memaksimalkan keuntungan atau memaksimalkan nilai perusahaan tersebut dengan mempertimbangkan perilaku manajerial, biaya keagenan, dan struktur kepemilikan dalam

perusahaan. Dalam hal ini dilakukannya perencanaan pajak dalam rangka meminimalkan biaya guna meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh Perencanaan Pajak Terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian terdahulu terkait pengaruh perencanaan pajak terhadap nilai perusahaan mempunyai arah yang bervariasi (negatif dan positif). Penelitian yang menemukan hubungan negatif perencanaan pajak dengan nilai perusahaan yaitu Wahab *et.al.* (2012) dan Hanlon dan Slemrod (2009) menemukan hubungan negatif signifikan perencanaan pajak dengan nilai perusahaan. Pengaruh negatif ini, manajerial cenderung berperilaku oportunistik dalam melakukan aktivitas perencanaan pajak sehingga menurunkan nilai perusahaan dan *benefit* yang diperoleh lebih kecil daripada *cost* yang dikeluarkan maupun resiko terdeteksinya lebih tinggi.

Adapun penelitian yang menemukan pengaruh positif perencanaan pajak terhadap nilai perusahaan diantaranya, Wilson (2009), Wang (2010) dan Martani *et.al.* (2012) menemukan hubungan positif antara *tax avoidance* dengan nilai perusahaan. Ditemukannya hubungan positif tersebut, dapat dikatakan manajerial melakukan perencanaan pajak dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan dan *benefit* yang diperoleh lebih besar daripada *cost* maupun resikonya. Sedangkan Desai *et.al.* (2009) menemukan pengaruh namun tidak signifikan perencanaan pajak (*tax avoidance*) dengan nilai perusahaan (tobins Q) dalam konteks pada perusahaan di Amerika. Aliani *et.al.* (2012) bahwa *board diversity* dalam mekanisme CG tidak berpengaruh terhadap perencanaan pajak.

Dari beberapa hasil penelitian terdahulu yang telah diungkapkan diatas menunjukkan bahwa pengaruh perencanaan pajak dapat berdampak positif dan negatif terhadap nilai perusahaan. Perencanaan pajak akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan jika aktivitas perencanaan pajak dapat meminimalkan biaya pajak yang dibayarkan kepada pemerintah sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan dengan asumsi *benefit* lebih besar daripada *cost*-nya (prespektif tradisional, Desai *et.al.* (2009)). Sedangkan perencanaan pajak berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan jika manajer melakukan aktivitas perencanaan pajak guna menutupi tindakan oportunistik manajer dengan memanipulasi laba yang dilaporkan dan kurang transparan manajer dalam menjalankan operasional perusahaan (prespektif *agency theory*, Desai *et.al.* (2009)). Manajer dapat membenarkan transaksi atas perencanaan pajak dengan mengklaim bahwa kompleksitas dan ketidaktahuan menjadi hal penting dalam meminimalkan terdeteksinya aktivitas perencanaan pajak oleh pemeriksa pajak.

Selain itu, pengaruh negatif perencanaan pajak terhadap nilai perusahaan mungkin disebabkan *benefit* yang diperoleh lebih kecil dibandingkan dengan *cost*/biaya yang dikeluarkan untuk aktivitas perencanaan pajak tersebut, sehingga nilai perusahaan turun. Disamping itu, mungkin investor /*stakeholders* menilai perusahaan lebih rendah/kurang suka dengan semakin besarnya *gap* antara laba komersil dengan laba fiskal, sehingga nilai perusahaan turun. Dengan demikian bahwa perencanaan pajak dapat berdampak positif (negatif) terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H₁: Perencanaan pajak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Model Penelitian

Model utama penelitian digunakan untuk mengetahui pengaruh perencanaan terhadap nilai perusahaan (hipotesis 1) sesuai dengan penelitian Wahab *et.al.* (2012).

$$MVE_{t+3month} = \beta_0 + \beta_1 TP_{it} + \beta_2 BVE_{it} + \beta_3 PBTI_{it} + \beta_4 EM_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 CAPINT_{it} + \beta_7 BDS_{it} + \beta_8 DUM_IND_{it} + \varepsilon$$

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel	Keterangan	Sign	Pengukuran
$MVE_{t+3month}$	Nilai perusahaan	±	Nilai Pasar Ekuitas/Nilai Perusahaan akan diskalakan dengan BVE_{t-1}
TP	Perencanaan Pajak	±	$(25\% - ETR) * PBTI$ * $ETR = CTE/PBTI$ <i>ETR: Effective Tax Rate, CTE: Current Tax Expense dan PTBI: Pre Book Tax Expense</i> 25% merupakan tax rate yang berlaku di Indonesia
BVE	<i>Book Value Equity</i>	+	Logaritma natural nilai ekuitas buku perusahaan
PBTI	<i>Pre Book Tax Income</i>	+	Laba sebelum pajak
EM	<i>Earnings Management</i>	-	$(PTBI - CFO) / \text{Total Aset}$
LEV	<i>Leverage</i>	±	Long term Debt/Total Asset
CAPINT	<i>Capital Intensity</i>	±	PPE/Total Aset
DUM_IND	Dummy Industri	±	Diberi nilai 1, jika industri manufaktur dan o lainnya
It	Untuk tiap perusahaan <i>i</i> pada tahun <i>t</i>		
β_0	Intersep		
€	Error term		

Operasional Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini berupa nilai perusahaan yang diprosikan dengan *Market Value Equity* ($MVE_{t+3month}$). Perhitungan dari *market value equity* dalam penelitian ini sesuai dengan penelitian sebelumnya seperti Wahab *et.al* (2012). $MVE_{t+3month}$ atau nilai pasar ekuitas dihitung dari tiga bulan setelah tutup buku untuk merefleksikan *lag disclosure* pada *shareholders*. Harga saham yang digunakan adalah harga penutupan pada hari terakhir perdagangan pada bulan tersebut. Jadi MVE diperoleh dari harga saham pada hari perdagangan terakhir bulan Maret dikalikan dengan jumlah rata-rata saham yang beredar. Informasi harga saham diperoleh dari Bursa Efek Jakarta. Jumlah rata-rata saham beredar dari informasi laporan keuangan perusahaan.

Variabel independen berupa perencanaan pajak (*tax planning*) dan pengukurannya sesuai dengan model yang digunakan penelitian sebelumnya yaitu Wahab *et.al.* (2012), Noor *et.al.* (2010), Dyreng *et.al.* (2008), Rego (2003) dan Mills *et.al.* (1998). Variabel TP dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$TP = (25\% - ETR) * PBTI \rightarrow ETR = CTE / PBTI$$

Keterangan:

TP : Perencanaan Pajak (*Tax Planning*)

ETR : *Effective Tax Rate*

CTE : *Current Tax Expense (Exclude Deferred Tax)*

PTBI : *Pre Tax Book Income*

25% : Tarif pajak yang ditetapkan pemerintah

Didalam penelitian ini, perencanaan pajak merupakan aktivitas perencanaan pajak melalui penghematan pajak (*tax saving*), yang diukur dengan mencari selisih antara tarif pajak yang berlaku dengan ETR perusahaan, kemudian selisih tersebut dikalikan dengan laba sebelum pajak (PBTI). Metode pengukuran ini digunakan karena memiliki keunggulan dimana metode tersebut mampu menggambarkan efek *aggregate*/besaran dari nilai perencanaan pajak tersebut (Wahab *et.al.* 2012). CTE merupakan beban pajak perusahaan yang diperoleh dari total beban pajak perusahaan dikurangi dengan beban pajak final dan beban pajak tangguhan, sejalan dengan penelitian sebelumnya (Mills *et.al.* 1998, Noor *et.al.* 2010, Dyreng *et.al.* 2010, dan Rego, 2003). Dikeluarkan beban pajak tangguhan karena beban pajak tangguhan merupakan beban pajak tahun lalu yang dibayarkan oleh perusahaan sehingga tidak mencerminkan beban pajak saat ini. Untuk kepentingan pengujian hipotesa didalam penelitian ini perencanaan pajak (TP_t) diskalakan/*discale* dengan nilai buku ekuitas tahun sebelumnya (BVE_{t-1}). Hal ini dilakukan untuk mengurangi efek dari heteroksedasitas serta sejalan dengan penelitian Wahab *et.al.* (2012).

Ada beberapa faktor yang menjadi pertimbangan investor/*stakeholders* maupun pasar sebelum mengambil keputusan, seperti melakukan investasi dalam perusahaan tersebut dengan memperhatikan karakteristik perusahaan (Wahab *et.al.*, 2012. Desai *et.al.* 2009, dan Aliani *et.al.* 2012) seperti nilai buku ekuitas/*book value equity* (BVE), laba sebelum pajak (PBTI), *earnings management* (EM), besarnya utang perusahaan/*leverage* (LEV). Oleh karena itu, didalam penelitian ini mengontrol karakteristik perusahaan, agar agar hasil penelitian tidak bias yang disebabkan oleh karakteristik perusahaan tersebut. Ada 7 variabel kontrol yang digunakan yang terdiri dari: BVE, PBTI, EM, LEV, CAPINT, DUM_IND, dimana variabel-variabel tersebut diduga mempengaruhi nilai perusahaan.

Data dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang terdaftar pada BEI (Bursa Efek Indonesia) selama periode penelitian, yaitu tahun 2010–2011 sebanyak 443 perusahaan. Namun jumlah 443 dikurangi dengan kriteria sebagai berikut: perusahaan yang bergerak dalam industri keuangan sebanyak 81, perusahaan yang IPO (*Initial Public Offering*) sebanyak 23 perusahaan, pencatatan laporan keuangan dengan mata uang selain Rupiah sebanyak 21, *Book Value Equity* (BVE) negatif sebanyak 15, Laba sebelum pajak negatif (PBTI) sebanyak 61, yang melakukan akuisisi, *merger* atau periode pelaporan/tutup buku tidak 31 Desember sebanyak 8 dan *annual report* yang tidak lengkap sebanyak 6. Jadi total sampel sebanyak 221 perusahaan per tahun. Dengan demikian didalam penelitian ini menggunakan 442 observasi (*firm-year*), yang terdiri dari 221 perusahaan data tahun 2010 dan 221 perusahaan data tahun 2011 jadi total sampel sebanyak 442 perusahaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Hasil pengujian statistik deskriptif disajikan dalam tabel 4.1. Hasil tersebut setelah dilakukan *winsorizing* untuk variabel yang *outlier* yaitu variabel yang berada diluar *range* dari $means \pm 3$ kali dari *standar deviasi* untuk masing–masing variabel (Beatty *et.al.* 2003).

Tabel 2 Statistik Diskriptif

Nama Variabel	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.
MVE _{t+3m} (Rp.Milyar)	9,060.00	299,000.00	173.00	267,000.00
MVE _{t+3} /BVE _{t-1}	3.21	21.99	0.01	4.08
ETR	0.23	0.82	0.00	0.15
TP (Rp.Milyar)	11.80	39.00	-36.00	65.40
TP/BVE _{t-1}	0.01	0.11	-0.10	0.03
BVE(Rp.Milyar)	28,800.00	75,800.00	84.80	7,110.00
PBTI (Rp.Milyar)	769.00	25,800.00	0.97	2,460.00
PBTI/BVE _{t-1}	0.28	1.45	0.00	0.27
EM/BVE _{t-1}	0.02	1.21	-1.18	0.29
LEV	0.17	0.65	0.00	0.16
CAPINT	0.31	0.80	0.00	0.23
Sampel (N)	442			

Sumber: Data diolah dengan menggunakan *Eviews 6.0*

Keterangan:

Tabel ini mempresentasikan Hasil uji statistik. Variabel Dependent adalah $MVE_{t+3month}$ dan Variabel Independent TP. Variabel Moderasi: CG. Sedangkan Variabel kontrol berupa: BVE, PBTI, EM, LEV, CAPINT, BDS dan DUM_IND. Definisi untuk masing-masing variabel sebagai berikut: $MVE_{t+3month} = MVE/BVE_{t-1}$, TP: $(25\% - ETR) * PBTI$, BVE_t : Logaritma Natural dari BE, PBTI: $PBTI_t/BVE_{t-1}$, EM: $(PBTI - CFO)/BVE_{t-1}$, LEV: Long term debt/Total Aset, CAPINT: PPE/Total asset. Dum_Ind: merupakan dummy industri 1 jika industri manufaktur dan 0 lainnya.

Tabel 3 Statistik Deskriptif Dummy Variabel (DUM_IND)

Keterangan	Frequency	Percent	Valid Percent
0 (lainnya)	286	64.70	64.70
1 (jika Manufaktur)	156	35.30	35.30
Total sampel (N)	442	100.00	100.00

Sumber: Data diolah dengan menggunakan *Eviews 6.0*

Variabel independent Perencanaan Pajak (TP), secara rata-rata ETR perusahaan sampel sebesar 23.3%, *rate* ini dibawah *rate/tarif* pajak yang ditetapkan oleh pemerintah yaitu sebesar 25% yang efektif berlaku untuk tahun fiskal 2010. Aktivitas perencanaan pajak perusahaan melalui *tax saving* jika dilihat dari besarnya nominal secara rata-rata sebesar Rp11.8 Milyar sedangkan nilai maksimum Rp39 Milyar dan nilai minimum perencanaan pajak sebesar (Rp36 milyar).

Dalam penelitian ini ada 6 variabel kontrol yang digunakan terdiri dari: Nilai ekuitas buku perusahaan/*Book Value Equity* (BVE), Laba sebelum pajak (PBTI), *Earnings Management* (EM), *Leverage* (LEV), *Capital Intensity* (CAPINT) dan Dummy Industri (DUM_IND). Variabel kontrol yang pertama BVE, dari tabel 4.1 rata-rata perusahaan sampel memiliki nilai ekuitas buku (BVE) sebesar Rp2.880.milyar, sedangkan untuk pengujian hipotesa nilai tersebut diubah menjadi fungsi natural logaritma sebesar 27.35 guna kepentingan ekonomiteri dalam meregresikan model. Nilai maksimum BVE sebesar 31.96 (*Natural Logaritma* dari Rp75.800.milyar) dan nilai minimum BVE sebesar 22.86. Variabel kontrol kedua yaitu laba sebelum pajak (PBTI), rata-rata laba sebelum pajak perusahaan sebesar Rp769.milyar dan nilai maksimum laba sebelum pajak sebesar Rp25.800.milyar. sedangkan nilai minimum laba sebelum pajak sebesar Rp96.767.631. Sedangkan variabel kontrol ketiga yaitu *Earning management* (EM) rata-rata perusahaan melakukan *earnings*

management sebesar 0.02 melalui pencatatan *accrual* yaitu dari laba sebelum pajak dikurangi dengan arus kas dari aktivitas operasional.

Variabel kontrol yang keempat yaitu *Leverage* (LEV), dari tabel 4.1 rata-rata perusahaan memiliki nilai LEV sebesar 0.17, hal ini menunjukkan rata-rata kewajiban jangka perusahaan dibandingkan dengan total asset perusahaan sebesar 17%. Variabel kelima *Capital Intensity* (CAPINT), rata-rata nilai *capital intensity* perusahaan sebesar 0.31 yang menunjukkan kemampuan total asset tetap bersih dengan total asset perusahaan secara keseluruhan. Variabel kontrol terakhir yaitu variabel dummy industri dimana diberikan nilai 1 jika perusahaan sampel masuk dalam industri manufaktur dan 0 untuk lainnya. Pada tabel 4.2. menunjukkan bahwa dari 442 perusahaan sampel sebanyak 156 perusahaan industri manufaktur atau 35,3% dari total sampel secara keseluruhan.

Menurut Nachrowi dan Usman (2006) bahwa pengujian data panel tidak memerlukan pengujian autokorelasi karena pengolahan data panel tidak mensyaratkan persamaan bebas autokorelasi dan normalitas. Data panel merupakan satu set observasi yang terdiri dari beberapa individu pada suatu periode tertentu. Untuk metode estimasi regresi data panel dapat menggunakan melalui tiga pendekatan (Nachrowi dan Usman, 2006) yaitu *Pooled Least Square Model*, *Fixed Effect Model* dan *Random Effect Model*. Pengujian ada tidaknya multikolinieritas dengan menggunakan nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF), sedangkan hasilnya disajikan ditabel hasil regresi. Untuk mengetahui adanya heteroskedastisitas dilakukan dengan *White's General Heteroscedasticity Test* dengan *software Eviews 6.0*.

Pengaruh Perencanaan Pajak Terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh variabel independen utama terkait dengan perencanaan pajak terhadap nilai perusahaan dilakukan melalui program *Eviews 6.0* dan hasilnya disajikan pada Tabel 4.3. Berdasarkan hasil uji *hausman test* model regresi 1 ini menggunakan metode random (*random effect*). Dari hasil pengujian multikolinieritas bahwa regresi model utama ini tidak terdapat multikolinieritas dimana nilai VIF kurang dari 10. Sedangkan hasil pengujian heteroskedastisitas dengan menggunakan *white heteroskedasticity*, bahwa hipotesa homoskedastis tidak dapat diterima. Untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas tersebut, dengan menggunakan metode *white heteroskedasticity-consistent coefficient covariance*.

Berdasarkan Tabel 4.3, hipotesa yang menyatakan bahwa perencanaan pajak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dapat diterima pada tingkat signifikansi 1%. Tanda koefisien positif ini menunjukkan bahwa aktivitas perencanaan pajak melalui *tax saving* dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan. Ditemukannya pengaruh positif perencanaan pajak terhadap nilai perusahaan, hal ini menggambarkan bahwa aktivitas perencanaan pajak yang dilakukan oleh manajemen dalam rangka untuk meningkatkan nilai perusahaan, sejalan dengan perspektif tradisional. Didalam perspektif teori tradisional, bahwa aktivitas perencanaan pajak untuk mentransfer kesejahteraan dari Negara kepada pemegang saham (Desai dan Dharmapala, 2006). Dengan melalui aktivitas perencanaan pajak yaitu melakukan tindakan terstruktur agar beban pajak serendah mungkin dengan memanfaatkan peraturan yang ada untuk memperoleh peningkatan laba setelah pajak yang akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Dengan asumsi manfaat (*benefit*) yang diperoleh lebih tinggi daripada biaya (*cost*) yang dikeluarkan dari aktivitas perencanaan pajak tersebut. Hasil penelitian ini konsisten dengan beberapa penelitian terdahulu seperti Wilson (2009), Wang (2010) dan Martani *et.al.*(2012) bahwa aktivitas perencanaan pajak melalui *tax avoidance* mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Variabel kontrol yang signifikan sesuai dengan ekspektasi yaitu BVE, PBTI, EM konsisten dengan Wahab *et.al.* (2012). Sedangkan variabel yang signifikan tidak sesuai dengan ekspektasi yaitu LEV dan variabel yang tidak signifikan yaitu CAPINT dan dummy industri.

Tabel 4 Hasil Regresi Pengaruh Perencanaan Pajak Terhadap Nilai Perusahaan

$MVE_{t+3month} = \beta_0 + \beta_1 TP_{it} + \beta_2 BVE_{it} + \beta_3 PBTI_{it} + \beta_4 EM_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 CAPINT_{it} + \beta_7 BDS_{it} + \beta_8 DUM_IND + \varepsilon$				
	Eskpektasi Tanda	Koefisien	p-value	VIF
TP	(H1) ±	39.1885	***0.0000	1.211
BE	+	0.3211	**0.0471	1.720
PBTI	+	14.9784	***0.0000	1.240
EM	-	-5.4476	***0.0000	1.049
LEV	±	-5.6203	***0.0018	1.097
CAPINT	±	1.6823	0.1493	1.047
Dum_Ind	±	-0.8605	0.1469	
Constanta	≠	-9.1488	**0.0139	
R-squared Weighted			0.8339	
R-squared unweighted			0.8214	
Adjusted R-squared			0.831	
F-test Sign (F-statistic)			***0.0000	
N			442	
Hasil Uji Haustmant test			Random	
***Signifikan pada level 1%. **Signifikan pada level 5%. *Signifikan pada level 10%				
Keterangan: Tabel ini mempresentasikan estimasi Model 1 pengaruh Perencanaan Pajak terhadap Nilai Perusahaan dengan menggunakan metode regresi <i>Random Effect</i> setelah dilakukan pengujian <i>Hausmant test</i> . Variabel Dependent dalam model ini adalah $MVE_{t+3month}$ dan Variabel Independennya TP Sedangkan Variabel kontrol berupa: BVE, PBTI, EM, LEV, CAPINT, BDS dan DUM_IND1. Definisi untuk masing-masing variabel sebagai berikut: $MVE_{t+3month} = MVE/BVE_{t-1}$, TP: $(25\%-ETR)*PBTI$, BVE_t : Logaritma Natural dari BE, PBTI: $PBTI_t/BVE_{t-1}$, EM: $(PBTI-CFO)/BVE_{t-1}$, LEV: Long term debt/Total Aset, CAPINT: PPE/Total asset, BDS: Logaritma Natural dari jumlah dewan direksi. Dum_Ind: merupakan dummy industri 1 jika industri manufaktur dan 0 lainnya.				

Sumber: Data diolah dengan menggunakan Eviews 6

Analisis Sensitivitas

Pada pengujian utama, nilai perusahaan diukur dengan menggunakan *Market value equity* ($MVE_{t+3month}$) didalam beberapa penelitian sebelumnya seperti Desai *et.al.* (2009), Martani *et.al.* (2012), menyatakan bahwa nilai perusahaan juga dapat diukur dengan menggunakan Tobins Q. Oleh karena itu, didalam penelitian ini akan menggunakan metode pengukuran Tobins Q seperti yang digunakan Desai *et.al.* (2007) dalam mengukur nilai perusahaan. Tobins Q diperoleh dengan (nilai pasar ekuitas + nilai buku asset) - nilai buku ekuitas dibagi dengan nilai buku asset.

Pada pengujian sensitivitas ini menggunakan *full sampel* dan *full model*, hasilnya konsisten dengan pengujian utama. Dengan demikian bahwa bahwa perencanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan secara *robust*.

SIMPULAN

Beberapa kesimpulan yang dapat diambil dari hasil pengujian dalam penelitian ini sebagai berikut: Pertama, secara umum, penelitian ini menemukan pengaruh positif

aktivitas perencanaan pajak terhadap nilai perusahaan. Dengan semakin baiknya perusahaan dalam melakukan aktivitas perencanaan pajak akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Terakhir, hasil uji sensitivitas dengan model utama dan *full sampel*, menunjukkan secara *robust* bahwa perencanaan pajak berpengaruh positif dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Adapun keterbatasan dalam penelitian ini sebagai berikut: Pertama, pengukuran nilai perusahaan. Didalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan menggunakan *market value equity* ($MVE_{t+3month}$) yaitu harga saham pada hari terakhir perdagangan dibulan Maret dikalikan dengan jumlah saham rata-rata perusahaan. Oleh karena itu untuk pengukuran harga saham yang digunakan dalam penelitian ini belum *mencapture volatility* harga saham selama tiga bulan tersebut. Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi lain seperti *return* saham atau ROA (*Return on Asset*).

Kedua, pengukuran perencanaan pajak. Didalam penelitian ini pengukuran perencanaan pajak menggunakan $(25\% - ETR) * PBTI$, ETR diukur dengan $CTE (current tax expense) / PBTI (pre book tax income)$, jadi didalam penelitian ini belum *mencapture* pembayaran pajak yang dilakukan oleh perusahaan. Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan *Cash ETR*. Terakhir, periode penelitian ini dilakukan hanya dua tahun yaitu 2010 dan 2011, jadi hasilnya belum dapat digeneralisasi untuk tahun-tahun sebelum maupun sesudahnya. Jadi untuk penelitian selanjutnya dapat memperpanjang periode penelitian.

Adapun kontribusi praktis dari hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna: bagi pembuat kebijakan peraturan perpajakan (regulator), hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran aktivitas perencanaan pajak di Indonesia, sehingga pemerintah atau fiskus dapat mengantisipasi perilaku wajib pajak yang akan berpengaruh terhadap penerimaan pendapatan Negara dari pajak. Hasil penelitian ini, dapat menjadi pertimbangan fiskus, perusahaan mana saja yang akan diperiksa pajaknya.

PUSTAKA ACUAN

- Akbar, S., dan Stark, A. W. (2003). Deflators, net shareholder cash flows, dividends, capital contributions and estimated models of corporate valuation. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30 (9-10), 1211-1233.
- Amir, E., dan Sougiannis, T. (1999). Analysts' Interpretation and Investors' Valuation of Tax Carryforwards. *Contemporary Accounting Research*, 16 (1). 1- 34.
- Armstrong, C. S., Jennifer L. B., dan David F. Larcker. (2012). The Incentives for Tax Planning. *Journal of Accounting and Economics* 53: 391-411.
- Ball, R. dan P. Brown. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* Vol 6. 1968: 159-178.
- Baltagi, H Bagi. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. John Wiley and Sons Canada.
- Beatty, A., dan Weber, J. (2003). The effect of Debt Contracting on Voluntary Accounting Method Changes. *Journal Accounting Review*. Pp.119-142.
- Belsley, D., Kuh, E., dan Welsch, R. E. (1980). *Regression diagnostics: Identifying influential data and sources of collinearity*. New York: John Wiley and Sons.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., dan Shevlin, T.J. (2010). Are Family more Tax Aggressive than Non-Family Firms?. *Journal of Financial Economics*. 95 (1), 1- 48.
- Dechow, P., Sloan, R., dan Sweeney, A., (1996). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70, 193-225.
- Desai, Mihir A. dan Dhammika Dharmapala. (2009). Corporate Tax Avoidance and Firms Value. *The review of Economics and Statistics*, 91(3).
- Desai, Mihir A. dan Dhammika Dharmapala. (2006). *Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives*. *Journal of Financial Economics* 79: 145-179

- Dyreng, S, D. Hanlon, Michelle. Maydew, E.L. (2008). Long-Run Corporate Tax Avoidance. *The Accounting Review*, 83(1), 61-82
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical work. *Journal of Finance*. May, 383-417
- Frank, M. M., Lynch, L. J., dan Rego, S. O. (2009). Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. *The Accounting Review*, 84(2), 467-496.
- Friese, A., Link, S., dan Mayer, S. (2006). *Taxation and Corporate governance*. Max Planck Institute for Intellectual Property, Competition and Tax Law, Munich, Germany.
- Graham, John R. Raedy, J.S, dan Shackelford, D.A. (2012). Research in Accounting for Income Taxes. *Journal of Accounting and Economics*. 412-434.
- Gujarati, D. N. (2009). *Basic Econometrics*. Newyork: McGraw-Hill/Irwin.
- Gupta, S. dan Newberry, K. (1997). Determinants of Variability in Effective Tax Rates: Evidence from Longitudinal Data. *Journal Accounting and Public Policy*. 16(1).1-34.
- Hanlon, Michelle, dan Shane Heitzman. (2010). A Review of Tax Research. *Journal of Accounting and Economics*. 50(2010). 127-178.
- Hanlon, M., dan Slemrod, J.B. (2009) What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economic*, 93(1-2), 126-141.
- Ikatan Akuntan Indonesia (IAI). (2012). *Standar Akuntansi Keuangan Indonesia*. Jakarta.
- Jensen M.C., dan Meckling W.H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3-4. pp.305-306 .
- Lanis, Roman dan Grant Richardson. (2011). The Effect of Board of Director Composition on Corporate Tax Aggressiveness. *Journal of Accounting and Public Policy* 30: 50-70.
- Martani, D.; dan Chasbiandani, T. (2012). Pengaruh Tax Avoidance Jangka Panjang Terhadap Nilai Perusahaan. *SNA XV*. Banjarmasin.
- Mills, L. F., Erickson, M., dan Maydew, E.L. (1998). Investment in Tax Planning. *The Journal of The American Taxation Association*, 20(1), 1-20.
- Minnick, Kristina dan Tracy Noga. (2010). Do *Corporate governance* Characteristics Influence Tax Management? *Journal of Corporate Finance* 16: 703-718.
- Nachrowi, D. N. dan Usman, H. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Noor, R. Md., dan Sabli, M. (2012). Tax Planning and *Corporate governance*. *International Conference on Business and Economic Research (3rd ICBER) Proceeding*. Bandung.
- Plesko, G. A. (2003). An Evaluation of Alternative Measures of Corporate Tax Rates. *Journal of Accounting and Economics*. 35(2). 201-226.
- Rego, S.O. (2003). Tax Avoidance Activities of U.S. Multinational Corporation. *Contemporary Accounting Research*. 20 (4). 805-833.
- Rego, Sonja Olhott dan Ryan Wilson. (2009). Executive Compensation, Tax Reporting Aggressiveness, and Future Firm Performance. Working Paper, University of Iowa.
- Richardson, G., dan Lanis, R., (2007). Determinants of the Variability in Corporate Effective Tax Rate and Tax Reform: Evidence from Australia. *Journal of Accounting and Public Policy* 26: 689-704.
- Suandy, Erly. (2011). *Perencanaan Pajak*. Edisi 5. Salemba Empat.
- Wahab Abdul.N.S, dan Holland, Kevin. (2012). Tax Planning, *Corporate governance* dan Equity Value. *The British Accounting Review* 44:111-124
- Wang, Tina. (2010). Tax Avoidance, Corporate Transparency and Firm Value. University of Texas at Austin. <http://ssrn.com/abstract=1716474>. Diakses 2 April 2013.
- Wilson, R. (2009). An Examination of Corporate Tax Shelter Participants. *The Accounting Review*, 84(3), 969-999.

www.idx.co.id

www.pajak.go.id

Zain, Mohammad. (2006). Manajemen Perpajakan. Jakarta: Salemba Empat.

Zimmerman, J.L. (1983) Taxes and Firms Size. Journal of Accounting and Economics. 5 (2).119-149.

LAMPIRAN

Lampiran 1: Hasil Uji Chow Test dan Hausman test

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	6.5928	7	0.4725

Lampiran 2 : Hasil Output Regresi Model Utama

Dependent Variable: MVE?

Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)

Date: 03/12/14 Time: 17:21

Sample: 2010 2011

Included observations: 2

Cross-sections included: 221

Total pool (balanced) observations: 442

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TP?	39.1885	7.2676	5.3922	0.0000
BVE?	0.3211	0.1612	1.9910	0.0471
PTBI?	14.9784	0.3939	38.0265	0.0000
EM?	-5.4476	0.5129	-10.6223	0.0000
LEV?	-5.6203	1.7889	-3.1419	0.0018
CAPINT?	1.6823	1.1645	1.4447	0.1493
DUM_IND?	-0.8605	0.5922	-1.4530	0.1469
C	-9.1488	4.3956	-2.0814	0.0380

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	2.8629	0.3496
Idiosyncratic random	3.9048	0.6504

Weighted Statistics

R-squared	0.8339	Mean dependent var	2.0674
Adjusted R-squared	0.8312	S.D. dependent var	9.5073
S.E. of regression	3.9063	Sum squared resid	6622.5710
F-statistic	311.1770	Durbin-Watson stat	2.0054
Prob(F-statistic)	0.0000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.8214	Mean dependent var	2.9781
Sum squared resid	10156.9500	Durbin-Watson stat	1.3075

Lampiran 2 (Lanjutan)

No	Random Effects (Cross)		No	Random Effects (Cross)		No	Random Effects (Cross)	
1	_AALI--C	-1.0972	75	_GPRA--C	-0.3920	148	_MTSM--C	0.5216
2	_ABBA--C	2.4356	76	_GREN--C	0.1398	149	_MYOH--C	10.3089
3	_ACES--C	0.3192	77	_GTBO--C	1.3320	150	_NIPS--C	-0.5071
4	_ADES--C	0.5204	78	_GZCO--C	0.3819	151	_OMRE--C	-2.8487
5	_ADHI--C	-0.1326	79	_HERO--C	-1.7810	152	_PANR--C	-4.9708
6	_ADMG--C	0.1166	80	_HMSP--C	1.7760	153	_PBRX--C	0.8679
7	_AIMS--C	0.9002	81	_HOME--C	0.9441	154	_PDES--C	0.2436
8	_AISA--C	0.5651	82	_HRUM--C	1.0692	155	_PGAS--C	-1.5478
9	_AKRA--C	0.3821	83	_ICBP--C	0.1151	156	_PGLI--C	1.1065
10	_ALMI--C	-0.2997	84	_IGAR--C	-0.3509	157	_PICO--C	0.1855
11	_AMFG--C	-0.0402	85	_INAF--C	0.9887	158	_PJAA--C	-1.3259
12	_AMRT--C	1.9554	86	_INAI--C	1.7478	159	_PLIN--C	0.6821
13	_ANTM--C	-0.6953	87	_INDF--C	-0.4882	160	_PNSE--C	-2.2784
14	_APLI--C	-0.2927	88	_INDS--C	-1.2343	161	_PRAS--C	-0.4230
15	_APLN--C	0.4089	89	_INDX--C	1.7079	162	_PSDN--C	1.5122
16	_ARNA--C	-1.3073	90	_INDY--C	0.9219	163	_PSKT--C	1.5525
17	_ARTI--C	0.6311	91	_INPP--C	0.8518	164	_PTBA--C	0.0624
18	_ASGR--C	-1.1640	92	_INTA--C	-2.3027	165	_PTPP--C	-2.3645
19	_ASII--C	-1.6538	93	_INTD--C	-4.0324	166	_PTSP--C	-4.8465
20	_ASRI--C	-0.5888	94	_INTP--C	0.0665	167	_PUDP--C	-0.2321
21	_AUTO--C	-0.8124	95	_INVS--C	13.7792	168	_PWON--C	-0.7308
22	_BAPA--C	1.2767	96	_IPOL--C	-0.4573	169	_PYFA--C	0.8181
23	_BATA--C	0.3703	97	_ISAT--C	-0.7522	170	_RALS--C	-1.0457
24	_BAYU--C	-0.4154	98	_JECC--C	0.6871	171	_RDTX--C	-2.4981
25	_BCIP--C	1.8574	99	_JIHD--C	0.3368	172	_RICY--C	0.5267
26	_BISI--C	0.4334	100	_JKON--C	0.1083	173	_RMBA--C	1.0965
27	_BKSL--C	0.5710	101	_JPFA--C	-1.8079	174	_ROTI--C	2.8181
28	_BORN--C	0.8819	102	_JPRS--C	0.5875	175	_RUIS--C	1.4864
29	_BRAM--C	0.4449	103	_JRPT--C	0.3089	176	_SCBD--C	0.2763
30	_BRMS--C	5.4891	104	_JSMR--C	0.4690	177	_SCCO--C	-0.6278
31	_BRNA--C	-1.3994	105	_JSPT--C	-0.7586	178	_SCMA--C	-1.6335
32	_BTON--C	-1.0625	106	_JTPE--C	-6.1540	179	_SDPC--C	1.0560
33	_BUDI--C	0.5185	107	_KAEF--C	0.1293	180	_SGRO--C	-0.7021
34	_BUVA--C	0.9763	108	_KARK--C	-0.2286	181	_SHID--C	1.2930
35	_BWPT--C	1.4372	109	_KBLM--C	0.6720	182	_SIPD--C	0.5730
36	_BYAN--C	3.6858	110	_KBLV--C	0.5380	183	_SKLT--C	0.7727
37	_CEKA--C	-1.4707	111	_KDSI--C	0.1667	184	_SKYB--C	2.5374
38	_CENT--C	1.0420	112	_KICI--C	1.2072	185	_SMAR--C	-0.4468
39	_CITA--C	-3.0427	113	_KIJA--C	0.1327	186	_SMCB--C	0.1195
40	_CLPI--C	0.1499	114	_KKGI--C	1.5065	187	_SMDR--C	0.1297
41	_CMNP--C	-1.0942	115	_KLBK--C	-0.7716	188	_SMGR--C	-0.5592
42	_CNKO--C	-0.3262	116	_KONI--C	-0.5266	189	_SMRA--C	2.5125
43	_COWL--C	-1.2371	117	_KPIG--C	-0.3813	190	_SMSM--C	-0.5019
44	_CPIN--C	-0.0511	118	_KRAS--C	-0.4380	191	_SONA--C	-0.4706
45	_CSAP--C	-0.3270	119	_LAMI--C	0.1503	192	_SPMA--C	0.4776

46	_CTRA--C	0.3694	120	_LAPD--C	-0.2111	193	_SRSN--C	1.0235
47	_CTRP--C	0.0464	121	_LION--C	-0.3074	194	_SSIA--C	-2.0551
48	_CTRS--C	0.7352	122	_LMAS--C	-1.2406	195	_TBIG--C	2.3967
49	_CTTH--C	0.1134	123	_LMPI--C	0.7467	196	_TBLA--C	-2.0684
50	_DART--C	0.8638	124	_LMSH--C	-1.2794	197	_TCID--C	0.4755
51	_DGIK--C	-0.7357	125	_LPCK--C	-1.1841	198	_TGKA--C	-0.2295
52	_DILD--C	-0.4037	126	_LPIN--C	0.3111	199	_TINS--C	0.8540
53	_DLTA--C	0.4348	127	_LPKR--C	1.5938	200	_TIRA--C	0.6481
54	_DNET--C	2.3354	128	_LSIP--C	-1.8021	201	_TLKM--C	-3.0377
55	_DUTI--C	0.4100	129	_LTLS--C	0.6222	202	_TMPI--C	0.2649
56	_DVLA--C	0.5855	130	_MAIN--C	-5.1628	203	_TMPO--C	0.5708
57	_EKAD--C	-0.8025	131	_MAMI--C	-0.0109	204	_TOTL--C	-1.8334
58	_ELTY--C	-0.6044	132	_MAPI--C	0.7541	205	_TOTO--C	-0.9495
59	_EMTK--C	0.5027	133	_MASA--C	0.3043	206	_TOWR--C	1.7800
60	_EPMT--C	-1.3305	134	_MBAI--C	-1.6405	207	_TRAM--C	1.8677
61	_ESTI--C	1.0279	135	_MDLN--C	0.9798	208	_TRIO--C	2.0843
62	_ETWA--C	-2.0068	136	_MDRN--C	0.9553	209	_TRST--C	-0.6178
63	_EXCL--C	-2.1079	137	_MERK--C	-4.4084	210	_TSPC--C	0.4495
64	_FAST--C	0.7447	138	_MFMI--C	0.7356	211	_TURI--C	-0.7048
65	_FASW--C	-0.2734	139	_MICE--C	-0.3865	212	_ULTJ--C	-0.0538
66	_FISH--C	-1.3869	140	_MIDI--C	1.8582	213	_UNIT--C	-0.5192
67	_FORU--C	-0.4147	141	_MITI--C	-1.7408	214	_UNSP--C	0.7185
68	_GDST--C	-0.2214	142	_MKPI--C	-1.8801	215	_UNTR--C	-0.2033
69	_GEMA--C	-4.8390	143	_MLBI--C	-3.3304	216	_UNVR--C	8.4063
70	_GGRM--C	0.2623	144	_MNCN--C	-0.0179	217	_VOKS--C	-0.1174
71	_GJTL--C	0.9082	145	_MPPA--C	-6.2078	218	_WEHA--C	-0.3731
72	_GMCW--C	1.2914	146	_MRAT--C	0.4085	219	_WIKA--C	-1.7049
73	_GMTD--C	-1.4537	147	_MTDL--C	-1.0404	220	_WINS--C	-1.4006
74	_GOLD--C	0.2460				221	_YPAS--C	0.8161

Lampiran 3: Hasil Output Regresi Sensitivity Analisis

Dependent Variable: TOBINSQ?

Method: Pooled Least Squares

Date: 03/17/14 Time: 12:15

Sample: 2010 2011

Included observations: 2

Cross-sections included: 221

Total pool (balanced) observations: 442

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TP?	1.3828	0.7734	1.7879	0.0752
BVE?	-0.3604	0.0879	-4.1004	0.0001
PTBI?	-0.0306	0.0351	-0.8728	0.3837
EM?	-0.0045	0.0447	-0.1002	0.9203
LEV?	-0.5019	0.3283	-1.5287	0.1278
CAPINT?	-0.0560	0.2586	-0.2165	0.8288
C	10.2813	2.4219	4.2451	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.9260	Mean dependent var	0.3219
Adjusted R-squared	0.8482	S.D. dependent var	0.6227
S.E. of regression	0.2426	Akaike info criterion	0.3116
Sum squared resid	12.6526	Schwarz criterion	2.4128
Log likelihood	158.1411	Hannan-Quinn criter.	1.1403
F-statistic	11.9051	Durbin-Watson stat	3.9820
Prob(F-statistic)	0.0000		