

DETERMINAN KEBIJAKAN HUTANG DENGAN DIMODERASI KEUNIKAN PRODUK

Razaq Noor Muhammad
Universitas Negeri Semarang
razaqnm@students.unnes.ac.id

Hasan Mukhibad
Universitas Negeri Semarang
hasanmukhibad@mail.unnes.ac.id

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh fleksibilitas keuangan, *tangibility assets*, dan *tax shields* terhadap kebijakan hutang dengan keunikan produk sebagai variabel moderasi. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor aneka industri yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2016-2020 sebanyak 213 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dengan *purposive sampling*, sehingga didapat 145 unit analisis. Metode analisis data penelitian ini adalah analisis regresi data panel dan analisis regresi moderasi dengan model penelitian yang terpilih adalah *fixed effect model* (FEM) untuk analisis regresi data panel dan *random effect model* (REM) untuk analisis regresi moderasi. Pemilihan metode analisis data tersebut didasarkan pada hasil *hausman test*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa fleksibilitas keuangan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, dan *tangibility assets* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Kemudian, keunikan produk mampu memoderasi pengaruh fleksibilitas keuangan serta *tangibility assets* terhadap kebijakan hutang. Namun, *tax shields* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan keunikan produk tidak mampu memoderasi pengaruh *tax shields* terhadap kebijakan hutang.

Kata kunci: fleksibilitas keuangan, kebijakan hutang, keunikan produk, *tangibility assets*, *tax shields*.

Abstract

The purpose of this study was to examine the effect of financial flexibility, *tangibility assets*, and *tax shields* on debt policy with product uniqueness as a moderating variable. The population in this study are various industrial sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2016-2020 as many as 213 companies. The sampling technique was *purposive sampling*, in order to obtain 145 units of analysis. The data analysis method of this research is panel data regression analysis and moderating regression analysis with the selected research model being the *fixed effect model* (FEM) for panel data regression analysis and the *random effect model* (REM) for moderating regression analysis. The selection of the data analysis method was based on the results of the *hausman test*. The test results show that financial flexibility has a negative effect on debt policy, and *tangibility assets* has a significant positive effect on debt policy. Then, the uniqueness of the product is able to moderate the effect of financial flexibility and *tangibility assets* on debt policy. However, *tax shields* have no effect on debt policy and product uniqueness is unable to moderate the effect of *tax shields* on debt policy.

Keywords: debt policy, financial flexibility, product uniqueness, *tangibility assets*, *tax shields*.

1. PENDAHULUAN

Sumber pendanaan perusahaan dapat berasal dari internal perusahaan dan eksternal perusahaan. Salah satu sumber pendanaan eksternal yang sering digunakan oleh perusahaan adalah hutang. Hutang adalah kewajiban perusahaan saat ini yang muncul sebab keadaan masa lalu dan penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar

dari sumber daya perusahaan serta mengandung manfaat ekonomik (Kieso et al., 2019). Karena mengandung manfaat ekonomi dan menyebabkan beban bunga maka penggunaan hutang harus dilakukan secara cermat agar menghasilkan manfaat maksimal bagi perusahaan. Kecermatan penggunaan hutang dapat dilakukan melalui kebijakan hutang. Kebijakan hutang adalah keputusan ditetapkan oleh manajemen tentang seberapa besar hutang digunakan dalam sumber pendanaannya (Romadhina, 2018).

Meskipun telah menggunakan kebijakan hutang, masih terdapat beberapa perusahaan sektor aneka industri yang terjebak dalam jumlah hutang besar. Pada tahun 2021, PT Sri Rejeki Isman Tbk menghadapi tekanan keuangan yang hebat akibat tidak mampu membayar hutangnya. Hal tersebut menyebabkan PT Sri Rejeki Isman Tbk digugat pailit oleh para kreditur. Kemudian PT Pan Brothers Tbk juga menghadapi permasalahan sama yaitu tidak mampu membayar hutangnya pada tahun 2021. Akibat ketidakmampuan bayar hutang tersebut menyebabkan PT Pan Brothers Tbk juga digugat pailit oleh para kreditur. Nasib lebih baik terjadi pada perusahaan lain seperti PT Century Textile Industry Tbk, PT Argo Pantes Tbk, dan PT Asia Pasific Fibers Tbk memiliki jumlah hutang yang lebih besar dari jumlah aset sejak tahun 2018 meskipun belum terjadi ketidakmampuan pembayaran hutang.

Terjebaknya beberapa perusahaan sektor aneka industri memberikan bukti perlu dilakukannya penelitian mendalam mengenai kebijakan hutang yang dijalankan oleh perusahaan. Penelitian tentang faktor yang mempengaruhi kebijakan telah banyak dilakukan oleh peneliti terdahulu. Beberapa faktor tersebut adalah fleksibilitas keuangan, *tangibility assets*, dan *tax shields*.

Faktor pertama yang mempengaruhi kebijakan hutang adalah fleksibilitas keuangan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Agustiawan et al. (2021), Alipour et al. (2015), dan Eldomiaty & Azim (2008) memberikan bukti adanya pengaruh negatif fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang. Hasil berbeda terjadi pada penelitian Chandra et al. (2021) dan Margaretha & Ginting (2016) yang memberikan bukti adanya pengaruh positif dan signifikan fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang.

Faktor selanjutnya adalah *tangibility assets*. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Chandra et al. (2021), Saif-Alyousfi et al. (2020), Moradi & Paulet (2019), Sofat & Singh (2017), Chadha & Sharma (2015), Sari et al. (2015), Chiang et al. (2010), Margaritis & Psillaki (2007) memberikan bukti adanya pengaruh positif dan signifikan *tangibility assets* terhadap

kebijakan hutang. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian Liang et al. (2020), Li & Islam (2019), Alipour et al. (2015), Lanjarsih & Wijayanti (2015), dan Alipour et al. (2015) yang memberikan bukti pengaruh negatif *tangibility assets* terhadap kebijakan hutang. Kemudian hasil penelitian Vo (2017) yang memberikan bukti tidak adanya pengaruh *tangibility assets* terhadap kebijakan hutang.

Faktor berikutnya adalah *tax shields*. Penelitian Saif-Alyousfi et al. (2020) dan Moradi & Paulet (2019) memberikan bukti adanya pengaruh negatif *tax shields* terhadap kebijakan hutang. Hasil berbeda ditemukan pada penelitian Walsh & Ryan (1997), Homaifar et al. (1994) dan DeAngelo & W Masulis (1980) yang memberikan bukti adanya pengaruh positif signifikan *tax shields* terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu yang telah dipaparkan di atas dapat diambil kesimpulan bahwa masih adanya hasil inkonsisten pada penelitian terdahulu. Oleh sebab itu, fleksibilitas keuangan, *tangibility assets*, dan *tax shields* masih layak untuk digunakan sebagai faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang.

Keunikan produk adalah kemampuan perusahaan untuk membedakan produknya di antara produk lain yang beredar di pasar (Chandra et al., 2021). Hasil penelitian terdahulu tentang pengaruh keunikan produk terhadap kebijakan hutang memberikan hasil yang beragam. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Chadha & Sharma (2015) dengan metode regresi data panel memberikan bukti adanya pengaruh negatif keunikan produk terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Li et al. (2005) dengan metode EGARCH-M parametrik juga memberikan bukti adanya pengaruh negatif keunikan produk terhadap kebijakan hutang. Kemudian, penelitian Chandra et al. (2021) dengan metode *Generalized Structured Component Analysis* (GSCA) memberikan bukti adanya pengaruh positif signifikan keunikan produk terhadap kebijakan hutang. Hasil berbeda dihasilkan dalam penelitian Agustiawan et al. (2021) dengan metode *Structural Equation Modeling* (SEM) memberikan bukti tidak adanya pengaruh keunikan produk terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian Yanti et al. (2018) dengan metode regresi juga memberikan bukti tidak adanya pengaruh keunikan produk terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu yang telah diuraikan di atas dapat disimpulkan adanya inkonsistensi hasil yang disebabkan perbedaan metode yang digunakan. Inkonsistensi hasil dalam penelitian terdahulu membuka peluang bagi peneliti untuk mengkaji lebih jauh atas dugaan keterlibatan keunikan produk yang diduga

menjadi penentu untuk memperkuat ataupun memperlemah pengaruh fleksibilitas keuangan, *tangibility assets*, dan *tax shields* terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menganalisis dan menguji secara empiris pengaruh fleksibilitas keuangan, *tangibility assets*, dan *tax shields* terhadap kebijakan hutang. Kemudian, penelitian ini juga bertujuan untuk menganalisis dan menguji secara empiris peran keunikan produk dalam memoderasi pengaruh fleksibilitas keuangan, *tangibility assets*, dan *tax shields* terhadap kebijakan hutang.

2. TINJAUAN PUSTAKA

Trade Off Theory

Trade off theory dipublikasikan oleh Modigliani & Miller, (1963) dalam jurnal *the american economic review* dengan judul artikel *corporate income taxes and the cost of capital: a correction*. *Trade off theory* menunjukkan bahwa tingkat hutang yang ideal akan dicapai ketika manfaat marjinal dari pembiayaan hutang setara dengan biaya marjinalnya (Saif-Alyousfi et al., 2020). Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa perusahaan dalam menambah atau menurunkan pembiayaan hutang akan memperhatikan manfaat dari pembiayaan hutang terhadap biaya hutang tersebut. Manfaat dari pembiayaan hutang terdiri dari pengurangan pajak yang terjadi akibat beban bunga dan pengurangan biaya agensi ekuitas yang berasal dari arus kas yang berlebih. Biaya dari pembiayaan hutang terdiri dari tingkat bunga yang tinggi dan biaya kebangkrutan baik langsung ataupun tidak langsung yang dapat terjadi apabila pengambilan pembiayaan hutang berlebihan.

Hipotesis *trade off theory* mengusulkan bahwa semua perusahaan memiliki tingkat hutang yang ideal (Saif-Alyousfi et al., 2020). Hipotesis ini memiliki asumsi bahwa semua struktur modal perusahaan dalam posisi ideal yang disebabkan oleh pengambilan pembiayaan hutang memperhatikan manfaat dan biaya dari hutang tersebut. Teori ini tidak mempertimbangkan asimetri informasi, biaya agensi atau *pecking order* (Bradley et al., 1984). Secara umum, *trade off theory* mengusulkan bahwa ketika perusahaan membutuhkan modal, hal pertama yang harus dipertimbangkan adalah *trade-off* antara manfaat dan biaya menggunakan hutang.

Beberapa faktor yang dapat memperbesar peluang penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan adalah fleksibilitas keuangan, *tangibility assets*, dan *tax shields*.

Fleksibilitas keuangan adalah kemampuan yang dimiliki oleh sebuah perusahaan untuk memenuhi kebutuhan yang tidak terduga dan mengambil peluang yang ada (Chandra et al., 2021). Terbatasnya keuangan perusahaan mengakibatkan fleksibilitas keuangan juga menjadi terbatas. Keterbatasan tersebut menjadikan hutang sebagai pendanaan yang digunakan perusahaan.

Faktor selanjutnya adalah *tangibility assets*. *Tangibility assets* adalah aset berwujud milik perusahaan dan digunakan dalam kegiatan produksi serta dari aset tersebut dapat dipergunakan lebih dari satu periode (Kieso et al., 2019). Nilai *tangibility assets* yang besar dapat dijadikan agunan dalam proses pengajuan hutang. Hal ini mengakibatkan penggunaan hutang sebagai pendanaan lebih mudah digunakan dalam perusahaan yang memiliki *tangibility assets* yang tinggi.

Faktor terakhir adalah *tax shields*. *Tax Shields* adalah manfaat yang dapat diperoleh perusahaan disebabkan oleh hutang (Djumahir, 2006). Salah satu manfaat yang diperoleh adalah berkurangnya pajak penghasilan. Manfaat tersebut menjadikan perusahaan lebih memilih hutang sebagai pendanaan agar pajak penghasilan yang harus dibayarkan menjadi berkurang.

Pengaruh Fleksibilitas Keuangan Terhadap Kebijakan Hutang

Fleksibilitas keuangan dapat dihitung dari saldo laba dibagi dengan total aset perusahaan. Saldo laba perusahaan diputuskan dalam rapat umum pemegang saham setelah laba perusahaan terlebih dahulu dibagikan kepada pemilik perusahaan. Hal ini menyebabkan terbatasnya jumlah saldo laba yang dimiliki oleh perusahaan. Kondisi ini tentu saja berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang akan diambil oleh perusahaan pada periode selanjutnya. Apabila kondisi perusahaan berkeinginan untuk melakukan pengembangan usaha maka perusahaan tidak bisa hanya bergantung pada jumlah saldo laba yang terbatas sehingga diperlukan pembiayaan melalui hutang karena kebutuhan pendanaan pengembangan usaha yang besar.

Trade off theory yang dipublikasikan oleh Modigliani & Miller (1963) mengusulkan bahwa ketika perusahaan membutuhkan modal, hal pertama yang harus dipertimbangkan adalah trade off antara manfaat dan biaya menggunakan hutang. Berdasarkan teori tersebut, perusahaan yang membutuhkan permodalan dengan jumlah besar dapat mengajukan hutang sebagai salah satu alternatif pendanaan dengan

memperhatikan manfaat dan biaya penggunaan hutang. Dalam hal ini apabila perusahaan memiliki keinginan mengembangkan usaha tentu saja membutuhkan modal yang besar sedangkan jumlah saldo laba terbatas maka pembiayaan hutang dapat dipilih sebagai alternatif pendanaan.

Fleksibilitas keuangan adalah kemampuan perusahaan untuk mengambil tindakan yang efektif terkait dengan jumlah dan waktu arus kas, sehingga perusahaan dapat menjawab tantangan kebutuhan yang tidak terduga dan mengambil peluang yang ada (Chandra et al., 2021). Fleksibilitas keuangan diukur melalui perbandingan laba ditahan (retained earnings) dengan total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Tidak cukup besarnya nilai laba ditahan dibandingkan dengan total aset perusahaan mencerminkan bahwa aset perusahaan sebagian besar didanai oleh pendanaan eksternal. Salah satu pendanaan eksternal yang memungkinkan diambil oleh perusahaan adalah hutang. Hal ini berarti terdapat hubungan negatif antara fleksibilitas keuangan dengan kebijakan hutang. Pengaruh negatif antara fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang sejalan dengan penelitian Agustiawan et al. (2021), Alipour et al. (2015), Beattie et al. (2006), dan Bauer (2004). Berdasarkan penjelasan di atas dapat dirumuskan:

H1: Fleksibilitas keuangan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh *Tangibility Assets* Terhadap Kebijakan Hutang

Aset berwujud (*tangibility assets*) periode sebelumnya merupakan dasar yang digunakan oleh perusahaan untuk melakukan aktivitas operasional periode sekarang. Selain dapat dijadikan dasar untuk melakukan operasional perusahaan, aset berwujud periode sebelumnya sangat mempengaruhi kebijakan hutang yang akan dijalankan pada periode sekarang. Aset berwujud (*tangibility assets*) dapat digunakan sebagai jaminan/ agunan oleh perusahaan saat mengajukan hutang terhadap kreditur. Apabila perusahaan memiliki jumlah aset berwujud yang besar maka akan mempermudah perusahaan untuk memperoleh hutang karena jaminan/ agunan yang besar dapat memberikan rasa aman bagi kreditur apabila terjadi gagal bayar hutang.

Trade off theory yang dipublikasikan oleh Modigliani & Miller (1963) mengusulkan bahwa ketika perusahaan membutuhkan modal, hal pertama yang harus dipertimbangkan adalah *trade off* antara manfaat dan biaya menggunakan hutang. Berdasarkan teori tersebut perusahaan dengan jumlah aset berwujud yang besar dapat

memilih hutang sebagai salah satu sumber pendanaan apabila telah mempertimbangkan manfaat dan biayanya. Biaya hutang harus dipertimbangkan oleh perusahaan dengan cermat melalui kebijakan hutang sehingga memberikan manfaat yang maksimal bagi perusahaan.

Tangibility assets adalah aset berwujud yang dimiliki untuk digunakan dalam kegiatan produksi atau penyediaan barang dan jasa, untuk disewakan kepada orang lain, atau untuk tujuan administratif; aset – aset tersebut diharapkan dapat digunakan selama lebih dari satu periode (Kieso et al., 2019). *Tangibility assets* diukur dengan perbandingan aset tetap ditambah persediaan dibagi jumlah keseluruhan aset. Dengan besarnya jumlah aset tetap ditambah persediaan dibandingkan dengan total aset memiliki arti bahwa jumlah aset tetap dan persediaan yang besar akan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan hutang karena memiliki jaminan yang besar. Hal ini membuktikan bahwa terdapat hubungan positif antara tangibility assets terhadap kebijakan hutang. Hubungan positif antara *tangibility assets* terhadap kebijakan hutang ditemukan pada hasil penelitian Saif-Alyousfi et al. (2020), Moradi & Paulet (2019), Sofat & Singh (2017), Chadha & Sharma (2015), Sari et al. (2015), Chiang et al. (2010), Margaritis & Psillaki (2007). Dari uraian tersebut dapat dirumuskan:

H2: Tangibility assets berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh *Tax Shields* Terhadap Kebijakan Hutang

Besarnya pajak yang harus dibayarkan pada periode sebelumnya sangat mempengaruhi kebijakan hutang yang akan diambil perusahaan pada periode sekarang. Penambahan hutang perusahaan akan menimbulkan sebuah kewajiban baru perusahaan untuk membayar bunga. Penambahan pembayaran bunga akan berpengaruh terhadap jumlah penghasilan kena pajak menjadi turun. Pada akhirnya turunnya penghasilan kena pajak tersebut akan mempengaruhi pajak penghasilan yang harus dibayarkan oleh perusahaan.

Trade off theory yang dipublikasikan oleh Modigliani & Miller (1963) mengusulkan bahwa ketika perusahaan membutuhkan modal, hal pertama yang harus dipertimbangkan adalah *trade off* antara manfaat dan biaya menggunakan hutang. Berdasarkan *trade off theory* dijelaskan bahwa perusahaan diperbolehkan untuk menggunakan hutang sebagai salah satu sumber pendanaan dengan memperhatikan

manfaat dan biaya. Salah satu manfaat yang ditimbulkan jika perusahaan menggunakan hutang sebagai salah satu sumber pendanaan adalah menurunkan pajak penghasilan yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Hal ini terjadi karena biaya yang harus dibayarkan perusahaan bertambah dengan adanya beban bunga sehingga penghasilan kena pajak perusahaan turun dan pada akhirnya menyebabkan pajak penghasilan yang harus dibayarkan perusahaan turun.

Pengurangan pajak penghasilan (*tax shields*) adalah salah satu faktor penentu dalam pengambilan keputusan pendanaan (Djumahir, 2006). Dalam penelitian ini yang menjadi fokus penelitian adalah *debt tax shields*. *Debt tax shields* adalah manfaat yang diperoleh perusahaan dari hutang (Djumahir, 2006). *Debt tax shields* diperoleh dari penghitungan pajak penghasilan dibagi dengan *earnings before interest and tax*. Dengan besarnya nilai pajak penghasilan dibandingkan dengan *earnings before interest and tax* memberikan bukti bahwa pajak penghasilan yang harus dibayarkan memiliki jumlah lebih besar dari laba yang diperoleh sehingga akan membuka kesempatan perusahaan untuk menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan. Penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan akan menyebabkan berkurangnya pajak yang harus dibayarkan karena adanya beban bunga akibat hutang. Hal ini berarti adanya hubungan negatif antara *tax shields* terhadap kebijakan hutang. Pengaruh negatif *tax shields* terhadap kebijakan hutang telah ditemukan dalam hasil penelitian Saif-Alyousfi et al. (2020), dan Oktarina et al. (2015). Dari uraian di atas dapat disimpulkan:

H3: *Tax shields* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Fleksibilitas Keuangan Terhadap Kebijakan Hutang dengan Keunikan Produk Sebagai Variabel Moderasi

Berdasarkan *trade off theory* yang dipublikasikan oleh Modigliani & Miller (1963), perusahaan diperbolehkan menggunakan hutang sebagai salah satu pendanaan dengan memperhatikan manfaat dan biaya hutang. Fleksibilitas keuangan diukur dengan menggunakan saldo laba dimana saldo laba merupakan nilai residu dari laba perusahaan setelah dikurangi dengan pembayaran dividen sehingga saldo laba memiliki jumlah yang terbatas. Jumlah saldo laba yang terbatas akan berimbas pada kebijakan hutang perusahaan. Hal ini terjadi karena jika perusahaan dalam kondisi melakukan pengembangan usaha maka diperlukan dana yang besar sementara pendanaan internal

perusahaan yang berasal dari saldo laba memiliki jumlah yang terbatas sehingga diperlukan penambahan hutang untuk memenuhi kebutuhan perusahaan.

Keunikan produk adalah kemampuan perusahaan untuk membedakan produknya di antara produk lain yang beredar di pasar (Chandra et al., 2021). Keunikan produk merupakan salah satu daya saing perusahaan apabila produk tersebut disukai oleh masyarakat. Namun di sisi lain keunikan tersebut membutuhkan biaya yang tidak sedikit untuk *research and development* serta biaya promosi akibat keunikannya. Biaya *research and development* serta biaya promosi yang besar tentu saja tidak cukup hanya mengandalkan pendanaan internal perusahaan yang terbatas sehingga diperlukan pendanaan eksternal melalui hutang untuk memenuhi kebutuhan pendanaan. Uraian tersebut sama dengan isi dari *trade off theory* yang diperkenalkan oleh Modigliani & Miller (1963) mengatakan bahwa perusahaan diperbolehkan menggunakan hutang sebagai pendanaan dengan mempertimbangkan biaya dan manfaat hutang.

Besarnya biaya untuk mendanai *research and development* serta promosi produk unik akan membuat perusahaan membutuhkan pendanaan besar. Kebutuhan pendanaan besar tersebut tentu saja tidak cukup didanai oleh pendanaan internal perusahaan lewat saldo laba (fleksibilitas keuangan) sehingga diperlukan alternatif pendanaan lain melalui hutang untuk memenuhi kebutuhan perusahaan. Berdasarkan hal ini maka dapat disimpulkan:

H4: Keunikan produk memperkuat hubungan fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang

Pengaruh *Tangibility Assets* Terhadap Kebijakan Hutang dengan Keunikan Produk Sebagai Variabel Moderasi

Tangibility assets adalah aset berwujud yang dimiliki untuk digunakan dalam kegiatan produksi atau penyediaan barang dan jasa, untuk disewakan kepada orang lain, atau untuk tujuan administratif; aset – aset tersebut diharapkan dapat digunakan selama lebih dari satu periode (Kieso et al., 2019). Dari pengertian tersebut dapat diambil kesimpulan bahwa *tangibility assets* merupakan aset berwujud yang dapat dimanfaatkan oleh perusahaan salah satunya sebagai agunan dalam pengajuan pinjaman terhadap kreditur. Perusahaan dengan jumlah *tangibility assets* yang besar tentu saja akan dengan mudah memperoleh pinjaman dari kreditur. Dengan demikian apabila perusahaan dengan

tangibility assets besar membutuhkan dana cukup besar dan tidak dapat dipenuhi oleh pendanaan internal maka dapat memilih hutang sebagai alternatif pendanaan.

Keunikan produk merupakan kemampuan perusahaan memproduksi barang yang memiliki perbedaan dari barang sejenis yang ada dipasaran. Hal ini tentu saja membutuhkan adanya biaya *research and development* yang besar dalam produksi dan biaya iklan untuk proses promosi. Dengan biaya yang besar tersebut perusahaan akan mencari alternatif pendanaan lain untuk membayar biaya yang tidak mungkin hanya dapat ditanggung pendanaan internal. Salah satu alternatif pendanaan adalah dengan memperoleh hutang dari kreditur namun tetap mempertimbangkan biaya dan manfaat dari hutang tersebut sesuai dengan *trade off theory* yang dipublikasikan oleh Modigliani & Miller (1963).

Dengan besarnya biaya *research and development* serta biaya promosi produk unik menjadikan perusahaan membutuhkan alternatif pendanaan selain pendanaan internal. Salah satu pendanaan yang dapat dipilih perusahaan dengan jumlah *tangibility assets* besar adalah menambah jumlah hutang. Hal ini karena besarnya *tangibility assets* akan meyakinkan kreditur untuk memberikan hutang. Sehingga kebutuhan pendanaan biaya *research and development* serta biaya promosi produk unik dapat dipenuhi melalui hutang sebagai sumber pendanaan. Berdasarkan hal ini maka dapat disimpulkan:

H5: Keunikan produk memperkuat hubungan tangibility assets terhadap kebijakan hutang

Pengaruh *Tax Shields* Terhadap Kebijakan Hutang dengan Keunikan Produk Sebagai Variabel Moderasi

Pengurangan pajak penghasilan (*tax shields*) adalah salah satu faktor penentu dalam pengambilan keputusan pendanaan (Djumahir, 2006). Jumlah pajak penghasilan yang besar pada periode sebelumnya sangat berpengaruh dengan kebijakan hutang. Dengan tingginya pajak penghasilan maka perusahaan akan berusaha menurunkan pajak tersebut. Salah satu cara menurunkan pajak penghasilan adalah dengan menambah hutang. Penambahan hutang akan menyebabkan perusahaan memiliki kewajiban baru untuk membayar bunga. Pembayaran bunga akan menyebabkan penghasilan kena pajak perusahaan turun dan pada akhirnya akan menyebabkan pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan turun.

Biaya *research and development* dan biaya promosi merupakan biaya yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memproduksi produk unik. Produk unik memiliki arti produk yang memiliki perbedaan dibandingkan produk sejenis di pasar. Dengan adanya biaya tersebut membuat perusahaan mencari alternatif pendanaan yang lain. Salah satu alternatif pendanaan yang dapat dipilih oleh perusahaan adalah dengan menambah jumlah hutang. Sehingga biaya tersebut bukan hanya dibebankan kepada pendanaan internal tetapi juga dibebankan kepada pendanaan eksternal melalui hutang.

Jumlah pajak penghasilan besar yang harus dibayar membuat perusahaan memikirkan bagaimana cara untuk menurunkan pajak tersebut. Jumlah pajak tersebut dapat turun apabila biaya – biaya yang dibayarkan oleh perusahaan jumlahnya bertambah. Biaya yang dapat mengurangi pajak penghasilan dapat berasal dari biaya bunga sebagai akibat penambahan hutang perusahaan. Keadaan tersebut ditambah dengan perusahaan yang memproduksi produk unik sehingga jumlah biaya perusahaan menjadi tambah besar. Berdasarkan hal tersebut maka dapat disimpulkan:

H6: Keunikan produk memperkuat hubungan *tax shields* terhadap kebijakan hutang

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan desain penelitian adalah studi pengujian hipotesis. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor aneka industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2016 – 2020 dengan jumlah 213 perusahaan. Sampel dalam penelitian ini diperoleh menggunakan teknik purposive sampling yang memiliki kriteria berikut:

1. Perusahaan sektor aneka industri yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia selama periode 2016 – 2020
2. Perusahaan sektor aneka industri yang mengalami laba selama periode 2016 – 2020

Dari 213 perusahaan aneka industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016 – 2020, hanya terdapat 145 perusahaan yang sesuai dengan kriteria sampel tersebut. Hal ini menyebabkan unit analisis yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 145 unit analisis (*unbalanced data*). Penelitian ini menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel dependen. Menurut Endah & Wahyudin (2017), kebijakan hutang

adalah bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan yang ditetapkan oleh manajemen untuk menggunakan sumber dana eksternal dalam rangka mendanai kegiatan perusahaan. Fitriani et al. (2013) menggunakan rasio berikut untuk menghitung kebijakan hutang.

$$DEBT = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total ekuitas}}$$

Fleksibilitas keuangan, *tangibility assets*, dan *tax shields* merupakan variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini. Fleksibilitas keuangan adalah kemampuan perusahaan untuk mengambil tindakan yang efektif terkait dengan jumlah dan waktu arus kas, sehingga perusahaan dapat menjawab tantangan kebutuhan yang tidak terduga dan mengambil peluang yang ada (Chandra et al., 2021). Chandra et al. (2021) menggunakan pengukuran berikut untuk mengukur fleksibilitas keuangan.

$$FLEX_{t-1} = \frac{\text{Retained earnings}_{t-1}}{\text{Total aset}_{t-1}}$$

Variabel independen selanjutnya yang digunakan dalam penelitian ini adalah *tangibility assets*. *Tangibility assets* adalah aset berwujud yang dimiliki untuk digunakan dalam kegiatan produksi atau penyediaan barang dan jasa, untuk disewakan kepada orang lain, atau untuk tujuan administratif; aset – aset tersebut diharapkan dapat digunakan selama lebih dari satu periode (Kieso et al., 2019). Chandra et al. (2021) menggunakan pengukuran berikut untuk mengukur *tangibility assets*.

$$TAN_{t-1} = \frac{\text{Aset tetap}_{t-1} + \text{Persediaan}_{t-1}}{\text{Total aset}_{t-1}}$$

Variabel independen terakhir yang digunakan adalah *tax shields*. Pengurangan pajak penghasilan (*tax shields*) adalah salah satu faktor penentu dalam pengambilan keputusan pendanaan (Djumahir, 2006). Penelitian ini menggunakan *debt tax shields* dalam pengukuran *tax shields*. *Debt tax shields* adalah manfaat yang diperoleh perusahaan dari hutang (Djumahir, 2006). Saif-Alyousfi et al. (2020) menggunakan pengukuran berikut untuk mengukur *tax shields*.

$$TAX_{t-1} = \frac{\text{Pajak penghasilan}_{t-1}}{\text{Earnings before interest and tax}_{t-1}}$$

Penelitian ini menggunakan keunikan produk sebagai variabel moderasi yang diduga menjadi penentu untuk memperkuat atau memperlemat pengaruh fleksibilitas keuangan, *tangibility assets*, dan *tax shields* terhadap kebijakan hutang. Keunikan produk adalah

kemampuan perusahaan untuk membedakan produknya di antara produk lain yang beredar di pasar (Chandra et al., 2021). Chandra et al. (2021) menggunakan penghitungan berikut untuk menghitung keunikan produk.

$$UNIQ_{t-1} = \frac{\text{Beban penjualan}_{t-1}}{\text{Total penjualan}_{t-1}}$$

Selain variabel tersebut, penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol agar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor lain. Variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan, usia perusahaan, dan pandemi covid-19. Ukuran perusahaan adalah skala yang digunakan untuk menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan (Dharma & Noviani, 2017). Saif-Alyousfi et al. (2020) menggunakan penghitungan berikut untuk menghitung ukuran perusahaan.

$$SIZE = \ln(\text{Total aset})$$

Variabel kontrol selanjutnya adalah usai perusahaan. Usia perusahaan adalah usia perusahaan sejak didirikan dan mampu mempertahankan eksistensi perusahaan dalam dunia bisnis (Gunawan & Juniarti, 2014). Saif-Alyousfi et al. (2020) menggunakan penghitungan berikut untuk menghitung usia perusahaan.

$$AGE = \text{Tahun penelitian} - \text{tahun berdirinya perusahaan}$$

Variabel kontrol terakhir adalah pandemi covid-19. Pandemi covid-19 adalah peristiwa menyebarnya penyakit menular yang diakibatkan oleh virus SARS-CoV-2 diseluruh dunia. Pandemi covid-19 dihitung dengan menggunakan variabel *dummy* dimana nilai 1 untuk periode setelah terjadinya pandemi dan nilai 0 untuk periode sebelum terjadinya pandemic covid-19.

Teknik pengolahan dan analisis data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel sebagai alat uji untuk menguji fleksibilitas keuangan, *tangibility assets*, dan *tax shields* terhadap kebijakan hutang. Kemudian menggunakan analisis regresi moderasi (*moderated regression analysis*) untuk menguji variabel moderasi yaitu keunikan produk. Analisis dilakukan melalui 3 pendekatan model yang terdiri dari uji *common effect model*, *fixed effect model* dan *random effect model*, kemudian dilakukan langkah pengujian seperti *breusch pagan lagrangian multiplier test* dan *hausman test* untuk menentukan model mana yang paling baik digunakan dalam penelitian ini. Setelah itu dilakukan uji asumsi klasik terdiri dari uji multikolinearitas,

heteroskedastisitas, autokorelasi yang dilihat dari model terpilih. Analisis data dilakukan dengan bantuan alat perhitungan statistik software Stata. Berikut persamaan yang digunakan dalam regresi data panel dan regresi moderasi:

Model penelitian 1

$$DEBT_{it} = \alpha + \beta_1 FLEX_{it} + \beta_2 TAN_{it} + \beta_3 TAX_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 COVID_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model penelitian 2

$$DEBT_{it} = \alpha + \beta_1 FLEX * UNIQ_{it} + \beta_2 TAN * UNIQ_{it} + \beta_3 TAX * UNIQ_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 COVID_{it} + \varepsilon_{it}$$

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis deskriptif yang digunakan dalam penelitian ini memiliki tujuan untuk memberikan gambaran data yang akan diuji melalui nilai rata-rata (mean), standar deviasi, nilai maksimum, dan nilai minimum. Berikut hasil analisis deskriptif yang dilakukan dalam penelitian ini:

Tabel 1. Analisis Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Kebijakan Hutang	145	1,0021	0,7698	0,0035	3,751
Fleksibilitas Keuangan	145	0,2073	0,1672	0,0000	0,7371
Tangibility Assets	145	0,5686	0,1717	0,0003	0,8311
Tax Shields	145	0,2234	0,1600	0,0017	1,3690
Keunikan Produk	145	0,0636	0,1182	0,001	0,7316
Ukuran Perusahaan (Milyar Rupiah)	145	322.306	3.711.257	8	44.698.662
Usia Perusahaan (Tahun)	145	40,0897	17,6694	8	102
Pandemi Covid-19	145	0,2207	0,4161	0	1

Sumber: Data sekunder diolah peneliti, 2022

Berdasarkan hasil analisis deskriptif di atas menunjukkan nilai rata - rata kebijakan hutang, fleksibilitas keuangan, *tangibility assets*, *tax shields*, dan usia perusahaan lebih besar dari standar deviasi yang memiliki arti sebaran data yang terjadi pada variabel tersebut homogen. Hal berbeda terjadi pada keunikan produk, ukuran perusahaan, dan pandemi

covid-19 yang memiliki nilai rata – rata lebih kecil dari standar deviasi. Keadaan ini memiliki arti bahwa sebaran data pada variabel tersebut heterogen.

Tabel 2. Hasil Pengujian Model

	Estimasi Model	Prob	Pemilihan Model
Model penelitian 1			
Lagrangian Multiplier Test	CEM-REM/FEM	0,0000	REM/FEM
Hausman Test	FEM-REM	0,0041	FEM
Model penelitian 2			
Lagrangian Multiplier Test	CEM-REM/FEM	0,0000	REM/FEM
Hausman Test	FEM-REM	0,0967	REM

Sumber: Data sekunder diolah peneliti, 2022

Berdasarkan hasil pengujian model di atas menggunakan *breusch pagan lagrangian multiplier test* dan *hausman test*, dapat disimpulkan bahwa model penelitian 1 menggunakan *fixed effect model*. Hal ini dikarenakan nilai hasil *hausman test* sebesar $0,0041 < 0,05$ yang berarti model yang terpilih *fixed effect model*. Hasil pengujian model pada model penelitian 2 menunjukkan nilai $0,0967 > 0,05$. Hal ini memiliki arti bahwa model yang terpilih adalah *random effect model* untuk model penelitian 2.

Tabel 3. Hasil Regresi

	Model penelitian 1	Model penelitian 2
FLEX	-0,1755**	
TAN	0,5712***	
TAX	0,0468	
FLEX*UNIQ		-0,2405*
TAN*UNIQ		0,5063***
TAX*UNIQ		-0,0680
SIZE	0,1374**	0,0788*
AGE	-1,1651	-0,0157
COVID	-0,0414	-0,0508
_CONS	-2,1872	-2,1510*
N	145	145
Adj. R-sq	0,458	

	Model penelitian 1	Model penelitian 2
Mean VIF	1,29	2,06
Prob (<i>wald test</i>)	0,0000	0,0000
Prob (<i>wooldridge test</i>)	0,0002	0,0000

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Sumber: Data sekunder diolah peneliti, 2022

Uji asumsi klasik dilakukan agar model penelitian yang digunakan terbebas dari bias. Berdasarkan hasil uji asumsi klasik yang terdapat dalam tabel 3, nilai VIF untuk model penelitian 1 sebesar $1,29 < 10$ dan model penelitian 2 sebesar $2,06 < 10$. Hal ini memberikan bukti tidak adanya gejala multikolinearitas dalam dua model penelitian tersebut. Hasil probabilitas *wald test* pada uji asumsi klasik menunjukkan nilai yang sama untuk model penelitian 1 dan model penelitian 2 sebesar $0,0000 < 0,05$. Hal ini menandakan adanya gejala heteroskedastisitas yang terdapat pada dua model penelitian tersebut. Hasil probabilitas *wooldridge test* menunjukkan nilai sebesar $0,0002 < 0,05$ untuk model penelitian 1 dan $0,0000 < 0,05$ untuk model penelitian 2. Hal ini memiliki arti adanya gejala autokorelasi dalam kedua model tersebut.

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik ditemukan adanya gejala heteroskedastisitas dan autokorelasi dalam model penelitian. Oleh karena itu, perlu dilakukan modifikasi agar model penelitian menjadi blue. Dilakukan modifikasi agar model menjadi blue pada software statistik Stata dapat dilakukan dengan *robust standard errors* dimana metode tersebut digunakan untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Hasil regresi pada tabel 3 menunjukkan nilai *adjusted R2* sebesar 0,458 atau 45,8% yang memiliki arti variabel independen yang terdiri dari fleksibilitas keuangan, *tangibility assets*, dan *tax shields* mampu menjelaskan kebijakan hutang sebesar 45,8% sedangkan 54,2% lainnya dijelaskan oleh variabel lain.

Tabel 4. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis	Koefisien	P-Value	Keterangan
H1: Fleksibilitas keuangan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang	-0,1755	0,006	Diterima**
H2: Tangibility assets berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang	0,5712	0,000	Diterima***

Hipotesis	Koefisien	P-Value	Keterangan
H3: Tax shields berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang	0,0468	0,335	Ditolak
H4: Keunikan produk memperkuat hubungan fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang	-0,2405	0,011	Diterima*
H5: Keunikan produk memperkuat hubungan tangibility assets terhadap kebijakan hutang	0,5063	0,000	Diterima***
H6: Keunikan produk memperkuat hubungan tax shields terhadap kebijakan hutang	0,0680	0,088	Ditolak

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Sumber: Data sekunder diolah peneliti, 2022

Hasil pengujian terhadap hipotesis memberikan bukti adanya pengaruh negatif dalam hubungan fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang. Bukti adanya pengaruh ini didasarkan pada nilai probabilitas sebesar $0,006 < 0,01$ dan nilai koefisien sebesar -0,1755. Hasil ini mendukung hipotesis pertama (H1) yang menyatakan bahwa adanya pengaruh negatif fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang sehingga hipotesis pertama (H1) diterima. Hasil penelitian ini memberikan arti bahwa setiap kenaikan fleksibilitas keuangan perusahaan sebesar 1 satuan akan berakibat pada penurunan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan sebesar 0,1755 dan sebaliknya setiap penurunan fleksibilitas keuangan perusahaan sebesar 1 satuan akan berakibat pada kenaikan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan sebesar 0,1755.

Hal ini sejalan dengan *trade off theory* yang dipublikasikan oleh Modigliani & Miller (1963) mengusulkan bahwa ketika perusahaan membutuhkan modal, hal pertama yang harus dipertimbangkan adalah *trade off* antara manfaat dan biaya menggunakan hutang. Berdasarkan teori tersebut, perusahaan yang membutuhkan permodalan dengan jumlah besar dapat mengajukan hutang sebagai salah satu alternatif pendanaan dengan memperhatikan manfaat dan biaya penggunaan hutang. Dalam hal ini apabila perusahaan memiliki keinginan mengembangkan usaha tentu saja membutuhkan modal yang besar sedangkan jumlah saldo laba terbatas maka pembiayaan hutang dapat dipilih sebagai alternatif pendanaan.

Fleksibilitas keuangan adalah kemampuan perusahaan untuk mengambil tindakan yang efektif terkait dengan jumlah dan waktu arus kas, sehingga perusahaan dapat menjawab tantangan kebutuhan yang tidak terduga dan mengambil peluang yang ada

(Chandra et al., 2021). Fleksibilitas keuangan diukur melalui perbandingan laba ditahan (*retained earnings*) dengan total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Tidak cukup besarnya nilai laba ditahan dibandingkan dengan total aset perusahaan mencerminkan bahwa aset perusahaan sebagian besar didanai oleh pendanaan eksternal. Salah satu pendanaan eksternal yang memungkinkan diambil oleh perusahaan adalah hutang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Agustian et al. (2021) yang menyatakan adanya pengaruh negatif antara fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut juga didukung hasil penelitian Alipour et al. (2015), Beattie et al. (2006), dan Bauer (2004) yang menyatakan adanya pengaruh negatif fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Chandra et al. (2021) dan Margaretha & Ginting (2016) yang mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian ini juga memberikan bukti adanya pengaruh positif dan signifikan *tangibility assets* terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis kedua (H2) yang mengatakan *tangibility assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang diterima. Adanya pengaruh ini didasarkan pada nilai probabilitas sebesar $0,000 < 0,001$ dan nilai koefisien sebesar 0,5712. Diterimanya hipotesis kedua (H2) memberikan arti bahwa setiap kenaikan *tangibility assets* perusahaan sebesar 1 satuan akan berakibat pada kenaikan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan sebesar 0,5712 dan sebaliknya setiap penurunan *tangibility assets* perusahaan sebesar 1 satuan akan berakibat pada penurunan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan sebesar 0,5712. Hal ini dikarenakan *tangibility assets* merupakan agunan dalam proses pengajuan hutang sehingga nilai *tangibility assets* besar akan membuat nilai agunan juga menjadi besar dan pada akhirnya memberikan kepercayaan kreditur untuk memberikan hutang pada perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan *trade off theory* yang dipublikasikan oleh Modigliani & Miller (1963) mengusulkan bahwa ketika perusahaan membutuhkan modal, hal pertama yang harus dipertimbangkan adalah *trade off* antara manfaat dan biaya menggunakan hutang. Berdasarkan teori tersebut perusahaan dengan jumlah aset berwujud yang besar dapat memilih hutang sebagai salah satu sumber pendanaan apabila telah mempertimbangkan manfaat dan biayanya. Salah satu manfaat yang dimiliki perusahaan dengan *tangibility assets* besar adalah kepercayaan kreditur dalam proses pengajuan hutang. Kepercayaan tersebut muncul karena *tangibility assets* digunakan

sebagai agunan/ jaminan hutang. Hal tersebut menyebabkan perusahaan dengan *tangibility assets* besar memilih menggunakan hutang sebagai salah satu sumber pendanaan.

Tangibility assets adalah aset berwujud yang dimiliki untuk digunakan dalam kegiatan produksi atau penyediaan barang dan jasa, untuk disewakan kepada orang lain, atau untuk tujuan administratif; aset – aset tersebut diharapkan dapat digunakan selama lebih dari satu periode (Kieso et al., 2019). *Tangibility assets* diukur dengan perbandingan aset tetap ditambah persediaan dengan jumlah keseluruhan aset. Besarnya jumlah aset tetap ditambah persediaan dibandingkan dengan total aset memiliki arti bahwa jumlah aset tetap dan persediaan yang besar sehingga akan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan hutang karena memiliki jaminan yang besar. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Saif-Alyousfi et al. (2020), Moradi & Paulet (2019), Sofat & Singh (2017), Chadha & Sharma (2015), Sari et al. (2015), Chiang et al. (2010), Margaritis & Psillaki (2007) yang memberikan hasil adanya pengaruh positif *tangibility assets* terhadap kebijakan hutang.

Pengujian hipotesis pada penelitian ini memberikan bukti bahwa tidak adanya pengaruh tax shields terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis ketiga (H3) yang menyatakan adanya pengaruh negatif *tax shields* terhadap kebijakan hutang ditolak. Penolakan hipotesis ini didasarkan pada nilai probabilitas sebesar $0,335 > 0,05$. Arti dari penolakan hipotesis ketiga (H3) adalah semakin tingginya beban pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan tidak berakibat pada penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan.

Pengaruh pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan tidak sebanding dengan risiko penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan (Fitriani et al., 2013). Besar kecilnya pajak yang harus dibayarkan tidak sebanding dengan risiko yang harus ditanggung perusahaan apabila jumlah hutang yang digunakan sumber pendanaan terlalu besar. Manajemen perusahaan perlu cermat dalam penggunaan hutang perusahaan agar tidak mengancam keberlangsungan kehidupan perusahaan sebagai akibat dari hanya memperhatikan manfaat bagi perpajakan.

Hasil penelitian ini tidak sama dengan *trade off theory* yang dipublikasikan oleh Modigliani & Miller (1963) mengusulkan bahwa ketika perusahaan membutuhkan modal, hal pertama yang harus dipertimbangkan adalah *trade off* antara manfaat dan biaya

menggunakan hutang. Berdasarkan *trade off theory* dijelaskan bahwa perusahaan diperbolehkan untuk menggunakan hutang sebagai salah satu sumber pendanaan dengan memperhatikan manfaat dan biaya. Salah satu manfaat yang ditimbulkan jika perusahaan menggunakan hutang sebagai salah satu sumber pendanaan adalah menurunkan pajak penghasilan yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Perbedaan terlihat dalam hasil penelitian ini yang memperlihatkan tidak adanya pengaruh yang timbul dari jumlah pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan terhadap penggunaan pajak sebagai sumber pendanaan perusahaan.

Hasil penelitian ini yang menyatakan tidak adanya pengaruh antara *tax shields* dengan kebijakan hutang sejalan dengan hasil penelitian Fitriani et al. (2013). Namun, terdapat beberapa penelitian memiliki hasil kontradiksi dengan hasil penelitian ini seperti penelitian Saif-Alyousfi et al. (2020) dan Oktarina et al. (2015) yang memiliki bukti adanya pengaruh negatif *tax shields* terhadap kebijakan hutang.

Hipotesis keenam (H4) dalam penelitian ini adalah keunikan produk memperkuat hubungan fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang. Keunikan produk diukur dengan perbandingan antara beban penjualan dengan total penjualan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keunikan produk mampu memoderasi pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis keempat diterima. Bukti keunikan produk mampu memoderasi pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang dapat dilihat dari nilai probabilitas sebesar $0,011 < 0,05$ dan adanya perubahan nilai koefisien dari -0,1755496 menjadi -0,240504. Diterimanya hipotesis keempat memiliki arti semakin tinggi keunikan produk yang dihasilkan oleh perusahaan mampu memoderasi pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang.

Keunikan produk adalah kemampuan perusahaan untuk membedakan produknya di antara produk lain yang beredar di pasar (Chandra et al., 2021). Keunikan produk merupakan salah satu daya saing yang dapat ditonjolkan oleh perusahaan apabila produk tersebut disukai oleh masyarakat. Namun di sisi lain keunikan tersebut membutuhkan biaya yang tidak sedikit untuk *research and development* serta biaya promosi akibat keunikannya. Biaya *research and development* serta biaya promosi yang besar tentu saja tidak cukup hanya mengandalkan pendanaan internal perusahaan yang terbatas sehingga diperlukan pendanaan eksternal melalui hutang untuk memenuhi kebutuhan pendanaan. Salah satu keunikan produk adalah sepeda listrik yang hanya diproduksi oleh PT Gaya

Abadi Sempurna Tbk dalam sub sektor elektronik. Produk tersebut tentu saja memiliki daya tarik tersendiri bagi konsumen dan disisi lain membutuhkan biaya promosi cukup besar yang terlihat pada beban penjualan yang dihabiskan untuk biaya promosi dan iklan. Uraian tersebut sama dengan isi dari *trade off theory* yang diperkenalkan oleh Modigliani & Miller (1963) mengatakan bahwa perusahaan diperbolehkan menggunakan hutang sebagai pendanaan dengan mempertimbangkan biaya dan manfaat hutang.

Berdasarkan *trade off theory* yang dipublikasikan oleh Modigliani & Miller (1963), perusahaan diperbolehkan menggunakan hutang sebagai salah satu pendanaan dengan memperhatikan manfaat dan biaya hutang. Fleksibilitas keuangan diukur dengan menggunakan saldo laba dimana saldo laba merupakan nilai residu dari laba perusahaan setelah dikurangi dengan pembayaran dividen sehingga saldo laba memiliki jumlah yang terbatas. Jumlah saldo laba yang terbatas akan berimbas pada kebijakan hutang perusahaan. Hal ini terjadi karena jika perusahaan dalam kondisi melakukan pengembangan usaha maka diperlukan dana yang besar sementara pendanaan internal perusahaan yang berasal dari saldo laba memiliki jumlah yang terbatas sehingga diperlukan penambahan hutang untuk memenuhi kebutuhan perusahaan.

Besarnya biaya untuk mendanai *research and development* serta promosi produk unik akan membuat perusahaan membutuhkan pendanaan besar. Kebutuhan pendanaan besar tersebut tentu saja tidak cukup didanai oleh pendanaan internal perusahaan melalui saldo laba (fleksibilitas keuangan) sehingga diperlukan alternatif pendanaan lain melalui hutang untuk memenuhi kebutuhan perusahaan.

Hipotesis keenam (H5) dalam penelitian ini adalah keunikan produk memperkuat hubungan tangibility assets terhadap kebijakan hutang. Keunikan produk diukur dengan perbandingan antara beban penjualan dengan total penjualan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keunikan produk mampu memoderasi pengaruh *tangibility assets* terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis kelima diterima. Adanya pengaruh moderasi keunikan produk terlihat dari probabilitas sebesar $0,000 < 0,001$ dan nilai koefisien dari 0,5711608 menjadi 0,5063486. Diterimanya hipotesis kelima memiliki arti semakin tinggi keunikan produk yang dihasilkan oleh perusahaan mampu memoderasi pengaruh tangibility assets terhadap kebijakan hutang.

Keunikan produk merupakan kemampuan perusahaan memproduksi barang yang memiliki perbedaan dari barang sejenis yang ada dipasaran. Hal ini tentu saja

membutuhkan adanya biaya *research and development* yang besar dalam produksi dan biaya iklan untuk proses promosi. Dengan biaya yang besar tersebut perusahaan akan mencari alternatif pendanaan lain untuk membayar biaya yang tidak mungkin hanya dapat ditanggung pendanaan internal. Salah satu alternatif pendanaan adalah dengan memperoleh hutang dari kreditur namun tetap mempertimbangkan biaya dan manfaat dari hutang tersebut sesuai dengan *trade off theory* yang dipublikasikan oleh Modigliani & Miller (1963).

Tangibility assets adalah aset berwujud yang dimiliki untuk digunakan dalam kegiatan produksi atau penyediaan barang dan jasa, untuk disewakan kepada orang lain, atau untuk tujuan administratif; aset – aset tersebut diharapkan dapat digunakan selama lebih dari satu periode (Kieso et al., 2019). Dari pengertian tersebut dapat diambil kesimpulan bahwa *tangibility assets* merupakan aset berwujud yang dapat dimanfaatkan oleh perusahaan salah satunya sebagai agunan dalam pengajuan pinjaman terhadap kreditur. Perusahaan dengan jumlah *tangibility assets* yang besar tentu saja akan dengan mudah memperoleh pinjaman dari kreditur. Dengan demikian apabila perusahaan dengan *tangibility assets* besar membutuhkan dana cukup besar dan tidak dapat dipenuhi oleh pendanaan internal maka dapat memilih hutang sebagai alternatif pendanaan.

Dengan besarnya biaya *research and development* serta biaya promosi produk unik menjadikan perusahaan membutuhkan alternatif pendanaan selain pendanaan internal. Salah satu pendanaan yang dapat dipilih perusahaan dengan jumlah *tangibility assets* besar adalah menambah jumlah hutang. Hal ini karena besarnya *tangibility assets* akan meyakinkan kreditur untuk memberikan hutang.

Hipotesis keenam (H6) dalam penelitian ini adalah keunikan produk memperkuat hubungan *tax shields* terhadap kebijakan hutang. Keunikan produk diukur dengan perbandingan antara beban penjualan dengan total penjualan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keunikan produk tidak mampu memoderasi pengaruh *tax shields* terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis keenam ditolak. Ditolaknya hipotesis ini berasal dari nilai probabilitas sebesar $0,088 > 0,05$. Penolakan hipotesis keenam memiliki arti semakin tinggi keunikan produk yang dihasilkan oleh perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh *tax shields* terhadap kebijakan hutang.

Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memproduksi produk dengan keunikan yang tinggi tidak mampu mempengaruhi pengaruh *tax shields* terhadap

kebijakan hutang. Tingginya keunikan suatu produk yang dihasilkan oleh perusahaan belum mampu bersinergi dengan pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan untuk memperbesar maupun memperkecil penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan *trade off theory* yang dipublikasikan oleh Modigliani & Miller (1963) mengusulkan bahwa ketika perusahaan membutuhkan modal, hal pertama yang harus dipertimbangkan adalah *trade off* antara manfaat dan biaya menggunakan hutang. Beban dan manfaat penggunaan hutang seperti pengurangan pajak dan produksi produk unik tidak mampu mempengaruhi besar kecilnya jumlah hutang yang digunakan sebagai sumber pendanaan.

5. SIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian yang telah dilakukan di atas memberikan bukti adanya pengaruh negatif fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan hutang, dan *tangibility assets* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Kemudian, keunikan produk mampu memoderasi pengaruh fleksibilitas keuangan serta *tangibility assets* terhadap kebijakan hutang. Hasil berbeda terdapat pada *tax shields* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan keunikan produk tidak mampu memoderasi pengaruh *tax shields* terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini memiliki implikasi agar para kreditor memperhatikan faktor internal perusahaan dalam pengambilan keputusan yang berhubungan dengan perusahaan seperti fleksibilitas keuangan dan *tangibility assets* yang mampu mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Hal ini dilakukan karena apabila penggunaan hutang tidak dilakukan secara hati - hati maka akan memperbesar risiko kebangkrutan terhadap perusahaan. Kemudian, bagi perusahaan dapat memperhatikan manfaat ataupun beban dari hutang yang timbul seperti memperhatikan fleksibilitas keuangan perusahaan dan *tangibility assets* yang dimiliki perusahaan. Namun penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan harus diimbangi dengan prinsip kehati - hatian ketika menggunakannya agar tidak terjebak pada jumlah hutang yang terlalu besar dan risiko kebangkrutan.

Banyaknya perusahaan sektor aneka industri yang mengalami keadaan rugi sehingga tidak berkewajiban membayar pajak menjadi sebuah keterbatasan dalam penelitian ini. Hal tersebut menjadikan unit analisis yang digunakan untuk menghitung

pengaruh *tax shields* terhadap kebijakan hutang menjadi terbatas. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya yang menguji pengaruh *tax shields* terhadap kebijakan hutang diharapkan menggunakan perusahaan sektor lain yang sebagian besar perusahaannya mengalami laba. Kemudian, peneliti selanjutnya dapat menggunakan variabel yang belum digunakan dalam penelitian ini seperti *non debt tax shield*, *earnings volatility*, risiko bisnis, dan lain sebagainya yang diduga mempengaruhi kebijakan hutang.

DAFTAR PUSTAKA

- Agustiawan, D., Efni, Y., & Gusnardi, G. (2021). Struktur Modal dan Nilai Perusahaan : Dipengaruhi Oleh Uniqueness, Tangibility dan Financial Flexibility. *Jurnal Kajian Akuntansi Dan Bisnis Terkini*, 2(2), 278–301.
- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakshan, H. (2015). Article Information : Determinants of Capital Stucture : An Empirical Study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53–83.
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Determinants of Capital Structure: An Empirical Evaluation from India. *Journal of Advances in Management Research*, 12(1), 3–14. <https://doi.org/10.1108/JAMR-08-2014-0051>
- Chandra, T., Junaedi, A. T., Wijaya, E., & Ng, M. (2021). The Impact Of Co-Structure of Capital, Profitability and Corporate Growth Opportunities on Stock Exchange in Indonesia. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, ahead-of-p(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/jeas-08-2019-0081>
- Chiang, Y.-H., Cheng, E. W. L., & Lam, P. T. I. (2010). Epistemology of capital structure decisions by building contractors in Hong Kong. *Construction Innovation*, 10(3), 329–345.
- DeAngelo, H., & W Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3–29.
- Dharma, N. B. S., & Noviani, N. (2017). Pengaruh Corporate Social Responsibility dan Capital Intensity terhadap Tax Avoidance. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana.*, 18(1), 529–556.
- Djumahir. (2006). Pengaruh Variabel - Variabel Tax Shield dan Non-Tax Shield Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Go-Public di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Wacana*, 8(3), 302–321.
- Eldomiaty, T. I., & Azim, M. H. (2008). The Dynamics of Capital Structure and Heterogeneous Systematic Risk Classes in Egypt. *International Journal of Emerging Markets*, 3(1), 7–37.
- Endah, S. N., & Wahyudin, A. (2017). The Analysis of Financial Performance in Moderating Determinant of Company Debt Policy. *Accounting Analysis Journal*, 6(2), 137–147. <https://doi.org/10.15294/aaj.v6i2.14236>
- Fitriani, A., Mardi, & Indriani, S. (2013). Pengaruh Risiko Bisnis dan Pajak Terhadap Struktur Modal Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Real Estate, Property and Building Constuction yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Pendidikan Ekonomi Dan Bisnis*, 2(1), 1–21.
- Gunawan, L., & Juniarti. (2014). Pengaruh Family Control, Firm Risk, Size, dan Age Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Pada Sektor Perdagangan, Jasa, dan Investasi.

Business Accounting Review, 2(1), 41–50.

- Homaifar, G. M., Zietz, J., & Benkato, O. (1994). An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(1), 1–14. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1994.tb00302.x>
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2019). *Akuntansi Keuangan Menengah Volume 1 Edisi IFRS*. Salemba Empat.
- Lanjarsih, L., & Wijayanti, I. (2015). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Tangibility Asset, Non Debt Tax Shield, Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015. *Jurnal Manajemen & Bisnis Aliansi*, 13–20.
- Li, L., & Islam, S. Z. (2019). Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market. *International Review of Economics and Finance*, 59, 425–437. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.10.007>
- Li, Q., Yang, J., Hsiao, C., & Chang, Y. J. (2005). The relationship between stock returns and volatility in international stock markets. *Journal of Empirical Finance*, 12(5), 650–665. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2005.03.001>
- Liang, C. C., Liu, Y., Troy, C., & Chen, W. W. (2020). *Firm Characteristics and Capital Structure: Evidence from ASEAN-4 Economies*. 8, 149–162. <https://doi.org/10.1108/s2514-465020200000008007>
- Margaretha, F., & Ginting, K. R. (2016). Faktor - Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan BUMN di Indonesia. *Jurnal Ekonomi*, 7(1). <https://doi.org/10.12928/fokus.v1i2.1302>
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2007). Capital structure and firm efficiency. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34(9–10), 1447–1469. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02056.x>
- Moradi, A., & Paulet, E. (2019). The Firm-Specific Determinants of Capital Structure – An Empirical Analysis of Firms Before and During The Euro Crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 150–161. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.07.007>
- Romadhina, A. P. (2018). Pengaruh Free Cash Flow, Non Debt Tax Shield Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Universitas Pamulang*, 6(1), 97–121.
- Saif-Alyousfi, A. Y. H., Md-Rus, R., Taufil-Mohd, K. N., Mohd Taib, H., & Shahar, H. K. (2020). Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysian Firms. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 12(3–4), 283–326. <https://doi.org/10.1108/APJBA-09-2019-0202>
- Sari, M. D., A, D., & Djazuli, A. (2015). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset, Non-Debt Tax Shield Dan Usia Perusahaan Terhadap Struktur Modal (Studi Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Di Bei). *Ekonomi Bisnis*, 20(1), 22–32. <https://doi.org/10.17977/um042v20i1p22-32>
- Sofat, R., & Singh, S. (2017). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Manufacturing Firms in India. *International Journal of Law and Management*, 59(6), 1029–1045. <https://doi.org/10.1108/ijlma-05-2016-0051>
- Vo, X. V. (2017). Determinants of Capital Structure in Emerging Markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105–113. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.001>

- Walsh, E. J., & Ryan, J. (1997). Agency and Tax Explanations of Security Issuance Decisions. *Journal of Business Finance and Accounting*, 24(7-8), 963-969. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00145>
- Yanti, N. N. S. A., Ratnawati, K., & Djumahir, D. (2018). Pengaruh Variabel Determinan terhadap Struktur Modal dan Dampak Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 6(2), 211-224. <https://doi.org/10.26905/jmdk.v6i2.2210>