

Tingkat Utang, Jatuh Tempo Utang, dan Uncertainty Perusahaan Indonesia

Angeli Aurelia¹, Rita Juliana²

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pelita Harapan,
Tangerang, Indonesia^{1,2}

Abstract. *Uncertainty seems to be one of the most important factors for economic agents in decision making process. This study aims to investigate the effect of uncertainty on the leverage and debt maturity of Indonesian companies. The sample of this study includes 479 non-financial sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) with period from year 2007 to 2019. The results show that uncertainty has a negative effect on corporate leverage in Indonesia, and uncertainty has a positive effect on the debt maturity of small-sized companies in Indonesia. Overall, the result suggests that uncertainty is one of the determinants of the leverage and debt maturity structure of companies in Indonesia.*

Keywords. *Debt maturity; Leverage; Uncertainty.*

Abstrak. Ketidakpastian menjadi salah satu faktor yang penting bagi agen ekonomi dalam proses pengambilan keputusan. Penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh ketidakpastian terhadap tingkat utang dan struktur jatuh tempo utang perusahaan Indonesia. Sample yang digunakan pada penelitian ini adalah 479 perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode waktu 2007 sampai dengan 2019. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketidakpastian berpengaruh negatif terhadap tingkat utang perusahaan di Indonesia, dan ketidakpastian berpengaruh positif terhadap struktur jatuh tempo utang perusahaan berukuran kecil di Indonesia. Maka dapat disimpulkan bahwa ketidakpastian merupakan salah satu penentu tingkat utang dan struktur jatuh tempo utang pada perusahaan di Indonesia.

Kata kunci. Ketidakpastian; Struktur Jatuh tempo utang; tingkat utang.

Corresponding author. Email: angelijgs@gmail.com¹, rita.juliana@uph.edu²

How to cite this article. Aurelia, A., & Juliana, R. (2021). Tingkat Utang, Jatuh Tempo Utang, dan *Uncertainty* Perusahaan Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 9(3), 573-582.

History of article. Received: Agustus 2021, Revision: Oktober 2021, Published: Desember 2021

Online ISSN: 2541-061X. Print ISSN: 2338-1507. DOI: 10.17509/jrak.v9i3.31709

Copyright©2019. Published by Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan. Program Studi Akuntansi. FPEB. UPI.

PENDAHULUAN

Ketidakpastian adalah serangkaian peristiwa akan terjadi yang probabilitas terjadinya tidak dapat diprediksi (Knight, 1921). Secara konseptual, ada perbedaan antara ketidakpastian dengan risiko, risiko adalah situasi dimana ada probabilitas yang terdistribusi untuk serangkaian peristiwa yang diketahui yang bisa terjadi, sehingga dapat diukur dengan melakukan estimasi distribusi dari data historis. Sedangkan ketidakpastian tidak memiliki cara untuk melakukan prediksi atas probabilitas suatu peristiwa akan terjadi, maka sulit untuk mengukur ketidakpastian (F. Knight, 1921).

Penelitian sebelumnya menemukan bahwa ketidakpastian merupakan salah satu faktor utama melemahnya ekonomi (Ahir et al., 2018) dan memiliki pengaruh negatif terhadap ekonomi (Baker et al., 2016) baik secara makroekonomi maupun mikroekonomi. Pada

level mikroekonomi (Bloom, 2014), perusahaan tentunya juga menghadapi ketidakpastian yang dapat berakibat pada investasi (Bachmann dan Bayer, 2014), harga ekuitas perusahaan dan *risk premium* (Pástor dan Veronesi, 2013). Ketidakpastian juga mempengaruhi perusahaan secara spesifik pada *capital expenditure* (Bloom, 2014; Gulen dan Ion, 2016; Julio dan Yook, 2012), bagian *research and development* (Stein dan Stone, 2010), merger dan akuisisi perusahaan (Nguyen dan Phan, 2017), tingkat *leverage* (Çolak et al., 2017), biaya utang (*cost of debt*) (Çolak et al., 2017; Francis et al., 2014; Waisman et al., 2015), dan penerbitan ekuitas perusahaan (Çolak et al., 2017). Maka secara keseluruhan ketidakpastian mempengaruhi pembuatan keputusan perusahaan.

Literatur sebelumnya menemukan bahwa ketidakpastian mempengaruhi struktur finansial perusahaan (Pan et al., 2019).

Ketidakpastian dapat mempengaruhi struktur finansial perusahaan sehingga terjadi perubahan pada tingkat *leverage*, hal ini disebabkan meningkatnya biaya utang (*cost of debt*) saat masa ketidakpastian tinggi. Kemudian meningkatnya biaya utang akan menurunkan kemampuan perusahaan memperoleh utang (Çolak et al., 2017; Gungoraydinoglu et al., 2017; Waisman et al., 2015).

Tidak hanya mempengaruhi *leverage*, ketidakpastian juga menimbulkan *market risk* bagi perusahaan sehingga perusahaan perlu melakukan penyesuaian terhadap struktur *debt maturity* perusahaan (Datta et al., 2019), yaitu keputusan antara memilih utang jangka pendek (*short-maturity debt*) atau jangka panjang (*long-maturity debt*). Maka ketidakpastian mempengaruhi keputusan *debt maturity* perusahaan. Dalam masa ketidakpastian tinggi, perusahaan harus menyesuaikan tingkat *leverage* dan keputusan *debt maturity* agar struktur modal perusahaan tetap optimal, dan perusahaan dapat bertahan pada masa ketidakpastian. Ketidakpastian dikatakan mempengaruhi *debt maturity* melalui *supply channel* dan *demand channel*. Dari sisi *supply channel*, ketidakpastian menimbulkan masalah antara perusahaan dan investor (informasi asimetris) sehingga mengganggu pembiayaan eksternal perusahaan. Sedangkan dari sisi *demand channel*, ketidakpastian mempengaruhi kebutuhan akan utang jangka panjang atau utang jangka pendek secara berbeda (Pan et al., 2019).

Ketidakpastian dapat mempengaruhi tingkat *leverage* perusahaan melalui keputusan yang dibuat oleh perusahaan dalam tiga hal (Datta et al., 2019). Pertama ketidakpastian memberi efek negatif pada *market value* perusahaan karena menimbulkan resiko yang tidak dapat didiversifikasi. Kedua, ketidakpastian meningkatkan volatilitas arus kas dan profitabilitas perusahaan, sehingga menimbulkan *credit risk* dan juga *default risk* (Francis et al., 2014; Pástor & Veronesi, 2013). Ketiga, ketidakpastian meningkatkan *cost of debt* (Çolak et al., 2017; Waisman et al., 2015). Saat risiko dan volatilitas perusahaan tinggi maka investor akan menuntut *yield spread* yang

lebih tinggi juga sebagai kompensasi atas tambahan risiko, meningkatnya biaya menurunkan kemampuan perusahaan mengambil utang dan permintaan akan utang menurun. Maka perusahaan terpaksa menurunkan tingkat *leverage* untuk menyesuaikan dengan perubahan yang diakibatkan oleh ketidakpastian. Menurut Gungoraydinoglu et al. (2017) perusahaan cenderung berada di tingkat *leverage* rendah selama masa ketidakpastian tinggi. Berdasarkan argumen diatas, hipotesis pertama penelitian ini adalah:

H1: Ketidakpastian berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Ketidakpastian dapat mempengaruhi *debt maturity* perusahaan melalui sisi *supply channel* (Datta et al., 2019). Pada saat tingkat ketidakpastian tinggi, masalah informasi asimetris akan meningkat dan menyebabkan investor sulit untuk membedakan mana perusahaan yang baik dalam jangka panjang dan mana yang tidak. Sehingga utang jangka panjang memiliki *mispricing risk* yang tinggi. Informasi asimetris yang tinggi pada masa ketidakpastian juga meningkatkan volatilitas perusahaan dan mempengaruhi kemampuan perusahaan membayar kembali utang. Maka pada kondisi ini investor biasanya cenderung memilih utang jangka pendek daripada utang jangka panjang (Custódio et al., 2013). Utang jangka pendek juga memiliki beberapa kelebihan yaitu mengatasi masalah *underinvestment* (Myers, 1977), menjadi mekanisme kontrol yang efektif (Rajan & Zingales, 1995; Stulz, 2004). Maka dari *supply channel* menunjukkan hubungan negatif antara ketidakpastian dan *debt maturity* perusahaan.

Selanjutnya dari sisi *demand channel*, penggunaan utang jangka pendek dapat menimbulkan *refinancing risk* atau risiko likuiditas (Diamond, 1991) dan dianggap lebih sensitif terhadap guncangan *credit supply* (Custódio et al., 2013). Sehingga pada masa ketidakpastian perusahaan cenderung mengurangi utang jangka pendek saat ketidakpastian tinggi. Di sisi lain, penggunaan utang jangka panjang menimbulkan masalah *underinvestment* (Myers, 1977) dan *mispricing risk*, juga perusahaan cenderung membatasi

investasi, dan menurunkan *leverage* (Gulen dan Ion, 2016; Julio dan Yook, 2012). Berdasarkan argument diatas, hipotesis kedua penelitian ini adalah:

H2: Ketidakpastian berpengaruh negatif terhadap *debt maturity* perusahaan.

Untuk mengetahui lebih lanjut tentang pengaruh ketidakpastian terhadap tingkat utang dan struktur jatuh tempo utang perusahaan, maka penelitian ini akan akan meneliti dan menganalisis hubungan dan pengaruh ketidakpastian terhadap *leverage* dan *debt maturity* pada perusahaan terdaftar di Indonesia. Data sampel yang dipakai berbentuk panel data yaitu perusahaan Indonesia pada sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) secara kuartal untuk periode waktu 2007-2019. Untuk mengukur ketidakpastian penelitian ini akan menggunakan pengukuran ketidakpastian yang dikembangkan menurut Ahir et al. (2018). Mereka membuat *Normalized Uncertainty* dan *Moving Average Uncertainty* untuk mengukur ketidakpastian individu per negara, termasuk Negara Indonesia.

METODOLOGI PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian berbentuk *unbalanced panel data* perusahaan Indonesia yang terdaftar dalam sektor non-keuangan di Indonesia secara kuartal selama periode waktu 2007-2019. Data laporan keuangan yang digunakan bersumber dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dan *S&P Capital iq*. Data yang digunakan memiliki beberapa kriteria yaitu: perusahaan yang terdaftar tidak berasal dari sektor keuangan, perusahaan memiliki data variabel yang lengkap dan, perusahaan telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak tahun 2007 atau sebelumnya dan tidak pernah mengalami proses *delisting* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama penelitian dalam periode 2007-2019.

Untuk mengukur ketidakpastian pada penelitian ini akan menggunakan pengukuran ketidakpastian dengan *Normalized Uncertainty* dan *Moving Average Uncertainty* untuk Negara Indonesia yang diambil di *website* <https://www.policyuncertainty.com>.

Pengukuran ketidakpastian ini dikembangkan

oleh Ahir et al. (2018). Mereka membentuk pengukuran ketidakpastian ini menggunakan *The Quarterly Economist Intelligence Unit (EIU) Country Report*, yang mengukur ketidakpastian kebijakan sesuai dengan perkembangan politik dan ekonomi negara.

Untuk menguji hipotesis penelitian yang telah dirumuskan, digunakan 2 model empiris sebagai berikut:

$$Lev_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 U_{t-1} + \gamma_1 INV_{j,t} + \gamma_2 CF_{j,t} + \gamma_3 SALES_{j,t} + \gamma_4 MB_{j,t} + \gamma_5 TS_{j,t} + \gamma_6 GDP_t + \gamma_7 CLI_t + Recession_t + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

$$Debt\ Maturity_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 U_{t-1} + \gamma_1 SALES_{j,t} + \gamma_2 MB_{j,t} + \gamma_3 ROA_{j,t} + \gamma_4 LEV_{j,t} + \gamma_5 AM_{j,t} + \gamma_6 EPS_{j,t} + \gamma_7 TS_t + \gamma_8 GDP_t + \gamma_9 CLI_t + Recession_t + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

Dimana, *Lev* adalah tingkat utang perusahaan, *U* adalah ketidakpastiaan, *INV* investasi perusahaan, *CF* adalah *cashflow ratio* perusahaan, *SALES* adalah ukuran perusahaan, *MB* adalah tingkat pertumbuhan perusahaan, *TS* adalah term spread, *GDP* adalah pertumbuhan GDP indonesia, *CLI* adalah *Composite Leading Indicator*. *Recession* variabel dummy periode resesi, *Debt Maturity* adalah jatuh tempo utang, *ROA* adalah profitabilitas perusahaan, *AM* adalah *asset maturity*, dan *EPS* adalah pertumbuhan *earnings per share*.

Operasionalisasi variabel penelitian

Variabel Dependen pada model empiris (1) adalah *Lev* yang dihitung dengan menggunakan rumus:

$$Lev = \frac{Total\ debt}{Book\ value\ of\ total\ asset}$$

Sedangkan pada model empiris (2), variabel dependen yang digunakan adalah *Debt Maturity* yang dihitung dengan menggunakan rumus:

$$Debt\ Maturity = \frac{Long\ term\ debt}{Total\ debt}$$

Variabel Independen yang digunakan pada model empiris (1) dan (2) adalah:

U adalah *Uncertainty* atau ketidakpastiaan yang merupakan interest variable dari

penelitian ini. Variabel ini diukur dengan menghitung logaritma natural data *normalized uncertainty* dan *moving average uncertainty* Indonesia yang diambil pada website <https://www.policyuncertainty.com/>.

INV adalah investasi perusahaan yang dihitung dengan menggunakan rumus:

$$Inv = \frac{\text{Capital expenditure}}{\text{Book value of total assets}}$$

CF adalah *cashflow ratio* perusahaan, yang dihitung dengan menggunakan rumus:

$$CF = \frac{\text{Earnings before extraordinary items} + \text{depreciation} + \text{amortization}}{\text{Book value of total assets}}$$

SALES adalah ukuran perusahaan, yang dihitung dengan menggunakan rumus:

$$SALES = \ln\left(1 + \frac{\text{Net Sales}}{\text{Asset Turnover}}\right)$$

MB adalah tingkat pertumbuhan perusahaan, yang dihitung dengan menggunakan rumus:

$$MB = \frac{\text{Market Capitalization} + \text{Total Liabilities}}{\text{Book value of total asset}}$$

TS adalah term spread, yang dihitung dengan menghitung selisih *10 year government bond yield* dan *6 month Indonesian government bond yield*.

GDP adalah pertumbuhan GDP Indonesia yang diperoleh dari OECD.

CLI adalah *Composite Leading Indicator* yang didapatkan pada website OECD.

Recession variabel dummy periode resesi menurut OECD.

ROA adalah profitabilitas perusahaan, yang dihitung dengan menggunakan rumus:

$$ROA = \frac{\text{Earnings before interest} + \text{tax} + \text{depreciation}}{\text{Total asset}}$$

AM adalah *asset maturity* yang dihitung dengan menggunakan rumus:

$$AM = \frac{\text{Total fixed asset}}{\text{Total asset}}$$

EPS adalah pertumbuhan *earnings per share*, yang dihitung dengan menggunakan rumus:

$$EPS = \frac{EPS_{t+1} - EPS_t}{EPS_t}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Data sampel termasuk 479 perusahaan sektor non-keuangan Indonesia secara kuartal selama periode waktu 2007 sampai dengan 2019. Secara keseluruhan terdapat 16460 observasi. winsorisasi dilakukan pada seluruh

variabel dengan tingkat signifikansi satu persen, untuk mengurangi *outlier* pada variabel.

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Normalized Uncertainty	16460	0.138	0.151	0.000	0.880
Moving Average Uncertainty	16460	0.045	0.038	0.000	0.190
Leverage	16460	0.510	0.310	0.050	2.340
Debt Maturity	16460	0.244	0.247	0.000	0.850
MB	16460	1.637	1.661	0.320	11.930
ROA	16460	0.023	0.034	-0.090	0.150
AM	16460	0.365	0.243	0.000	0.900
CF	16460	0.019	0.028	-0.080	0.120
INV	16460	0.013	0.021	-0.020	0.110
SALES	16460	26.903	1.753	21.370	30.720
EPS	16460	0.072	0.618	-0.970	2.520
GDP	16460	1.257	0.389	-0.690	2.190
CLI	16460	99.966	1.050	95.500	101.900
TS	16460	0.781	0.882	-0.610	3.960
Recession	16460	0.393	0.489	0.000	1.000

Sumber: Data diolah oleh penulis (2021)

Dalam statistik deskriptif pada tabel 1 menunjukkan kedua variabel independen sebagai pengukur ketidakpastian Negara Indonesia, *Normalized Uncertainty* memiliki nilai rata-rata terbesar yaitu 0.138 dan juga memiliki nilai *standard deviation* terbesar yaitu 0.151. Selanjutnya dua variabel dependen yaitu *leverage* menunjukkan rata-rata tingkat penggunaan utang yang dimiliki perusahaan Indonesia adalah sebesar 0.510. *Debt maturity* menunjukkan rata-rata utang jangka panjang dari keseluruhan total utang yang dimiliki perusahaan Indonesia adalah 24.4%. Untuk variabel *recession dummy*, rata-rata 39.3% dari keseluruhan periode observasi merupakan periode resesi.

Setelah melakukan uji data panel dan uji diagnostik, mendapatkan hasil bahwa data panel termasuk model *fixed effect*, dan memiliki masalah heteroskedastitas, autokorelasi, dan diasumsikan memiliki masalah *cross sectional dependence*. Maka regresi *Driscoll kraay Standard error* digunakan untuk mengatasi masalah tersebut.

Tabel 2. Hasil Regresi Pengaruh Ketidakpastiaan pada Penggunaan Utang

	(1) Normalized Uncertainty	(2) Moving Average Uncertainty
Dependent Variable	Leverage	Leverage
Normalized Uncertainty	-0.008* (0.005)	
Moving Average Uncertainty		-0.070** (0.027)
INV	-0.253*** (0.066)	-0.248*** (0.067)
CF	-1.135*** (0.133)	-1.132*** (0.133)
SALES	-0.009** (0.005)	-0.009** (0.005)
MB	0.024*** (0.004)	0.024*** (0.004)
TS	0.006*** (0.002)	0.007*** (0.001)
GDP	0.002 (0.003)	0.001 (0.003)
CLI	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
Recession	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)
cons	0.870*** (0.218)	0.888*** (0.215)
Observations	16460	16460
R ²	0.0553	0.0555
F-stat	22.56	22.93

Semua variabel telah melalui proses winsor dengan asumsi batas outlier 1%. Standar error berada di bagian bertanda dalam kurung dengan periode sampel adalah dari tahun 2007 q1 sampai 2019 q4. *, **, dan *** adalah indikasi tingkat signifikansi pada 10%, 5%, and 1%, secara berurutan atau * $p < .1$, ** $p < .05$, *** $p < .01$.

Sumber: Data diolah oleh penulis (2021)

Tabel 2 merupakan hasil regresi dengan variabel dependen *leverage*, Hasil yang didapat adalah *Normalized Uncertainty* dan *Moving Average Uncertainty* untuk Negara Indonesia berpengaruh negatif terhadap *leverage* secara signifikan pada tingkat 10% dan 5%. Hasil yang didapat berarti bahwa *leverage* perusahaan cenderung berkurang pada saat masa ketidakpastian tinggi. Maka hasil tersebut konsisten dengan hipotesis pertama penelitian, dan bahwa biaya utang (*cost of debt*) atau biaya utang meningkat saat ketidakpastian tinggi maka *leverage* perusahaan menurun untuk perusahaan Indonesia. Maka tingginya ketidakpastian secara signifikan berdampak

bagi perusahaan Indonesia yaitu karena meningkatnya biaya utang (*cost of debt*) bagi perusahaan perusahaan (Waisman et al., 2015) maka pemegang saham dan pemegang utang menuntut *spread* yang lebih tinggi karena risiko perusahaan juga meningkat, saat ketidakpastian tinggi maka *credit risk* dan *default risk* perusahaan meningkat, *spread* yang lebih tinggi diminta oleh pemegang saham dan pemegang utang (Bradley et al., 2016; Çolak et al., 2017; Waisman et al., 2015).

Tabel 3. Hasil Regresi Pengaruh Ketidakpastiaan pada Debt Maturity

	(1) Normalized Uncertainty	(2) Moving Average Uncertainty
Dependent Variable	Debt Maturity	Debt Maturity
Normalized Uncertainty	0.011 (0.012)	
Moving Average Uncertainty		0.074 (0.048)
SALES	0.033*** (0.005)	0.033*** (0.005)
MB	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
ROA	-0.041 (0.050)	-0.043 (0.050)
LEV	0.166*** (0.019)	0.166*** (0.019)
AM	0.127*** (0.022)	0.127*** (0.022)
EPS	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)
TS	0.010*** (0.002)	0.010*** (0.002)
GDP	0.010*** (0.003)	0.011*** (0.003)
CLI	0.004 (0.004)	0.004 (0.004)
Recession	0.004 (0.003)	0.004 (0.003)
cons	-1.208*** (0.345)	-1.229*** (0.364)
Observations	16460	16460
R ²	0.0599	0.0601
F-stat	26.79	24.40

Semua variabel telah melalui proses winsor dengan asumsi batas outlier 1%. Standar error berada di bagian bertanda dalam kurung dengan periode sampel adalah dari tahun 2007 q1 sampai 2019 q4. *, **, dan *** adalah indikasi tingkat signifikansi pada 10%, 5%, and 1%, secara berurutan atau * $p < .1$, ** $p < .05$, *** $p < .01$.

Sumber: Data diolah oleh penulis (2021)

Tabel 3 merupakan hasil regresi dengan variabel dependen leverage, Hasil yang didapat adalah *Normalized Uncertainty* dan *Moving Average Uncertainty* untuk Negara Indonesia secara tidak signifikan berpengaruh positif terhadap *debt maturity*, artinya ketidakpastian tidak berpengaruh terhadap *debt maturity* pada perusahaan Indonesia. Maka penelitian ini tidak dapat menemukan bukti dari hipotesis penelitian yang kedua. Hasil yang positif kemungkinan dikarenakan dua alasan sesuai dengan penelitian Datta et al. (2019).

Alasan pertama, sesuai dengan sisi *demand channel* yaitu pada masa ketidakpastian tinggi, menggunakan utang jangka pendek memiliki risiko likuiditas atau *refinancing risk* yang lebih tinggi (Custódio et al., 2013; Diamond, 1991). Jika pada masa ketidakpastian tinggi biaya likuiditas atau *refinancing cost* lebih besar daripada *mispricing cost*, maka perusahaan akan memilih menggunakan utang jangka panjang. Menggunakan utang jangka pendek (*short-maturity debt*) memerlukan *refinancing cost* lebih bagi perusahaan. Namun pada masa ketidakpastian tinggi perusahaan akan menurunkan *leverage* sehingga menjadi lebih hati-hati dalam keputusan *debt maturity*. Untuk mengatasi masalah *refinancing cost*, perusahaan akan memilih utang jangka panjang (*long-maturity debt*). Walaupun utang jangka panjang meningkatkan masalah *mispricing* daripada utang jangka pendek, tetapi saat ketidakpastian tinggi perusahaan cenderung telah berusaha menghindari disalah harganya (*mispriced*) (Datta et al., 2019).

Kedua, karena *debt maturity* perusahaan Indonesia bisa saja sangat beragam, maka karakteristik perusahaan sendiri dapat mempengaruhi hubungan antara ketidakpastian dengan *debt maturity*. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi akan memakai utang jangka panjang (*long-maturity debt*) daripada utang jangka pendek (*short-*

maturity debt) saat ketidakpastian tinggi (Datta et al., 2019). Perusahaan berpeluang pertumbuhan tinggi memiliki masalah informasi asimetris yang lebih tinggi sehingga sulit bagi pemegang utang untuk mengukur risiko perusahaan. Masalah lainnya adalah *moral hazard* yang memunculkan masalah *underinvestment* (Datta et al., 2019) yang dapat diatasi dengan menggunakan utang jangka pendek menurut Myers (1977). Namun pada masa ketidakpastian tinggi masalah *underinvestment* akan terpendam sehingga kebutuhan utang jangka pendek menurun dan mendorong perusahaan berpeluang pertumbuhan yang tinggi untuk menggunakan utang jangka panjang. Dunne dan Hughes (1994) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan secara signifikan berhubungan dengan ukuran perusahaan dan usia perusahaan. Yaitu perusahaan berukuran kecil cenderung memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi daripada perusahaan berukuran besar (Barclay dan Smith, 1995; Coad, 2007; Evans., 1987), dan menggunakan utang jangka panjang (*long-maturity debt*) pada masa ketidakpastian tinggi (Datta et al., 2019).

Termotivasi dengan penjelasan diatas, peneliti melakukan uji tambahan untuk melihat apakah perusahaan besar (*big firm*) dan perusahaan kecil (*small firm*) memiliki perbedaan dari pengaruh ketidakpastian pada keputusan *debt maturity* perusahaan Indonesia. Regresi ulang dilakukan dengan membagi perusahaan menurut ukuran perusahaan, yaitu perusahaan besar (*big firm*) dan perusahaan kecil (*small firm*). Perusahaan besar (kecil) adalah sampel yang memiliki sales yang lebih tinggi (rendah) dibandingkan dengan median sales seluruh sampel pada kuartal tersebut. Untuk mengukur hubungan antara *debt maturity* dan ketidakpastian, estimasi dilakukan dengan menggunakan rumus regresi sesuai dengan model kedua.

Tabel 4. Hasil Regresi dengan Variabel Dependen *Debt Maturity (Big Firm vs Small Firm)*

Size	Big Firm		Small Firm	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Normalized Uncertainty	Moving Average Uncertainty	Normalized Uncertainty	Moving Average Uncertainty
Dependent Variable	Debt Maturity	Debt Maturity	Debt Maturity	Debt Maturity
Normalized Uncertainty	0.013 (0.024)		0.017** (0.007)	
Moving Average Uncertainty		0.125 (0.102)		0.077*** (0.027)
SALES	0.049*** (0.012)	0.050*** (0.012)	0.008*** (0.002)	0.008*** (0.002)
MB	-0.005* (0.003)	-0.005* (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)
ROA	-0.261*** (0.062)	-0.263*** (0.062)	0.185*** (0.068)	0.184*** (0.068)
LEV	0.167*** (0.030)	0.167*** (0.030)	0.189*** (0.026)	0.189*** (0.026)
AM	0.218*** (0.029)	0.219*** (0.029)	0.044 (0.035)	0.044 (0.035)
EG	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)
TS	0.026*** (0.004)	0.026*** (0.004)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
GDP	0.020*** (0.006)	0.022*** (0.006)	0.003 (0.002)	0.003 (0.002)
CLI	0.009 (0.007)	0.009 (0.007)	0.000 (0.002)	0.000 (0.002)
Recession	0.013* (0.007)	0.013* (0.007)	-0.004 (0.003)	-0.004 (0.003)
cons	-2.166*** (0.546)	-2.261*** (0.576)	-0.177 (0.169)	-0.190 (0.176)
Observations	8249	8249	8211	8211
R ²	0.0780	0.0789	0.0607	0.0607
F-stat	56.68	52.34	17.95	15.74

Semua variabel telah melalui proses winsor dengan asumsi batas outlier 1%. Standar error berada di bagian bertanda dalam kurung dengan periode sampel adalah dari tahun 2007 q1 sampai 2019 q4. *, **, dan *** adalah indikasi tingkat signifikansi pada * $p < .1$, ** $p < .05$, *** $p < .01$.

Sumber: Data diolah oleh penulis

Pada tabel 4 dapat dilihat bahwa pada perusahaan besar ketidakpastian berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *debt maturity*, artinya pada perusahaan besar ketidakpastian tidak berpengaruh terhadap *debt maturity*. Selanjutnya untuk perusahaan kecil, *Normalized Uncertainty* dan *Moving Average Uncertainty* berpengaruh positif terhadap *debt maturity* secara signifikan pada tingkat 5% dan 1%, maka *debt maturity* perusahaan cenderung meningkat pada saat masa ketidakpastian tinggi. Maka sesuai penelitian Datta et al. (2019) bahwa pada masa ketidakpastian tinggi perusahaan dengan

peluang pertumbuhan tinggi cenderung memperpanjang waktu jatuh tempo utang perusahaan yaitu menggunakan utang jangka panjang (*long-maturity debt*) karena pada masa ketidakpastian tinggi masalah *underinvestment* menjadi terpendam sehingga kebutuhan untuk menggunakan utang jangka pendek juga menurun. Risiko perusahaan dan *refinancing risk* meningkat selama periode ketidakpastian yang tinggi akan mendorong perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi menggunakan utang jangka panjang.

SIMPULAN

Untuk variabel dependen *leverage*, hasil penelitian menunjukkan bukti awal bahwa ketidakpastian merupakan salah satu penentu (*determinant*) penting bagi keputusan *leverage* perusahaan Indonesia, karena menunjukkan hubungan yang negatif dan signifikan antara ketidakpastian dengan *leverage* pada perusahaan Indonesia, maka penelitian ini menemukan adanya bukti pada hipotesis pertama. Sehingga benar bahwa saat masa ketidakpastian untuk perusahaan Indonesia, risiko perusahaan meningkat dan investor menuntut *yield spread* yang lebih tinggi (Bradley et al., 2016; Waisman et al., 2015) sehingga biaya utang meningkat, kemudian perusahaan cenderung mengurangi utang dan *leverage* perusahaan turun.

Untuk variabel dependen *debt maturity*, hasil penelitian menunjukkan hubungan positif dan tidak signifikan antara ketidakpastian dan *debt maturity* pada perusahaan Indonesia. Hal ini dikarenakan ketidakpastian menyebabkan *refinancing cost* lebih besar dibandingkan dengan *mispricing cost* dan membuat perusahaan lebih memilih menggunakan hutang jangka panjang. Selanjutnya, analisis tambahan dilakukan dengan membagi sampel menurut ukuran perusahaan (*sales*). Sesuai dengan Datta et al. (2019), hasil menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan antara ketidakpastian dengan *debt maturity* pada perusahaan berukuran kecil Indonesia. Sehingga dapat disimpulkan, bahwa perusahaan kecil cenderung menggunakan utang jangka panjang daripada utang jangka pendek pada masa ketidakpastian untuk menghindari masalah *underinvestment*.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2018). The World Uncertainty Index. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3275033>
- Bachmann, R., & Bayer, C. (2014). Investment Dispersion and the Business Cycle. *American Economic Review*, 104(4), 1392–1416.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring Economic Policy

- Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636.
<https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- BARCLAY, M. J., & SMITH, C. W. (1995). The Maturity Structure of Corporate Debt. *The Journal of Finance*, 50(2), 609–631.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04797.x>
- Bloom, N. (2014). Fluctuations in Uncertainty. *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153–176.
<https://doi.org/10.1257/jep.28.2.153>
- Bradley, D., Pantzalis, C., & Yuan, X. (2016). Policy risk, corporate political strategies, and the cost of debt ☆. *Journal of Corporate Finance*, 40, 254–275.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.08.001>
- Coad, A. (2007). A closer look at serial growth rate correlation. *Review of Industrial Organization*, 31(1), 69–82.
<https://doi.org/10.1007/s11151-007-9135-y>
- Çolak, G., Durnev, A., & Qian, Y. (2017). Political uncertainty and IPO activity: Evidence from U.S. gubernatorial elections. In *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (Vol. 52, Issue 6).
<https://doi.org/10.1017/S0022109017000862>
- Custódio, C., Ferreira, M. A., & Laureano, L. (2013). Why are US firms using more short-term debt? *Journal of Financial Economics*, 108(1), 182–212.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.10.009>
- Datta, S., Doan, T., & Iskandar-Datta, M. (2019). Policy uncertainty and the maturity structure of corporate debt. *Journal of Financial Stability*, 44, 100694.
<https://doi.org/10.1016/j.jfs.2019.100694>
- Diamond, D. W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709–737.

- <https://doi.org/10.2307/2937924>
- Dunne, Paul; Hughes, A. (1994). Age , Size , Growth and Survival : UK Companies in the 1980s. *The Journal of Industrial Economics*, 42(2), 115–140.
- Evans, S, D. (1987). The Relationship Between Firm Growth , Size , and Age : Estimates for 100 Manufacturing Industries. *The Journal of Industrial Economics*, 35(4), 567–581.
- Francis, B. B., Hasan, I., & Zhu, Y. (2014). Political uncertainty and bank loan contracting. *Journal of Empirical Finance*.
<https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2014.08.004>
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. In *Review of Financial Studies*.
<https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>
- Gungoraydinoglu, A., Çolak, G., & Öztekin, Ö. (2017). Political environment, financial intermediation costs, and financing patterns. *Journal of Corporate Finance*, 44, 167–192.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.03.007>
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *Journal of Finance*, 67(1), 45–83. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x>
- Knight, F. (1921). Risk, Uncertainty and Profit, 1921. In *University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship*.
- Knight, F. H. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. Houghton Mifflin.
- MYERS, S. C. (1977). DETERMINANTS OF CORPORATE BORROWING. *Journal of Financial Economics*, 5 no.2, 147–175.
[https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Nguyen, N. H., & Phan, H. V. (2017). Policy Uncertainty and Mergers and Acquisitions. In *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (Vol. 52, Issue 2).
<https://doi.org/10.1017/S0022109017000175>
- Pan, W. F., Wang, X., & Yang, S. (2019). Debt maturity, leverage, and political uncertainty. *North American Journal of Economics and Finance*.
<https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.04.024>
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007>
- RAJAN, R. G., & ZINGALES, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Stein, L. C. D., & Stone, E. (2010). The Effect of Uncertainty on Investment, Hiring, and R&D: Causal Evidence from Equity Options. *Ssrn*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1649108>
- Stulz, R. (2004). Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective. *Financial Structure and Economic Growth*, 143–188.
- Waisman, M; Zhu, Y; Ye, P. (2015). The Effect of Political Uncertainty on the Cost of Corporate Debt. *Journal of Financial Economics*, 23–27.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101676>

