

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Setiap perusahaan berusaha untuk mengoptimalkan nilai perusahaannya, karena nilai tersebut mencerminkan tingkat efektivitas manajemen dalam mengelola aset, struktur modal, dan sumber daya dengan efisien. Nilai perusahaan sebagai ukuran utama bagi investor untuk menilai kinerja dan potensi pertumbuhan jangka panjang di pasar modal, di mana nilai yang lebih tinggi menggambarkan penilaian investor yang lebih bagus terhadap entitas di masa mendatang. Aset yang dimiliki suatu entitas menjadi salah satu bagian nilai perusahaan secara keseluruhan, semakin tingginya nilai perusahaan, maka citra dan reputasi perusahaan di mata publik juga akan semakin baik, begitu sebaliknya (Amro & Asyik, 2021).

Dalam usaha untuk meningkatkan nilai perusahaan, manajemen harus menghadapi berbagai keputusan strategis, termasuk penentuan struktur modal yang memperlihatkan proporsi antara utang dan ekuitas. Penggunaan utang bisa memberikan keuntungan seperti pengurangan beban pajak, tetapi di sisi lain, hal itu juga menciptakan kewajiban untuk membayar bunga dan memberikan peningkatan pada risiko kesulitan keuangan bila pengaturannya kurang memadai. Bersumber dari teori trade-off, struktur modal perusahaan merujuk pada hasil pertimbangan antara keuntungan yang diperoleh dari pembiayaan utang dengan biaya serta risiko yang menyertai penggunaan utang tersebut (Firdaus & Mildawati, 2022). Struktur

modal yang kurang proporsional berpotensi menghambat pencapaian nilai perusahaan yang optimal di mata investor.

Struktur modal yang kurang proporsional berpotensi menghambat pencapaian nilai perusahaan yang optimal di mata investor. Di sektor properti Indonesia, penjualan properti residensial pada triwulan III 2023 masih mengalami kontraksi sebesar 6,59% (yoy), meskipun tekanan penjualan mulai mereda dibandingkan triwulan sebelumnya (Adi, 2023). Kondisi tersebut mendorong pengembang untuk lebih berhati-hati dalam menentukan sumber pendanaan. Hal ini tercermin pada hasil Survei Harga Properti Residensial (SHPR) Bank Indonesia yang menunjukkan bahwa pada triwulan IV 2023 pembiayaan pembangunan properti residensial masih didominasi oleh dana internal pengembang dengan porsi sekitar 72,82%, sedangkan penggunaan pinjaman perbankan relatif lebih rendah (Haryono, 2024). Dominasi dana internal tersebut mencerminkan sikap pengembang yang cenderung berhati-hati dalam menggunakan sumber pendanaan berbasis utang.

Fenomena serupa juga tercermin pada sektor properti dan real estat secara umum. Survei Bank Indonesia yang diberitakan oleh (Elena, 2023) juga menyatakan bahwa pengembang properti lebih banyak menggunakan dana internal untuk membiayai proyeknya, yaitu sebesar 73,46%. Tingginya ketergantungan terhadap dana internal ini mengindikasikan bahwa perusahaan cenderung menghindari penggunaan utang, yang antara lain disebabkan oleh tingginya biaya pinjaman serta kondisi pasar properti yang

belum sepenuhnya pulih. Kondisi tersebut mencerminkan struktur modal yang cenderung berat ke ekuitas dan belum optimal.

Fenomena struktur modal yang cenderung konservatif pada sektor properti dan real estat tersebut masih berlanjut hingga tahun 2024, seiring dengan kondisi pasar yang belum sepenuhnya pulih dan tingginya biaya pendanaan. Kondisi ini mendorong manajemen untuk lebih berhati-hati dalam penggunaan utang, yang meskipun mampu menekan risiko keuangan, berpotensi membatasi optimalisasi struktur modal sehingga memengaruhi nilai perusahaan di mata investor.

Fenomena struktur modal konservatif ini menjadi semakin relevan dalam konteks kebutuhan pendanaan cepat, pada pembangunan rumah susun sederhana sewa (rusunawa) dan hunian darurat pasca bencana banjir bandang Sumatera 2025 (Fitra, 2025). Fityan (2025) menyatakan bahwa pemerintah mendorong 15.000 hunian darurat dengan target penyelesaian dalam waktu tiga bulan. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa keterbatasan pemanfaatan utang dapat membatasi fleksibilitas pendanaan perusahaan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sehingga berpotensi memengaruhi nilai perusahaan di mata investor.

Bukti empiris terkait pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor properti yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) masih memperlihatkan hasil yang bervariasi. Salah satu penelitian oleh Amro & Asyik, (2021) mendapati bahwasanya nilai perusahaan diberi pengaruh secara positif dan signifikan oleh Debt to Equity Ratio (DER)

sebagai proksi struktur modal, sementara (Ristiani & Sudarsi, 2022) tidak memengaruhi nilai perusahaan. Ketidakkonsistenan ini, ditambah keterbatasan studi periode pasca-pandemi 2021–2025, menciptakan research gap yang perlu diuji ulang.

Selain struktur modal, preferensi risiko dipandang sebagai satu di antara faktor yang berpotensi memengaruhi nilai perusahaan. Namun demikian, penelitian terdahulu di Indonesia masih lebih banyak berfokus pada pengaruh struktur modal serta karakteristik keuangan perusahaan terhadap nilai perusahaan, dengan hasil yang belum menunjukkan konsistensi. Analisis yang dikemukakan oleh (Prasetyo & Hermawan, 2023) menemukan bahwasanya struktur modal yang diproksikan dengan Debt to Equity Ratio (DER) tidak memengaruhi nilai perusahaan. Sebaliknya, hasil penelitian (Muliana & Ahmad, 2021; Manalu et al., 2026; Ramadani et al, 2025) memperlihatkan bahwasanya struktur modal berkontribusi secara signifikan dan positif pada nilai perusahaan. Perbedaan temuan tersebut memperlihatkan bahwasanya hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan masih menjadi topik yang belum memperoleh bukti empiris yang konsisten, sehingga masih memerlukan penelitian lebih lanjut.

Di sisi lain, penelitian yang mengkaji preferensi risiko perusahaan sebagai determinan nilai perusahaan masih relatif terbatas, khususnya dalam konteks Indonesia. Dai & Wang (2024) meneliti preferensi risiko perusahaan yang diproksikan melalui volatilitas ROA dalam kaitannya dengan penilaian ESG, namun penelitian tersebut belum secara langsung

menguji pengaruh preferensi risiko terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, penelitian (Shin & Pyo, 2021) memperlihatkan bahwasanya nilai perusahaan yang diukur melalui penggunaan Tobin's Q diberi pengaruh secara positif oleh *managerial risk-taking*. Namun, penelitian tersebut dijalankan pada perusahaan publik di Amerika Serikat, sehingga temuannya belum tentu bisa digeneralisasikan pada perusahaan di Indonesia.

Dalam praktiknya, preferensi risiko tidak dapat dilepaskan dari peran manajer sebagai pengambil keputusan utama di perusahaan. Menurut agency theory yang diperkenalkan oleh Jensen & Meckling, (1976), relasi yang terjalin antara principal dan agen berpotensi memunculkan konflik kepentingan sebagai konsekuensi dari adanya perbedaan sasaran antara pemegang saham sebagai pihak pemilik perusahaan dan manajer yang bertanggung jawab atas penyelenggaraan operasional perusahaan. Pemegang saham cenderung mengharapkan manajer untuk berani mengambil risiko demi meningkatkan nilai perusahaan, sedangkan manajer sering kali lebih berhati-hati karena harus mempertimbangkan keamanan posisi, reputasi, serta konsekuensi pribadi dari setiap keputusan yang diambil. Perbedaan sikap terhadap risiko ini menjadikan preferensi risiko manajemen sebagai faktor penting yang memengaruhi kebijakan perusahaan, kinerja keuangan, dan pada akhirnya nilai perusahaan di pasar modal.

Berdasarkan fenomena terkait penggunaan dana internal di banding utang dan ketidakkonsistenan temuan penelitian terkait pengaruh struktur

modal terhadap nilai perusahaan serta masih terbatasnya kajian empiris yang menghubungkan preferensi risiko dengan nilai perusahaan di Indonesia, terutama pada sektor properti dan real estat, terdapat research gap yang perlu diteliti lebih lanjut. Oleh karena itu, penelitian ini dijalankan guna mengkaji pengaruh struktur modal dan preferensi risiko terhadap nilai perusahaan sektor properti dan real estat di Bursa Efek Indonesia.

B. Batasan Masalah

Untuk menjaga agar ruang lingkup pembahasan pada penelitian ini tetap terarah serta selaras dengan tujuan penelitian, maka batasan masalah ditetapkan sebagai berikut:

- a. Batasan penelitian ini meliputi perusahaan-perusahaan yang beroperasi di sektor properti dan real estat serta tercatat sebagai emiten di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- b. Periode pengamatan dalam penelitian ini dibatasi pada tahun 2021 sampai dengan 2025, dengan pertimbangan bahwa periode tersebut mencerminkan kondisi pemulihan sektor properti pascapandemi serta ketersediaan data yang lengkap dan konsisten.
- c. Variabel independen pada penelitian ini hanya mencakup dua variabel, yakni:
 1. Struktur modal diukur melalui penggunaan rasio utang terhadap ekuitas (DER).
 2. Preferensi risiko yang diwakili melalui tingkat volatilitas Return on Assets (ROA Volatility).

- d. Penelitian ini membedakan variabel dependennya pada nilai perusahaan, dengan memanfaatkan penggunaan Tobin's Q sebagai indikator pengukurnya.
- e. Analisis pada penelitian ini memanfaatkan penggunaan data sekunder yang berasal dari annual report perusahaan dan data harga saham yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI).

C. Rumusan Masalah

- 1. Bagaimana pengaruh struktur modal yang diukur melalui *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap nilai perusahaan di sektor properti dan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2021 hingga 2025?
- 2. Bagaimana pengaruh preferensi risiko yang diwakili oleh *volatilitas Return on Assets* (ROA) terhadap nilai perusahaan di sektor properti dan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2021 hingga 2025?

D. Tujuan Penelitian

- 1. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dampak Debt to Equity Ratio (DER) terhadap nilai perusahaan dengan mengambil sampel pada sektor properti dan real estate di Bursa Efek Indonesia periode 2021-2025.
- 2. Penelitian ini mengkaji dampak volatilitas *Return on Assets* (ROA) sebagai representasi tingkat risiko terhadap nilai perusahaan pada emiten properti dan real estate yang tercatat di BEI periode 2021-2025.

E. Kegunaan Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat Teoretis

Harapannya, penelitian ini dapat berkontribusi dalam memperkaya kajian keilmuan pada bidang keuangan, terutama yang berkenaan dengan Trade-Off Theory dan Agency Theory. Selain itu, studi ini diharapkan mampu menambah literatur empiris tentang pengaruh struktur modal dan preferensi risiko terhadap nilai sebuah perusahaan, terutama di perusahaan yang bergerak di sektor properti dan real estat di Indonesia.

2. Manfaat Praktis

a. Bagi Perusahaan

Harapannya, temuan penelitian ini bisa dimanfaatkan sebagai acuan strategis oleh pihak manajemen dalam merumuskan kebijakan terkait pendanaan serta pengelolaan risiko yang tepat guna memberikan peningkatan pada nilai perusahaan.

b. Bagi Investor

Penelitian ini ditujukan untuk mengintegrasikan basis data tambahan yang relevan untuk para investor dalam mengevaluasi keputusan pendanaan perusahaan dan sikap manajemen terhadap risiko sebagai dasar pengambilan keputusan investasi.

c. Bagi Akademisi dan Peneliti Selanjutnya

Harapannya, penelitian ini mampu dimanfaatkan sebagai bahan rujukan sekaligus pembanding bagi penelitian berikutnya yang membahas topik sejenis, serta dapat digunakan sebagai dasar pengembangan variabel atau metode penelitian yang lebih luas.

F. Definisi Operasional Variabel

Pada penelitian ini didapati dua jenis variabel yang diimplementasikan, yakni variabel dependen dan variabel independen. Nilai perusahaan berperan sebagai variabel dependen, sedangkan struktur modal dan preferensi risiko berfungsi sebagai variabel independen.

1. Nilai Perusahaan (Y) – Variabel Dependen

Dalam penelitian ini, nilai perusahaan ditetapkan sebagai variabel dependen (Y). Nilai perusahaan merupakan salah satu indikator yang menggambarkan keberhasilan perusahaan dalam menciptakan nilai serta meningkatkan daya tariknya bagi para penanam modal (investor). Oleh sebab itu, perusahaan perlu berupaya memaksimalkan nilai perusahaan sebagai bentuk pemenuhan kepentingan para investor (Listiadi, 2023). Nilai perusahaan yang tinggi merepresentasikan kapasitas manajemen dalam mengoptimalkan pemanfaatan seluruh sumber daya yang dipunya secara efisien sehingga mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal bagi investor. Pengukuran nilai perusahaan pada penelitian ini memanfaatkan penggunaan Tobin's Q, sebab rasio tersebut mampu merefleksikan sejauh mana nilai pasar perusahaan mencerminkan kompetensi

manajerial dalam mengoptimalkan seluruh aset yang ada (Arianti, 2022). Tobin's Q dianggap sebagai ukuran yang paling komprehensif untuk menilai nilai total perusahaan, sebab mempertimbangkan seluruh struktur modal. Model ini mencakup seluruh unsur utang dan modal perusahaan sehingga tidak hanya berfokus pada investor, tetapi juga memperhatikan pihak kreditur (Ana & Wibowo, 2025).

$$Tobin's\ Q = \frac{MVE + Total\ Debt}{TA}$$

Dimana:

- MVE = Nilai pasar Saham
- Debt = Total Hutang
- TA = Total asset

2. Struktur Modal (X₁)

Struktur modal merupakan komposisi pendanaan perusahaan yang tersusun atas proporsi dana yang bersumber dari utang dan ekuitas. Struktur modal menunjukkan bagaimana perusahaan mendanai dirinya, baik dari sumber internal ataupun eksternal. Pendanaan internal mencakup modal sendiri dan laba yang ditahan dari kegiatan operasional perusahaan, sementara pendanaan eksternal berasal dari pihak luar perusahaan, seperti utang (Fahri et al., 2022). Pengukuran struktur modal dalam penelitian ini memanfaatkan penggunaan Debt to Equity Ratio (DER) sebagai proksi, yakni rasio leverage yang mencerminkan proporsi total utang terhadap total ekuitas perusahaan. Bersumber dari

(Sabakodi & Andreas, 2024), perhitungan *Debt to Equity Ratio* (DER) dilakukan melalui penggunaan rumus berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

3. Preferensi Risiko

Preferensi risiko adalah kecenderungan dalam mengambil keputusan yang mengandung ketidakpastian. Menurut Szkudlarek, (2021) pilihan untuk situasi risiko dan ketidakpastian berbeda-beda tergantung pada situasi pengambilan keputusan. Mengacu pada (Boubakri et al., 2013) tingkat pengembalian aset (ROA), yang setara dengan rasio laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) terhadap total aset, menentukan laba perusahaan. Volatilitas ROA mencerminkan tingkat ketidakstabilan laba perusahaan, di mana semakin besar fluktuasi ROA menunjukkan semakin tinggi kecenderungan manajemen dalam mengambil risiko. Dengan demikian, ROA volatility digunakan sebagai indikator preferensi risiko perusahaan.

Volatility ROA dioperasionalkan dengan menghitung standar deviasi dari laba sebelum bunga dan pajak (*Earnings Before Interest and Taxes/EBIT*) dengan total aset pada akhir tahun. Untuk menghilangkan pengaruh kondisi industri, ROA perusahaan disesuaikan dengan mengurangkan rata-rata ROA industri pada tahun yang sama sehingga diperoleh ROA yang disesuaikan (*Adjusted ROA*).

Mengacu pada (Bin-Feng et al., 2022), preferensi risiko diukur menggunakan simpangan baku dari industry-Adjusted ROA selama tiga tahun pengamatan ($T = 3$), yaitu tahun $t-2$ sampai dengan tahun t .

Rumus Preferensi Risiko (ROA Volatility)

$$Adj_{ROA_{i,t}} = \frac{EBIT_{i,t}}{ASSET_{i,t}} - \frac{1}{n} = \sum_{j=1}^n - \frac{EBIT_{j,t}}{ASSET_{j,t}}$$

$$Risk_{i,t}$$

$$= \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N \left(Adj_ROA_{it} - \frac{1}{N} = \sum_{n=1}^N - = Adj_ROA_{it} \right)^2}$$

Keterangan:

- $EBIT_{i,t}$: laba sebelum bunga dan pajak
- $ASSET_{i,t}$: total aset akhir tahun
- $Adj_ROA_{i,t}$: ROA yang telah disesuaikan industri
- $\sum_{j=1}^n$ = Penjumlahan ROA seluruh perusahaan dalam industri pada tahun t
- $Risk_{i,t}$: preferensi risiko perusahaan