

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Berdasarkan durasi waktu pelunasannya, utang perusahaan terbagi menjadi dua kategori, yaitu utang jangka panjang dan utang jangka pendek. Utang jangka panjang adalah kewajiban yang harus dibayar dalam waktu lebih dari satu tahun dan sering kali berkaitan dengan pembiayaan investasi besar seperti utang obligasi, utang hipotek, pensiun, utang sewa. Perusahaan biasanya membutuhkan utang jangka panjang ini untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan untuk mengembangkan bisnis perusahaan. Kebutuhan dana ini dapat mencakup modal awal, pembelian aset tetap atau mesin, perluasan pabrik, akuisisi, gaji karyawan, dan pelunasan utang jangka panjang lain yang segera jatuh tempo. Utang jangka pendek merupakan kewajiban yang harus dilunasi dalam waktu kurang dari satu tahun, biasanya berkaitan dengan kebutuhan operasional sehari-hari perusahaan, seperti utang dagang, gaji karyawan, atau pinjaman jangka pendek (Kieso et al., 2020).

Dalam pelaporan keuangan, utang jangka panjang yang akan jatuh tempo dalam waktu satu tahun harus dilaporkan sebagai utang jangka pendek pada laporan keuangan perusahaan, khususnya jika perusahaan berencana melunasinya dengan kas. Namun, ada beberapa pengecualian di mana utang tersebut harus tetap dikategorikan sebagai utang jangka panjang. Pertama, pembiayaan kembali (*refinancing*) yaitu mengganti utang yang ada dengan pinjaman baru. Kedua, perusahaan mengonversikan utang tersebut menjadi bentuk saham. Ketiga, perusahaan melunasi utang menggunakan dana khusus (*bond retirement fund*).

*Debt liquidity risk (DLR)* risiko yang mempengaruhi tingkat pertumbuhan perusahaan ketika perusahaan memiliki terlalu banyak utang jangka pendek (Liu et al., 2024). DLR mengacu pada potensi kerugian perusahaan jika gagal memenuhi kewajiban utang jangka panjang pada waktu yang telah ditentukan atau kesulitan mendapatkan *refinancing* karena utang yang jatuh tempo lebih singkat daripada aliran arus kas yang dihasilkan oleh aset perusahaan (Aivazian et al., 2005). Kondisi likuiditas yang baik menjadi faktor krusial untuk memastikan kemampuan perusahaan dalam melunasi utang jangka pendek dan jangka panjang (Hui et al., 2023). Pada tahun 1998, Organisasi internasional komisi pasar modal (*International Organization of Securities Commissions-IOSCO*) mendefinisikan "*liquidity risk*" sebagai risiko perusahaan ketika tidak dapat memperoleh dana yang cukup dan memenuhi kewajiban dengan biaya yang wajar.

Perdebatan mengenai utang perusahaan berpusat pada dua konsep utama. Pertama, konsep utang jangka pendek dapat mengatasi risiko *debt overhang* yang diperkenalkan oleh Myers (1977). Risiko *debt overhang* merupakan salah satu aspek krusial dalam teori *debt agency*. Risiko *debt overhang* terjadi ketika perusahaan dengan utang yang berlebihan cenderung mengabaikan investasi yang berpotensi menguntungkan. Perusahaan tersebut harus menggunakan sebagian besar keuntungan dari investasi baru untuk membayar kembali utang kepada kreditor. Selain itu, Myers (1977) berpendapat bahwa utang jangka pendek lebih mendesak karena harus dilunasi lebih cepat, sehingga mendorong perusahaan untuk segera memenuhi kewajibannya dan mengatasi masalah *debt overhang*. Oleh karena itu, utang jangka pendek dapat mendorong perusahaan untuk lebih aktif dalam berinvestasi, mengingat kreditor tidak akan menunggu lama untuk

mendapatkan bagian dari keuntungan. Investasi dalam konteks ini merujuk pada keputusan keuangan dan proyek-proyek yang berpotensi meningkatkan pertumbuhan dan profitabilitas perusahaan, baik berupa investasi dalam aset tetap (seperti bangunan, pabrik, atau peralatan) maupun proyek pengembangan baru (misalnya, ekspansi pasar, riset dan pengembangan produk, atau akuisisi perusahaan).

Fenomena *debt overhang* menggambarkan ketegangan yang terjadi karena perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan kreditor suatu perusahaan. Wang et al. (2020) menemukan bahwa struktur jangka waktu tempo utang perusahaan mempengaruhi biaya pembiayaan. Utang jangka pendek meningkatkan biaya pembiayaan, sehingga utang jangka pendek meningkatkan konflik antara pemegang saham dan kreditor. Beberapa penelitian telah menunjukkan bahwa perusahaan dengan utang jangka pendek yang tinggi meningkatkan pertumbuhan perusahaan, sehingga mendukung teori *debt overhang* dari Myers (Smith & Watts, 1992; Barclay et al., 1995; Rajan & Zingales, 1995; Lang et al., 1996; Simon et al., 2006; Antonicchia & Ferrari, 2016; Barbiero et al., 2020; Ding et al., 2020; Huang et al., 2020).

Kedua, Diamond & He (2014) menyimpulkan bahwa utang jangka pendek dapat menaikkan risiko *debt overhang*. Tiga alasan yang menyebabkan utang jangka pendek dapat meningkatkan risiko *debt overhang*, pertama, ketika perubahan volatilitas nilai aset jauh lebih tinggi selama resesi dibandingkan ekspansi, utang jangka pendek dapat mengakibatkan peningkatan *debt overhang*. Kedua, utang jangka pendek yang cukup besar ketika ekuitas lebih sedikit daripada utang menyebabkan berkurangnya insentif bagi investor. Ketiga, utang jangka

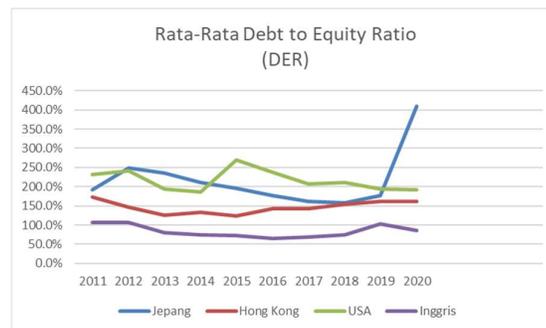
pendek menyebabkan kemungkinan gagal bayar yang lebih cepat karena melemahnya motivasi pemegang saham untuk berinvestasi atau mempertahankan investasinya sehingga menghambat pertumbuhan masa depan.

Berdasarkan model *black-scholes-merton* dengan asumsi ada volatilitas kontingen, Diamond & He (2014) menemukan bahwa utang jangka pendek kurang sensitif pada nilai perusahaan bahkan sesaat keputusan investasi diambil. Sementara itu, utang jangka panjang sangat sensitif terhadap perubahan nilai aset perusahaan. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki utang jangka panjang yang besar akan mengurangi risiko *debt overhang* ketika nilai aset perusahaan sedang naik maupun turun karena kondisi perekonomian perusahaan tersebut.

Perubahan nilai perusahaan atau fluktuasi nilai aset perusahaan biasanya disebabkan oleh perubahan nilai saham atau nilai aset tidak berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan dalam membayar utang jangka pendek. Diamond & He (2014) menyatakan bahwa dampak *refinancing* utang jangka panjang yang jatuh tempo terhadap *debt overhang* tidak dipengaruhi oleh fluktuasi nilai aset perusahaan. Penelitian tersebut juga membuktikan utang jangka pendek meningkatkan *debt overhang*, sedangkan utang jangka panjang mengurangi *debt overhang*. Beberapa studi telah membuktikan bahwa perusahaan dengan utang jangka pendek yang tinggi berpengaruh negatif terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan (Vu et al., 2013; Iwaki & Saito, 2020; Chen et al., 2023; Demirgüç-Kunt et al., 2023; Liu et al., 2024).

Pendanaan adalah faktor yang paling penting dalam pertumbuhan dan kelangsungan bisnis. Choi & Meek (2011) menyatakan bahwa dua strategi pembiayaan utama yang sering dipertimbangkan oleh pengusaha adalah pendanaan

ekuitas (*equity financing*) dan pendanaan utang (*debt financing*). Negara dengan pasar ekuitas kuat lebih dominan mengadopsi sistem perusahaan berbasis kepemilikan saham, seperti Amerika Serikat dan Inggris. Sementara itu, perusahaan-perusahaan yang berbasis utang adalah perusahaan yang pendanaannya didominasi oleh bank dan lembaga keuangan seperti di China, Jepang, Hong Kong, dan Swiss.



**Gambar 1.1 Rata-Rata *Debt to Equity Ratio* (DER)**

Grafik rata-rata *debt to equity ratio* (DER) secara umum memperlihatkan perbedaan strategi pembiayaan antar negara sesuai karakteristik pendanaannya. Berdasarkan gambar 1.1, Jepang memiliki nilai DER tertinggi, sedangkan Inggris memiliki nilai DER terendah. Hal ini sesuai pernyataan dari Choi & Meek (2011) bahwa Jepang berbasis utang, sedangkan Inggris berbasis Ekuitas. Sementara itu, USA memiliki DER yang lebih tinggi dibandingkan Hong Kong. Hal tersebut menandakan bahwa USA lebih mengandalkan utang daripada Hong Kong. Hal ini bertentangan dengan pernyataan Choi & Meek (2011) bahwa USA memiliki pendanaan berbasis ekuitas sehingga manajer cenderung merancang informasi akuntansi yang berguna untuk investor.

Penelitian tentang dampak utang jangka pendek dan utang jangka panjang terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan telah dilakukan pada perusahaan yang

mengandalkan pembiayaan berbasis ekuitas maupun utang. Barbiero et al. (2020) menggunakan sampel dari tahun 2004-2013 pada perusahaan-perusahaan di negara-negara Eropa, menyimpulkan bahwa perusahaan dengan pembiayaan utang yang berlebihan mengurangi pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan, tetapi ketika utang jangka pendek mendominasi pendanaan perusahaan maka akan meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Lebih lanjut, Huang et al. (2020) menggunakan 4.828 perusahaan nonfinansial di USA menunjukkan bahwa utang jangka pendek lebih efektif dalam mendorong pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan pertumbuhan aset. Huang et al. (2020) juga menyimpulkan bahwa utang jangka pendek dapat mengurangi risiko konflik agensi yang sering terjadi antara kreditor dan manajer perusahaan. Sementara itu, Liu et al. (2024) menggunakan sampel dari tahun 1976 hingga 2020 di USA, menemukan bahwa DLR berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan pertumbuhan aset, pendapatan, karyawan, dan investasi. Temuan tersebut menjelaskan bahwa semakin tinggi utang jangka panjang yang jatuh tempo maka semakin rendah pertumbuhan perusahaan. Selain itu, Demirgüç-Kunt et al. (2023) menggunakan sampel 390 perusahaan di Inggris menyimpulkan bahwa *market-to-book* (MTB) dan *leverage* berpengaruh negatif terhadap keuntungan investor dan keuntungan kreditor sehingga manajer cenderung mengurangi ekspansi perusahaan.

Beberapa peneliti juga telah menguji secara empiris pengaruh utang terhadap pertumbuhan perusahaan yang berbasis *debt financing*. Riset yang dilakukan oleh Ding et al. (2020) menggunakan perusahaan nonfinansial di China membuktikan hubungan positif antara utang jangka pendek dengan pertumbuhan perusahaan dan juga investasi. Penelitian yang dilakukan oleh Antonicchia &

Ferrari (2016) menggunakan data dari Italia dan Spanyol juga menyimpulkan bahwa utang secara keseluruhan berpengaruh positif terhadap pertumbuhan investasi perusahaan, tetapi utang jangka pendek berpengaruh negatif pada pertumbuhan investasi perusahaan. Sementara itu, Iwaki & Saito (2020) menggunakan data dari Jepang, menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berkorelasi negatif dengan tingkat utang jangka pendek yang diukur dengan rasio MTB. Sejalan dengan penelitian sebelumnya, Chen et al. (2023) juga menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di China yang berbasis *debt financing* mengalami peningkatan *return on assets* (ROA) setelah mengurangi utang jangka pendek. Sementara itu, Pradana & Imelda (2023) menemukan bahwa utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan rasio utang terhadap aset tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap kinerja dan pertumbuhan perusahaan.

Resesi merupakan salah satu fase dalam siklus bisnis yang dapat memengaruhi stabilitas keuangan perusahaan. Untuk menghadapi tantangan ini, perusahaan perlu menyesuaikan strategi pendanaan yang sesuai dengan karakteristik sumber dana yang digunakan. Penelitian Gonzalez (2015) yang menggunakan sampel 39 negara termasuk Jepang dan Hong Kong menemukan bahwa dampak negatif krisis keuangan terhadap kinerja perusahaan semakin rendah pada perusahaan yang bergantung dengan bank dibandingkan yang bergantung dengan pendanaan lainnya selama krisis keuangan pada tahun 2008-2012. Penelitian yang telah dilakukan oleh Álvarez-Botas et al. (2022) menggunakan sampel dari 45 negara pada tahun 2004-2013 termasuk Jepang, Hong Kong, USA, dan Inggris menunjukkan bahwa perusahaan yang meminjam dari bank yang juga merupakan pemangku kepentingan utama, cenderung membayar *loan spread* yang

lebih tinggi dan mendapatkan jangka waktu pinjaman yang lebih pendek. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan adanya perilaku oportunistik dari bank yang menggunakan posisinya sebagai pemegang saham untuk memperoleh keuntungan pribadi dari transaksi pinjaman. Bank yang juga merupakan pemberi pinjaman cenderung memanfaatkan informasi internal dan pengaruhnya sebagai pemegang saham untuk mengendalikan syarat-syarat pinjaman dan memaksimalkan keuntungan.

Penelitian yang dilakukan oleh Zeiton & Goaid (2022) membuktikan bahwa perusahaan memiliki permintaan yang tinggi terhadap utang dengan jatuh tempo jangka pendek untuk mendanai operasional perusahaan sehingga mengurangi tekanan pada likuiditas selama periode krisis keuangan. Penelitian tersebut juga membuktikan bahwa kemampuan perusahaan mengakses kredit bank selama krisis keuangan menurun karena kebijakan kredit yang ketat dan konservatif. Sejalan dengan penelitian tersebut, penelitian yang dilakukan oleh Arhinful & Radmehr (2023) menggunakan data perusahaan USA menemukan bahwa terjadi kenaikan pembiayaan utang jangka pendek dan penurunan utang jangka panjang selama krisis keuangan.

Dalam perspektif yang berbeda, Liu et al. (2024) menunjukkan bahwa peningkatan utang jangka pendek dapat mengakibatkan penurunan tingkat pertumbuhan perusahaan, terutama selama periode resesi ekonomi, karena perusahaan cenderung menunjukkan pertumbuhan yang lebih rendah sebagai akibat dari tingginya DLR. Selain itu, perusahaan dengan tingkat utang jangka pendek yang lebih tinggi akan lebih terkena dampak negatif dari krisis keuangan karena *debt rollover risk* (He & Xiong 2012). Risiko ini terjadi jika perusahaan tidak dapat

mendapatkan pembiayaan baru (*refinancing*) atau jika biaya pembiayaan (*cost of finance*) menjadi lebih tinggi karena kondisi pasar atau kekhawatiran kreditor mengenai kemampuan perusahaan untuk membayar utangnya. Perusahaan dengan persentase utang jangka pendek yang lebih tinggi melakukan investasi yang relatif lebih sedikit jika perusahaan dihadapkan pada prospek pembangunan yang menguntungkan karena mempertimbangkan jumlah utang secara keseluruhan (Barbiero et al., 2020).

Masih terdapat pro dan kontra dari literatur yang membahas dampak dari utang jangka pendek dan utang jangka panjang terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan. Myers (1977) berpendapat bahwa utang jangka pendek dapat mengurangi dampak *debt overhang*, sedangkan Diamond & He (2014) menyimpulkan bahwa utang jangka pendek dapat meningkatkan dampak *debt overhang* dan utang jangka panjang mengurangi dampak *debt overhang*. Pertumbuhan perusahaan akan mengalami penurunan ketika *debt overhang* meningkat, sebaliknya pertumbuhan perusahaan akan mengalami peningkatan ketika *debt overhang* menurun. Hal ini menunjukkan masih terdapat ketidakpastian mengenai apakah utang dapat mendorong atau menghambat pertumbuhan perusahaan di masa depan. Selain itu, penelitian yang secara langsung mengkaji dampak penggunaan utang terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan yang pendanaannya berbasis utang (*debt financing-based*) masih relatif terbatas.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dampak utang jangka panjang yang jatuh tempo terhadap potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan. Sebagian besar penelitian terdahulu telah menggunakan ukuran rasio MTB untuk mengidentifikasi hubungan utang dengan pertumbuhan perusahaan. Namun,

pendekatan ini dinilai tidak efektif dalam memprediksi pertumbuhan perusahaan yang akan datang karena MTB tidak selalu mencerminkan kondisi yang relevan untuk proyeksi pertumbuhan tersebut (Liu et al., 2024). Berdasarkan pertimbangan-pertimbangan tersebut, peneliti tertarik untuk menyelidiki lebih lanjut mengenai dampak DLR terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan dengan objek penelitian yaitu Jepang dan Hong Kong karena pendanaannya berbasis utang atau *debt-based financing*. Lebih lanjut, peneliti menguji secara langsung pengaruh DLR terhadap pertumbuhan perusahaan di masa depan dalam hal pertumbuhan aset, pendapatan, dan karyawan.

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang tersebut, maka rumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut :

1. Apakah DLR berpengaruh positif terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan di negara Jepang dan Hong Kong?
2. Apakah resesi memiliki efek moderasi pada pengaruh DLR terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan di negara Jepang dan Hong Kong?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah penelitian yang dikemukakan, maka penelitian ini bertujuan untuk:

1. Memberikan bukti empiris mengenai pengaruh DLR terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan di negara Jepang dan Hong Kong.
2. Memberikan bukti empiris mengenai efek moderasi resesi pada pengaruh DLR terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan di negara Jepang dan Hong Kong.

#### **1.4 Manfaat Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Memberikan tambahan bukti empiris tentang pengaruh DLR terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan dalam hal pertumbuhan aset, pendapatan, dan karyawan.
2. Memberikan tambahan bukti empiris tentang efek moderasi pada pengaruh DLR terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan di negara Jepang dan Hong Kong.

#### **1.5 Sistematika Penulisan**

Sistematika penulisan pada skripsi ini terdiri dari lima bagian yang dirincikan sebagai berikut:

##### **BAB I PENDAHULUAN:**

Pada bab ini akan memaparkan latar belakang yang menguraikan pentingnya menganalisis dampak DLR terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan di masa depan, rumusan masalah yang menjadi dasar penelitian, tujuan dan manfaat penelitian yang menjelaskan tujuan dan kegunaan penelitian ini, dan sistematika penulisan yang memberikan ringkasan singkat dari bagian-bagian penelitian.

##### **BAB II TINJAUAN PUSTAKA:**

Bab ini menjelaskan dasar teori yang berisi aturan, konsep, dan teori yang mendukung hipotesis penelitian, kajian terdahulu yang relevan yang mendukung hipotesis penelitian, kerangka penelitian yang menjelaskan struktur konseptual berdasarkan persoalan dalam rumusan masalah, dan hipotesis penelitian .

**BAB III METODE PENELITIAN:**

Bab ini akan menguraikan desain penelitian, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, teknik pengumpulan data, variabel penelitian beserta pengukurannya, serta metode analisis data dan pengujian hipotesis. Secara ringkas, bagian ini menjelaskan bentuk, subjek, dan objek penelitian, diikuti dengan metode analisis data dan pengujian hipotesis yang digunakan.

**BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN:**

Bab ini akan menjelaskan gambaran umum tentang objek penelitian, hasil penelitian, dan pembahasan yang berisi interpretasi hasil penelitian oleh peneliti.

**BAB V PENUTUP:**

Bab ini akan memuat kesimpulan, keterbatasan penelitian, dan saran untuk penelitian selanjutnya untuk mengatasi keterbatasan yang ada.

