

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 LATAR BELAKANG

Pada era globalisasi ekonomi yang semakin dinamis, perkembangan sektor bisnis menuntut perusahaan untuk mampu beradaptasi terhadap perubahan lingkungan bisnis yang cepat. Integrasi pasar keuangan global, kemajuan teknologi, dan keterbukaan arus investasi lintas negara telah menciptakan persaingan yang semakin ketat antar perusahaan di berbagai sektor industri. Kondisi ini menuntut perusahaan tidak hanya fokus pada peningkatan kinerja operasional, tetapi juga menjaga keberlanjutan pertumbuhan dan menarik kepercayaan investor melalui peningkatan nilai perusahaan (*firm value*). Menurut Nikmah et al. (2024) fenomena globalisasi tersebut mendorong persaingan antar perusahaan menjadi semakin ketat, terutama dalam upaya menarik minat investor. Investor cenderung memilih perusahaan yang dianggap memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi dan nilai perusahaan yang kuat. Oleh karena itu, perusahaan dituntut untuk meningkatkan pengelolaan sumber pendanaan terutama struktur modal agar tetap sehat, serta mempertahankan tingkat pertumbuhan yang berkelanjutan (*sustainable growth*) (Aisyah et al., 2025). Kinerja keuangan yang baik tidak hanya mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, tetapi juga menjadi dasar bagi peningkatan nilai perusahaan di mata investor dan pasar (Paulus et al., 2022).

Sejalan dengan perkembangan tersebut, perusahaan dituntut mengoptimalkan struktur modal sekaligus menjaga pertumbuhan yang berkelanjutan (*Sustainable Growth Rate / SGR*) untuk meningkatkan nilai perusahaan. Penggunaan utang memang dapat memberikan manfaat berupa *tax*

shield, namun juga meningkatkan risiko keuangan apabila tidak dikelola secara optimal (Paulus et al., 2022).

Menurut ASEAN Secretariat (2024), kawasan ASEAN merupakan salah satu kawasan dengan pertumbuhan ekonomi tercepat di dunia sehingga menjadi tujuan investasi yang semakin strategis. Perkembangan tersebut didukung oleh meningkatnya aktivitas pasar modal dan pertumbuhan ekonomi kawasan yang menjadikan ASEAN sebagai salah satu blok ekonomi terbesar di dunia (ASEAN Exchanges, 2025). Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan di kawasan ASEAN menghadapi dinamika struktur pendanaan yang beragam, sehingga menarik untuk dikaji dalam kaitannya dengan nilai perusahaan. Selain itu, penelitian Utami et al. (2019) menunjukkan bahwa perusahaan di kawasan ASEAN memiliki tingkat penggunaan utang yang relatif tinggi, yang mengindikasikan pentingnya pengelolaan struktur modal dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Pandemi COVID-19 turut memberikan pengaruh yang signifikan terhadap stabilitas keuangan serta nilai perusahaan di kawasan ASEAN. Abbas et al. (2023) menunjukkan bahwa selama pandemi COVID-19, leverage menjadi salah satu faktor yang memengaruhi kinerja pasar saham perusahaan di kawasan ASEAN. Temuan tersebut menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan perusahaan semakin menjadi perhatian investor pada masa ketidakpastian ekonomi. Krisis global tersebut menyebabkan banyak perusahaan mengalami tekanan likuiditas, penurunan profitabilitas, serta peningkatan tingkat utang untuk mempertahankan operasionalnya (Li Lian Ong, 2022). Selain itu, Haque et al. (2021) menjelaskan bahwa pandemi COVID-19 juga meningkatkan tingkat leverage dan kerentanan keuangan (*financial fragility*) perusahaan, sehingga risiko kebangkrutan dan tekanan terhadap nilai perusahaan menjadi semakin besar. Kondisi ini

memperlihatkan betapa pentingnya kemampuan perusahaan menjaga keseimbangan antara penggunaan leverage dan tingkat pertumbuhan yang berkelanjutan (*Sustainable Growth Rate*). Beberapa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan berkelanjutan yang baik terbukti lebih mampu bertahan dan memulihkan nilai pasarnya pasca-pandemi, dibandingkan perusahaan dengan struktur modal yang terlalu bergantung pada utang (Mat Nor et al., 2020). Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini juga membagi periode pengamatan menjadi dua, yaitu periode sebelum pandemi COVID-19 (1996–2019) dan periode saat serta setelah pandemi COVID-19 (2020–2024). Tahun 2020 dipilih sebagai titik pemisah (*cut-off*) karena merupakan awal munculnya dampak ekonomi global akibat pandemi COVID-19 yang memberikan dampak signifikan terhadap aktivitas bisnis, kondisi pasar modal, serta kebijakan pendanaan perusahaan. Pembagian periode tersebut bertujuan untuk mengetahui apakah hubungan antara leverage, *Sustainable Growth Rate* (SGR), dan nilai perusahaan mengalami perubahan setelah terjadinya pandemi. Oleh karena itu, kawasan ASEAN menjadi konteks yang menarik untuk diteliti, karena dampak pandemi memunculkan dinamika baru dalam hubungan antara leverage, pertumbuhan berkelanjutan, dan nilai perusahaan (Abbas et al., 2023). Hal ini juga mencerminkan bahwa stabilitas dan nilai perusahaan di kawasan ini tidak hanya ditentukan oleh faktor keuangan internal, tetapi juga oleh ketahanan perusahaan dalam menjaga pertumbuhan jangka panjang di tengah guncangan ekonomi global.

Berdasarkan data sekunder Osiris *Database* periode 1996–2024, kinerja keuangan dan nilai perusahaan di kawasan ASEAN masih menunjukkan fluktuasi yang cukup tinggi. Beberapa perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi memiliki *Price to Earnings Ratio* (PER) yang rendah, sementara perusahaan

lainnya tetap memiliki PER yang tinggi. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan tidak selalu sama. Perbedaan tersebut diduga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam mempertahankan pertumbuhan yang berkelanjutan melalui *Sustainable Growth Rate (SGR)*. Perusahaan dengan SGR yang tinggi cenderung mampu menjaga kepercayaan investor sehingga persepsi negatif terhadap penggunaan utang dapat dikurangi (Pujiastuti, 2025). Oleh karena itu, SGR diduga berperan sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara leverage dan nilai perusahaan di kawasan ASEAN (Paulus et al., 2022).

Salah satu faktor yang memengaruhi nilai perusahaan adalah leverage, yaitu tingkat penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Berdasarkan *trade-off theory*, keputusan penggunaan utang merupakan hasil pertimbangan antara manfaat dan risiko. Menurut Myers (1984) menjelaskan bahwa penggunaan utang dapat memberikan manfaat berupa penghematan pajak (*tax shield*) yang berpotensi meningkatkan nilai perusahaan, namun di sisi lain juga meningkatkan risiko kebangkrutan apabila digunakan secara berlebihan. Selain itu, *signaling theory* yang dikemukakan oleh Spence (1973) menyatakan bahwa keputusan pendanaan perusahaan, termasuk kebijakan leverage, dapat menjadi sinyal bagi investor mengenai kondisi dan prospek keuangan perusahaan di masa depan. Tingkat leverage yang dipilih perusahaan dapat diinterpretasikan sebagai cerminan keyakinan manajemen terhadap kemampuan perusahaan dalam mengelola kewajiban dan mempertahankan kinerja keuangannya. Dengan demikian, hubungan antara leverage dan nilai perusahaan bersifat kompleks dan tidak selalu menunjukkan arah yang konsisten. Hasil penelitian terdahulu juga menunjukkan perbedaan temuan, di mana Ndasa et al. (2021) menemukan bahwa

leverage berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan menurut Lamba et al. (2022) leverage tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Leverage yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan apabila digunakan secara efisien, namun juga dapat menurunkannya jika tingkat utang melewati batas optimal dan menimbulkan kekhawatiran terhadap solvabilitas perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa leverage dan nilai perusahaan tidak selalu konsisten, tergantung pada bagaimana pasar menafsirkan sinyal yang timbul oleh tingkat leverage tersebut serta kemampuan perusahaan dalam mempertahankan pertumbuhan yang berkelanjutan (*Sustainable Growth Rate / SGR*).

Sustainable Growth Rate (SGR) menjadi indikator penting dalam menilai sejauh mana perusahaan mampu berkembang tanpa mengandalkan pembiayaan eksternal yang berlebihan. Perusahaan dengan *Sustainable Growth Rate (SGR)* tinggi cenderung lebih stabil dan dipercaya investor karena menunjukkan keseimbangan antara laba ditahan, efisiensi aset, serta kebijakan dividen yang proporsional (Saputri, 2024). Sebaliknya, *Sustainable Growth Rate (SGR)* rendah dapat menjadi tanda bahwa perusahaan bergantung pada utang untuk tumbuh, yang dalam jangka panjang dapat menekan nilai perusahaan (Aisyah et al., 2025). Selain mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan pertumbuhan secara berkelanjutan, *Sustainable Growth Rate (SGR)* juga berkaitan dengan peningkatan nilai perusahaan. Penelitian Bagh et al. (2023) menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat SGR yang lebih baik cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi, meskipun hubungan tersebut dapat dipengaruhi oleh karakteristik lingkungan institusional di masing-masing negara. Temuan tersebut memperkuat bahwa SGR merupakan indikator yang relevan dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan sehingga layak dipertimbangkan

sebagai variabel moderasi dalam penelitian ini. Oleh sebab itu, penelitian mengenai pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan dengan *Sustainable Growth Rate (SGR)* sebagai variabel moderasi menjadi penting untuk dilakukan terutama di Kawasan ASEAN yang memiliki dinamika ekonomi dan struktur keuangan yang beragam.

Penelitian mengenai pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan. Namun, hasil penelitian sebelumnya masih menunjukkan temuan yang belum konsisten. Beberapa penelitian, seperti (Carolin et al., 2024; Kusumaningrum 2022; Ndasa et al., 2021; Tran et al., 2025) pada perusahaan di lima negara ASEAN menemukan bahwa leverage berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun, penelitian lain yang dilakukan oleh (Lamba et al., 2022; Susanti et al., 2021; Suseno et al., 2023) menunjukkan bahwa leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Perbedaan hasil tersebut mengindikasikan bahwa leverage terhadap nilai perusahaan belum dapat dijelaskan secara menyeluruh, sehingga menunjukkan perlunya variabel lain yang mampu menjelaskan perbedaan hubungan tersebut. Oleh karena itu, *Sustainable Growth Rate (SGR)* dipandang sebagai variabel potensial untuk memoderasi hubungan antara leverage dan nilai perusahaan. Menurut Higgins (1977), *Sustainable Growth Rate (SGR)* merupakan tingkat pertumbuhan maksimum yang dapat dicapai perusahaan tanpa menambah pendanaan eksternal. SGR mencerminkan kemampuan perusahaan mempertahankan pertumbuhan melalui pemanfaatan dana internal secara efisien. Perusahaan dengan SGR yang tinggi cenderung memiliki stabilitas keuangan dan prospek pertumbuhan yang lebih baik, sedangkan SGR yang rendah menunjukkan ketergantungan yang lebih besar

terhadap pendanaan eksternal sehingga berpotensi meningkatkan risiko keuangan (Majka, 2024).

Pada konteks hubungan antara leverage dan nilai perusahaan, *Sustainable Growth Rate (SGR)* berperan penting sebagai faktor yang dapat memoderasi pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan. Menurut Majka (2024), perusahaan dengan tingkat SGR yang tinggi menunjukkan kemampuan untuk mempertahankan pertumbuhan secara konsisten melalui pemanfaatan sumber pendanaan internal tanpa ketergantungan berlebihan pada pembiayaan eksternal, sehingga mencerminkan efisiensi dalam pengelolaan laba dan struktur modal. Kondisi tersebut memberikan sinyal positif bagi investor mengenai kesehatan keuangan dan stabilitas prospek pertumbuhan perusahaan, sehingga penggunaan utang yang didukung oleh kemampuan pertumbuhan internal dinilai lebih efisien dan tidak menimbulkan risiko keuangan yang berlebihan (Listiani et al., 2020). Sebaliknya, pada perusahaan dengan SGR yang rendah, peningkatan leverage cenderung dipersepsikan negatif oleh investor karena menunjukkan tingginya ketergantungan terhadap pendanaan eksternal yang dapat meningkatkan risiko finansial dan risiko gagal bayar, yang pada akhirnya berpotensi menurunkan nilai perusahaan (Lestari et al., 2024).

Penelitian terdahulu mengenai *Sustainable Growth Rate (SGR)* masih tergolong terbatas, terutama penelitian yang menempatkan SGR sebagai variabel moderasi. Sebagian besar penelitian sebelumnya menggunakan SGR sebagai variabel independen atau variabel dependen dalam menjelaskan kinerja maupun nilai perusahaan. Sebagai contoh, Listiani et al. (2020) menggunakan SGR sebagai variabel independen yang memengaruhi nilai perusahaan dan menunjukkan bahwa SGR memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Sementara itu, penelitian lain seperti Saputri et al. (2023) menggunakan SGR sebagai variabel dependen untuk menganalisis pengaruh kinerja keuangan perusahaan, terhadap kemampuan perusahaan mencapai pertumbuhan yang berkelanjutan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kondisi keuangan perusahaan berperan penting dalam menentukan tingkat SGR. Namun demikian, penelitian yang secara khusus menguji peran SGR sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara leverage dan nilai perusahaan masih sangat terbatas. Penelitian ini berupaya mengisi celah penelitian (*research gap*) dengan menempatkan *Sustainable Growth Rate (SGR)* sebagai variabel moderasi untuk menjelaskan perbedaan pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan.

Penelitian terdahulu sebagian besar masih berfokus pada konteks satu atau dua negara, seperti pada penelitian Wijaya et al. (2021) yang hanya berfokus pada negara Malaysia dan Indonesia saja. Sehingga belum mampu menggambarkan secara menyeluruh bagaimana variasi pengaruh faktor keuangan internal terjadi dalam lingkungan ekonomi yang berbeda. Padahal, setiap negara memiliki kondisi ekonomi, struktur industri, dan aturan pasar modal yang berbeda. Perbedaan ini dapat memengaruhi hubungan antara leverage, *Sustainable Growth Rate (SGR)*, dan nilai perusahaan. Tingkat perkembangan pasar modal, stabilitas ekonomi, serta lingkungan regulasi yang tidak sama membuat perusahaan menghadapi kondisi yang berbeda dalam menentukan penggunaan utang dan menjaga pertumbuhan yang berkelanjutan. Penelitian lintas negara menunjukkan bahwa pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan tidak selalu sama pada setiap kondisi pasar, tetapi bergantung pada karakteristik lingkungan ekonomi dan institusional yang berlaku (Monica et al., 2025). Dalam konteks tersebut, kemampuan perusahaan dalam mempertahankan pertumbuhan

berkelanjutan menjadi faktor penting yang dapat memengaruhi bagaimana kebijakan leverage dinilai oleh pasar.

Penelitian ini menggunakan enam negara ASEAN, yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina, dan Vietnam. Pemilihan keenam negara tersebut didasarkan pada ketersediaan data perusahaan publik yang lengkap dan konsisten selama periode pengamatan 1996–2024 dalam basis data Osiris Database. Selain itu, keenam negara tersebut merupakan negara dengan pasar modal yang relatif lebih berkembang dan memiliki kapitalisasi pasar terbesar di kawasan ASEAN sehingga mampu merepresentasikan aktivitas investasi dan dinamika struktur pendanaan perusahaan di kawasan tersebut. Sementara itu, negara ASEAN lainnya seperti Brunei Darussalam, Kamboja, Laos, dan Myanmar tidak dimasukkan dalam penelitian karena keterbatasan jumlah perusahaan publik serta ketersediaan data yang belum konsisten selama periode penelitian. Oleh karena itu, pemilihan enam negara tersebut diharapkan mampu memberikan gambaran yang lebih representatif mengenai hubungan leverage, *Sustainable Growth Rate (SGR)*, dan nilai perusahaan pada perusahaan publik di kawasan ASEAN. Dengan menggunakan enam negara yang memiliki karakteristik ekonomi dan tingkat perkembangan pasar modal yang berbeda, penelitian ini diharapkan mampu menangkap variasi perilaku perusahaan dalam menentukan struktur modal serta kemampuan mempertahankan pertumbuhan berkelanjutan. Pendekatan lintas negara tersebut juga memberikan gambaran yang lebih luas dibandingkan penelitian sebelumnya yang umumnya hanya berfokus pada satu atau dua negara.

Masih terdapat tiga *research gap* yang menjadi dasar dilakukannya penelitian ini. Pertama, hasil penelitian mengenai pengaruh leverage terhadap nilai

perusahaan masih menunjukkan inkonsistensi. Kedua, penelitian yang menempatkan *Sustainable Growth Rate (SGR)* sebagai variabel moderasi masih sangat terbatas. Ketiga, sebagian besar penelitian sebelumnya hanya dilakukan pada satu atau dua negara, sehingga belum mampu menggambarkan kondisi perusahaan secara lintas negara di kawasan ASEAN maupun perubahan hubungan antarvariabel sebelum dan setelah pandemi COVID-19. Oleh karena itu, penelitian ini berupaya mengisi kesenjangan tersebut dengan menggunakan data lintas negara ASEAN periode 1996–2024 serta membandingkan kondisi sebelum pandemi (1996–2019) dan setelah pandemi (2020–2024).

Penelitian ini memiliki nilai kebaruan (*novelty*) karena menempatkan *Sustainable Growth Rate (SGR)* sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara leverage dan nilai perusahaan pada perusahaan lintas negara di kawasan ASEAN. Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang umumnya menggunakan SGR sebagai variabel independen atau dependen serta hanya berfokus pada satu atau dua negara, penelitian ini mengintegrasikan peran SGR sebagai variabel moderasi menggunakan data enam negara ASEAN selama periode 1996–2024, serta membandingkan kondisi sebelum dan sesudah pandemi COVID-19.

Urgensi penelitian ini didasarkan pada masih inkonsistennya hasil penelitian mengenai pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan serta masih terbatasnya penelitian yang menggunakan *Sustainable Growth Rate (SGR)* sebagai variabel moderasi. Selain itu, sebagian besar penelitian sebelumnya hanya dilakukan pada satu atau dua negara sehingga belum mampu menggambarkan kondisi perusahaan secara lintas negara di kawasan ASEAN. Penelitian ini juga membandingkan periode sebelum dan sesudah pandemi COVID-19 untuk mengetahui perubahan hubungan antar variabel sebagai dampak

dari perubahan kondisi perekonomian global. Oleh karena itu, penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai hubungan antara leverage, SGR, dan nilai perusahaan.

Secara teoretis, penelitian ini diharapkan dapat memperluas pemahaman mengenai hubungan leverage dan nilai perusahaan dengan memasukkan aspek pertumbuhan berkelanjutan, sekaligus memperkaya pengembangan teori struktur modal melalui integrasi *trade-off theory* dan *signaling theory* dalam menjelaskan peran SGR sebagai variabel moderasi. Secara praktis, hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu investor dalam menilai risiko dan prospek perusahaan secara lebih akurat, serta menjadi bahan pertimbangan bagi manajemen dalam menentukan kebijakan pendanaan yang optimal dengan memperhatikan kemampuan perusahaan untuk tumbuh secara berkelanjutan.

1.2 RUMUSAN MASALAH

Berlandaskan pada pemaparan latar belakang yang telah dijelaskan, maka rumusan permasalahan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah Leverage berpengaruh terhadap nilai perusahaan di kawasan ASEAN?
2. Apakah *Sustainable Growth Rate (SGR)* memoderasi pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan di kawasan ASEAN?

1.3 TUJUAN PENELITIAN

Tujuan pada penelitian ini adalah:

1. Menganalisis pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan di kawasan ASEAN.

Tujuan ini diharapkan dapat memberikan gambaran tentang bagaimana tingkat penggunaan utang memengaruhi persepsi pasar terhadap risiko dan kinerja perusahaan.

2. Menganalisis peran *Sustainable Growth Rate (SGR)* dalam memoderasi pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan.

Tujuan ini untuk menilai apakah SGR dapat menekankan dampak negatif leverage terhadap nilai perusahaan melalui efisiensi pembiayaan internal dan pengelolaan pertumbuhan yang sehat.

1.4 MANFAAT PENELITIAN

Penelitian ini diharapkan bermanfaat baik secara teoritis maupun praktis:

1.4.1 Manfaat Teoritis

Penelitian ini bertujuan untuk menambah pemahaman dalam bidang manajemen keuangan, terutama mengenai bagaimana leverage atau penggunaan utang dapat memengaruhi nilai perusahaan, serta bagaimana *Sustainable Growth Rate (SGR)* berperan dalam hubungan tersebut. Hasil penelitian ini juga diharapkan bisa memperkaya teori-teori yang berkaitan dengan struktur modal dan pertumbuhan berkelanjutan. Karena penelitian ini menggunakan data perusahaan di kawasan ASEAN, maka hasilnya diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih luas tentang bagaimana perusahaan di negara berkembang mengelola pendanaan dan pertumbuhan mereka di tengah persaingan global.

1.4.2 Manfaat Praktis

1. Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi ilmiah dalam pengembangan kajian mengenai hubungan leverage, *Sustainable Growth*

Rate (SGR), dan nilai perusahaan, khususnya pada perusahaan publik di kawasan ASEAN. Selain itu, hasil penelitian ini dapat memperkaya literatur mengenai peran variabel moderasi dalam penelitian keuangan perusahaan.

2. Bagi Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan rujukan bagi penelitian selanjutnya yang membahas nilai perusahaan, leverage, maupun *Sustainable Growth Rate (SGR)*. Peneliti selanjutnya dapat mengembangkan penelitian ini dengan menambahkan variabel lain, seperti *corporate governance*, *firm size*, *dividend policy*, *profitability*, maupun *environmental performance*, menggunakan proksi yang berbeda, memperluas cakupan negara penelitian, atau menggunakan metode analisis lain sehingga diperoleh hasil yang lebih komprehensif.