

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

A. Kajian Pustaka

1. Trade-Off Theory

Teori Trade-Off adalah salah satu teori penting dalam keuangan yang menjelaskan cara perusahaan memutuskan struktur modal yang paling efisien. Menurut Kraus & Litzenberger (1973), ketika suatu perusahaan dapat menyeimbangkan keuntungan dari penggunaan utang dalam bentuk penghematan pajak dengan biaya kebangkrutan yang timbul karena peningkatan penggunaan utang, perusahaan tersebut memiliki struktur modal yang ideal. Satu di antara manfaat utama pemanfaatan utang sebagai alternatif pendanaan ialah adanya *tax shield*, yakni keuntungan berupa penghematan pajak karena beban bunga atas utang bisa diperhitungkan sebagai pengurang penghasilan kena pajak (*tax deductible*) (Yunira, 2022). Meskipun demikian, pemanfaatan utang yang berlebihan bisa memberikan peningkatan pada risiko keuangan perusahaan, seperti munculnya financial distress hingga meningkatnya kemungkinan terjadinya kebangkrutan. Oleh karenanya, perusahaan perlu mengelola sumber pendanaan dengan optimal supaya bisa meminimalkan risiko kerugian yang mungkin terjadi (Carlin & Purwaningsih, 2022).

Trade-Off Theory menegaskan bahwasanya perusahaan perlu menyelaraskan penggunaan utang dan ekuitas, sehingga tidak

menghindari utang sepenuhnya maupun terlalu bergantung pada modal sendiri, melainkan berupaya mencapai keseimbangan antara manfaat dan biaya utang. Menurut (Kraus & Litzenberger, 1973) pencapaian struktur modal yang optimal bergantung pada kapasitas perusahaan dalam menciptakan keseimbangan terhadap keuntungan yang diperoleh dari pemanfaatan utang dengan biaya serta risiko yang ditimbulkannya. Oleh karena itu, penetapan komposisi utang dan modal sendiri merupakan keputusan yang krusial karena memegang peranan dalam memengaruhi nilai perusahaan.

Perkembangan Trade-Off Theory memperlihatkan bahwasanya struktur modal mempunyai keterkaitan dengan nilai perusahaan. Teori ini mengemukakan bahwasanya pemanfaatan utang pada tingkat yang optimal mampu menciptakan nilai guna yang berkontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan. Namun, apabila proporsi utang melebihi tingkat yang optimal, manfaat tersebut akan diimbangi bahkan dilampaui oleh peningkatan risiko keuangan dan biaya kebangkrutan sehingga berpotensi menurunkan nilai perusahaan. Sejalan dengan hal tersebut, Firdaus & Mildawati, (2022) mengemukakan bahwasanya struktur modal berada pada kondisi optimal apabila manfaat yang didapat dari pemanfaatan utang sudah mencapai keseimbangan dengan biaya serta risiko yang menyertainya.

Trade-Off Theory menjelaskan bahwasanya struktur modal mempunyai keterkaitan erat dengan nilai perusahaan. Menurut teori ini,

pemanfaatan utang dalam proporsi yang optimal mampu meningkatkan nilai perusahaan sebab nilai guna yang didapat masih melampaui biaya dan risiko yang ditimbulkan. Namun, jika proporsi utang dan ekuitas berada pada susunan yang kurang tepat, peningkatan risiko keuangan berpotensi mengurangi kepercayaan investor sehingga berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan. Fajarsari et al., (2024) menyatakan bahwasanya komposisi yang seimbang antara utang dan ekuitas mencerminkan struktur modal yang optimal serta bisa memperkuat keyakinan investor terkait stabilitas dan keberlanjutan kinerja keuangan perusahaan.

Pada penelitian ini, pengukuran struktur modal dilakukan melalui Debt to Equity Ratio (DER), yakni indikator yang merepresentasikan proporsi keseluruhan liabilitas terhadap total ekuitas perusahaan. Sementara itu, nilai perusahaan dinilai dengan memanfaatkan Tobin's Q, yakni ukuran yang merefleksikan rasio antara valuasi pasar perusahaan dan nilai buku atas aset yang dimilikinya. Berdasarkan Trade-Off Theory, insentif penghematan pajak yang melekat pada pembayaran bunga utang terbukti mampu menaikkan nilai perusahaan, dengan catatan penarikan utang dilakukan pada koridor yang terukur.

Dengan demikian, Trade-Off Theory memberikan dasar teoretis yang kuat dalam menguraikan hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Meskipun demikian, hubungan tersebut bersifat empiris sehingga hasilnya dapat bervariasi bergantung pada karakteristik objek

dan periode penelitian. Berlandaskan pada hal tersebut, penelitian ini menguji pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang menjadi objek penelitian dan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode observasi yang telah ditentukan. Untuk mengukur nilai perusahaan, penelitian ini memanfaatkan penggunaan Tobin's Q sebagai proksi yang sesuai dengan konsep yang dijelaskan dalam Trade-Off Theory.

2. Teori Keagenan (Agency Theory)

Jensen & Meckling, (1976) menyatakan teori agensi, yang menggambarkan hubungan agensi sebagai hubungan kontraktual antara principal pemilik perusahaan dan agen yang diberi wewenang. Agency Tipe I adalah jenis konflik keagenan yang diteliti dalam penelitian ini. Ini adalah konflik yang terjadi antara prinsipal, yang merupakan pemilik perusahaan, dan agen, yang merupakan manajer perusahaan, karena ada perbedaan kepentingan antara keduanya yang berkaitan dengan pengambilan keputusan perusahaan (Ratnawati et al., 2016).

Ketidaksamaan kepentingan antara principal dan agent dapat menimbulkan permasalahan keagenan (*agency problem*) (Eisenhardt, 1989). Perbedaan kepentingan tersebut menimbulkan *agency cost*, yaitu berbagai biaya yang muncul akibat ketidaksamaan tujuan antara principal dan agent. Jensen & Meckling, (1976) menafsirkan *agency cost* sebagai biaya yang terdiri atas biaya pengawasan (*monitoring expenditures*), biaya penjaminan (*bonding expenditures*), serta kerugian

residual (*residual loss*). Dengan demikian, teori keagenan menjadi landasan penting dalam menjelaskan beragam kebijakan keuangan perusahaan, termasuk keputusan pendanaan, investasi, serta perilaku pengambilan risiko.

Dalam konteks pengambilan keputusan keuangan, perbedaan preferensi risiko antara manajer dan pemegang saham dapat memengaruhi pengambilan kebijakan perusahaan, termasuk keputusan pendanaan dan investasi. Manajer seringkali bersikap lebih konservatif saat menghadapi risiko, sementara pemegang saham umumnya lebih bersedia mengambil risiko untuk mendapatkan tingkat keuntungan yang lebih besar. Perbedaan sikap terhadap risiko tersebut mencerminkan preferensi risiko manajer yang dapat memengaruhi arah dan intensitas pengambilan keputusan strategis perusahaan. Temuan (Shin & Pyo, 2021) menunjukkan bahwa perbedaan orientasi risiko antara manajer dan pemegang saham berimplikasi pada kebijakan strategis perusahaan yang selanjutnya berdampak pada kinerja dan nilai perusahaan.

Agency Theory relevan dalam menjelaskan preferensi risiko terhadap nilai perusahaan. Preferensi risiko yang sangat rendah dapat membuat manajer mengambil keputusan yang terlalu konservatif, sehingga perusahaan tidak mampu memaksimalkan nilai perusahaan. Sebaliknya, keputusan pengambilan risiko yang dilakukan secara terukur dan dikelola secara efektif berpotensi meningkatkan kinerja perusahaan sehingga mampu memberikan stimulus positif terhadap nilai

perusahaan tersebut. Dalam penelitian mengenai *corporate risk-taking*, tingkat pengambilan risiko perusahaan umumnya diukur melalui penggunaan volatilitas Return on Assets (ROA) (Dai & Wang, 2024), Semakin tinggi nilai volatilitas ROA, semakin tinggi pula tingkat pengambilan risiko yang dilakukan oleh perusahaan (Dai & Wang, 2024). Oleh karena itu, preferensi risiko manajer menjadi aspek penting dalam menilai bagaimana keputusan manajerial memengaruhi nilai perusahaan di pasar modal.

3. Prospect Theory

Prospect Theory dikembangkan oleh Kahneman & Tversky (1979) sebagai model deskriptif untuk menjelaskan pengambilan keputusan dalam kondisi risiko dan ketidakpastian. Menurut (Kahneman & Tversky (1979), dalam praktiknya individu sering kali tidak mengambil keputusan secara rasional, melainkan dipengaruhi oleh persepsi terhadap potensi keuntungan (*gain*) dan kerugian (*loss*) yang dibandingkan dengan suatu titik acuan (*reference point*). Dalam Prospect Theory, proses pengambilan keputusan terdiri atas dua tahap, yaitu tahap penyuntingan (*editing*) dan tahap evaluasi (*evaluation*). Pada tahap evaluasi, individu menilai setiap alternatif berdasarkan fungsi nilai (*value function*), sehingga keputusan yang diambil dipengaruhi oleh persepsi terhadap keuntungan dan kerugian, bukan semata-mata oleh nilai akhir yang akan diperoleh.

Dalam konteks perusahaan, Prospect Theory menjelaskan bahwa preferensi risiko manajer dipengaruhi oleh kondisi yang dihadapi perusahaan. Manajer cenderung menghindari risiko (*risk averse*) ketika perusahaan berada pada kondisi yang menguntungkan, sedangkan ketika perusahaan menghadapi potensi kerugian atau kinerja yang berada di bawah target, manajer cenderung lebih berani mengambil risiko (*risk seeking*) untuk memperbaiki kinerja perusahaan. Oleh karena itu, Prospect Theory menjadi landasan teoritis dalam preferensi risiko manajer yang dapat memengaruhi pengambilan keputusan perusahaan.

4. Nilai Perusahaan

a. Pengertian Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merefleksikan persepsi investor terhadap performa serta prospek perusahaan pada masa mendatang, yang pada umumnya tercermin dari perubahan harga saham di pasar modal. Tingginya nilai perusahaan mengisyaratkan bahwasanya perusahaan dipandang mampu menghasilkan laba sekaligus mengoptimalkan pemanfaatan sumber daya secara efisien. Menurut (Inayah, 2022), kondisi tersebut juga tercermin dari kemampuan perusahaan dalam menarik investasi, menghasilkan keuntungan, serta memberikan pengembalian kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Nilai perusahaan juga memperlihatkan tingkat keberhasilan manajemen dalam mengelola kegiatan usaha guna memberikan

peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Penilaian investor terhadap perusahaan yang sudah terdaftar di pasar modal biasanya terlihat dari perubahan harga saham di bursa. Semakin besar nilai perusahaan, semakin tinggi minat investor terhadap perusahaan tersebut (Nurhasanah & Kahfi, 2023).

Selain itu, nilai perusahaan dapat dipahami sebagai hasil dari respon pasar terhadap berbagai keputusan strategis yang diambil oleh manajemen, seperti keputusan pendanaan dan investasi. Dalam dunia saham, nilai suatu perusahaan tidak sekadar memperlihatkan keadaan keuangan, melainkan juga menggambarkan ekspektasi dan kepercayaan investor mengenai potensi perusahaan untuk berkembang dan menjaga kelangsungan bisnisnya di waktu mendatang (Wandani et al., 2025). Oleh karenanya, pencapaian nilai perusahaan yang optimal menjadi sasaran pokok karena berhubungan langsung dengan peningkatan harga saham.

b. Indikator Nilai Perusahaan

Pengukuran nilai perusahaan pada penelitian keuangan dapat dilakukan melalui penggunaan berbagai indikator, di antaranya Tobin's Q dan PBV. Pada penelitian ini, nilai perusahaan direpresentasikan melalui Tobin's Q sebab ukuran tersebut dinilai mampu merefleksikan penilaian pasar atas keseluruhan aset yang dimiliki perusahaan. Tobin's Q ialah rasio yang mengkomparasikan nilai pasar perusahaan dengan nilai penggantian atau nilai buku

asetnya, sehingga bisa merepresentasikan tingkat apresiasi pasar terhadap aset perusahaan apabila dikomparasikan dengan nilai yang tercantum dalam laporan keuangan.

Menurut Goha et al (2025) nilai Tobin's Q yang melampaui angka 1 memberikan indikasi bahwasanya pasar memberikan valuasi yang lebih tinggi bila dikomparasikan dengan nilai aset perusahaan. Keadaan tersebut merepresentasikan prospek pertumbuhan yang positif maupun efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan aset yang dimilikinya. Sebaliknya, apabila Tobin's Q berada di bawah angka 1, valuasi pasar terhadap perusahaan lebih rendah bila dikomparasikan dengan nilai aset yang dimilikinya. Keadaan tersebut dapat mengindikasikan bahwa perusahaan berada dalam kondisi undervalued atau belum mampu memanfaatkan asetnya secara optimal. Adapun rumus Tobin's Q yang dimanfaatkan penggunaannya pada penelitian ini ialah seperti berikut:

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

Dimana:

- MVE (*Market Value of Equity*): Nilai pasar ekuitas perusahaan yang diperoleh dari harga saham dikalikan dengan total saham yang beredar.
- Debt: Total kewajiban perusahaan.
- TA: total aset perusahaan berdasarkan nilai buku.

Penggunaan Tobin's Q dinilai tepat karena mampu merefleksikan penilaian pasar terhadap kebijakan manajemen serta kinerja perusahaan secara komprehensif. Menurut (Kaupke & Knyphausen-aufseß, 2023) Tobin's Q menjadi satu di antara indikator yang merepresentasikan pandangan investor terhadap nilai perusahaan.

Selain Tobin's Q, indikator lainnya yang umum dimanfaatkan guna mengukur nilai perusahaan ialah Price to Book Value (PBV). Penelitian yang dilakukan oleh (Cahyadi & Ruslim, 2024) memanfaatkan penggunaan Price to Book Value (PBV) sebagai proksi nilai perusahaan. Adapun rumus PBV yang dimanfaatkan penggunaannya pada penelitian tersebut ialah sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}}$$

Dimana:

- Market Price per Share (Harga saham) merupakan nilai pasar saham perusahaan yang berlaku pada periode tertentu.
- Book Value per Share (Nilai buku per lembar saham) mewakili hasil pembagian antara total ekuitas dengan jumlah saham yang beredar.

5. Struktur Modal

a. Pengertian Struktur Modal

Struktur modal merefleksikan pola perusahaan dalam menyusun sumber pendanaan yang berasal dari utang dan modal

sendiri guna menunjang pelaksanaan kegiatan operasional serta investasi. Pada dasarnya, struktur modal ialah komposisi pendanaan yang terdiri atas utang dan ekuitas sebagai sumber dana yang dipilih perusahaan, sehingga penggunaan utang menjadi satu di antara komponen utama dalam susunan permodalan perusahaan. Penentuan proporsi utang dan ekuitas sebagai sumber pendanaan oleh perusahaan diberi pengaruh oleh berbagai faktor, seperti jenis industri yang dijalani, seberapa besar perusahaan tersebut, kemampuan menghasilkan laba, situasi pasar saat ini, serta sejauh mana manajemen bersedia menerima risiko (Bhuvanashree & Reddy, 2025).

Pada teori trade-off, perusahaan berusaha mendapatkan struktur modal yang paling baik dengan mengimbangi keuntungan menggunakan utang dan biaya yang muncul karena utang tersebut. Menurut (Yusmaniarti et al., 2022), penggunaan utang yang terlalu banyak menyebabkan struktur modal perusahaan tidak ideal, sehingga meningkatkan beban yang wajib ditanggung perusahaan. Oleh karenanya, perusahaan harus mempertimbangkan secara seimbang antara risiko yang ada dan tingkat hasil yang diharapkan agar dapat memberikan peningkatan pada nilai perusahaan secara maksimal.

b. Indikator Struktur Modal

Pengukuran struktur modal dalam penelitian keuangan umumnya dilakukan melalui berbagai rasio leverage yang menggambarkan proporsi penggunaan utang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Beberapa penelitian terdahulu menggunakan berbagai proksi untuk mengukur struktur modal, seperti Debt to Equity Ratio (DER), Debt to Asset Ratio (DAR), serta Long Term Debt to Equity Ratio (LDER) (Tullah et al, 2022).

Guna mengukur struktur modal, penelitian ini memanfaatkan penggunaan indikator Debt to Equity Ratio (DER). Rasio ini memperlihatkan perbandingan antara total utang dan total ekuitas, sehingga dapat menggambarkan tingkat ketergantungan perusahaan terhadap penggunaan kewajiban dan modal internal dalam struktur pendanaan. DER juga banyak digunakan sebagai dasar penilaian oleh investor dan analis dalam mengevaluasi kondisi keuangan perusahaan (Batubara, 2022). Nilai DER yang semakin tinggi mengindikasikan semakin besarnya proporsi utang yang digunakan perusahaan, yang dapat meningkatkan risiko keuangan, terutama terkait kapasitas perusahaan untuk melunasi liabilitas berjangka pendek ataupun berjangka panjang. Oleh karena itu, Debt to Equity Ratio (DER) dipilih sebagai proksi struktur modal dalam penelitian ini karena mampu mencerminkan komposisi pendanaan perusahaan sekaligus memberikan gambaran mengenai tingkat risiko keuangan yang dihadapi. Debt to Equity Ratio (DER) merujuk

pada rasio struktur modal yang mencerminkan besaran rasio beban utang yang dimiliki perusahaan, sebab memperlihatkan sejauh apa perusahaan memanfaatkan penggunaan utang dalam mendanai modal sendiri.

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

Indikator lain yang digunakan dalam menghitung struktur modal adalah DAR (Debt to Asset Ratio). Pada penelitian (Putri & Handayani, 2022) struktur modal ditentukan menggunakan DAR (Debt to Asset Ratio). DAR adalah presentase perusahaan atau asset yang dibiayai oleh utang. Rumus DAR:

$$DAR = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$$

Pada penelitian (Sari & Hasnawati, 2026) penentuan struktur modal menggunakan LDER (Leverage Debt to Equity Ratio). LDER dimanfaatkan guna mengapresiasi kapasitas ekuitas pemilik saham memitigasi risiko dari penarikan liabilitas jangka panjang. Leverage Debt to Equity Ratio (LDER) dimanfaatkan guna menekankan DER sebagai ukuran tingkat leverage keuangan perusahaan, tanpa menimbulkan perbedaan konsep maupun perubahan pada rumus perhitungannya. Rumus:

$$LDER = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

6. Preferensi Risiko

a. Pengertian Preferensi Risiko

Preferensi risiko merujuk pada kecenderungan manajemen perusahaan dalam merespon ketidakpastian serta keberanian dalam mengambil keputusan yang mengandung risiko, baik dalam kegiatan operasional maupun investasi. Dalam konteks keuangan perusahaan, preferensi risiko memegang peranan penting karena berpengaruh terhadap berbagai kebijakan strategis perusahaan, termasuk keputusan investasi, pendanaan, dan pengelolaan aset. Selain dipengaruhi oleh manajemen, preferensi risiko perusahaan juga dapat dipengaruhi oleh karakteristik pemegang saham pengendali. Faccio et al, (2011) menemukan bahwasanya pemegang saham besar yang terdiversifikasi dengan optimal cenderung bersedia menerima tingkat risiko perusahaan yang lebih besar.

Berdasarkan Agency Theory, preferensi risiko manajer tidak selalu sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Manajer umumnya memiliki kecenderungan bersikap lebih konservatif (*risk averse*), sementara pemegang saham cenderung lebih toleran terhadap risiko demi memaksimalkan nilai perusahaan (Shin & Pyo, 2021). Perbedaan orientasi tersebut menimbulkan konflik keagenan yang dapat memengaruhi kebijakan perusahaan serta berdampak pada kinerja dan nilai perusahaan.

Sejalan dengan hal tersebut, (Dai & Wang, 2024) menggunakan volatilitas ROA sebagai ukuran *corporate risk-taking*,

di mana semakin tinggi volatilitas ROA memperlihatkan semakin tinggi tingkat pengambilan risiko perusahaan. Dalam perspektif Agency Theory, tingkat pengambilan risiko tersebut dapat mencerminkan preferensi risiko manajemen karena keputusan yang diambil manajemen akan tercermin pada fluktuasi kinerja keuangan perusahaan. Oleh karena itu, preferensi risiko manajemen dapat diidentifikasi melalui variasi keuntungan entitas secara periodik.

b. Indikator Preferensi Risiko

Preferensi risiko dalam penelitian keuangan merepresentasikan tingkat ketidakpastian kinerja perusahaan sebagai akibat dari keputusan manajerial yang mengandung risiko. Preferensi risiko tidak dapat diamati secara langsung, sehingga diproksikan melalui indikator kuantitatif yang mencerminkan fluktuasi laba perusahaan. Dalam literatur keuangan, didapatkan sejumlah pendekatan yang dimanfaatkan guna mengukur preferensi risiko, antara lain melalui volatilitas laba operasi, volatilitas EBITDA, dan volatilitas Return on Assets (ROA).

Penelitian ini mengacu pada dua pendekatan utama yang dimanfaatkan penggunaannya dalam penelitian terdahulu, yakni seperti berikut:

1. Pendekatan Volatilitas EBITDA

Pada penelitian (Shin & Pyo, 2021) preferensi risiko manajemen diproksikan dengan managerial risk-taking yang

diukur menggunakan volatilitas laba perusahaan, yaitu standar deviasi rasio EBITDA terhadap total aset selama periode lima tahun berturut-turut. EBITDA ialah laba sebelum bunga, pajak, depresiasi, serta amortisasi. Rumus yang digunakan (Shin & Pyo, 2021):

$$RISK_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (E_{i,t} - \bar{E}_i)^2}$$

$$T = 5 \text{ and } E_{i,t} = \frac{EBITDA_{i,t}}{A_{i,t}}$$

Pendekatan Volatilitas ROA

Volatilitas ROA merupakan salah satu ukuran pengambilan risiko yang digunakan, karena tingkat pengambilan risiko yang lebih tinggi mencerminkan ketidakpastian yang lebih besar terhadap arus kas masa depan perusahaan (Dai & Wang, 2024). Tingkat volatilitas yang lebih tinggi menunjukkan fluktuasi laba yang lebih besar, yang mengindikasikan ketidakpastian arus kas dan kecenderungan manajemen dalam mengambil keputusan yang lebih berisiko. Oleh karena itu, preferensi risiko perusahaan pada penelitian ini diukur dengan melalui volatilitas Return on Assets (ROA).

Penelitian ini mengacu pada (Bin-Feng et al., 2022) yang mengukur risiko perusahaan menggunakan volatilitas Adjusted ROA selama periode tiga tahun ($T = 3$). Pengukuran dilakukan

melalui beberapa tahapan. Pertama, Return on Assets (ROA) dihitung sebagai rasio antara laba sebelum bunga dan pajak (Earnings Before Interest and Taxes/EBIT) dengan total aset pada akhir tahun. Kedua, untuk menghilangkan pengaruh kondisi industri, ROA perusahaan disesuaikan dengan mengurangi rata-rata ROA industri pada tahun yang sama sehingga diperoleh Adjusted ROA. Ketiga, preferensi risiko (Risk1) dihitung sebagai simpangan baku dari Adjusted ROA selama tiga tahun pengamatan.

Berikut rumus pengukuran preferensi risiko:

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

$$Risk1_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N \left(Adj_ROA_{it} - \frac{1}{N} = \sum_{n=1}^N \quad - \quad Adj_ROA_{it} \right)^2}$$

B. Kerangka Berpikir

Nilai perusahaan merefleksikan persepsi investor terhadap performa perusahaan serta prospek perkembangan entitas pada waktu mendatang. Meningkatnya nilai perusahaan mengindikasikan bertambahnya kepercayaan investor atas kapasitas perusahaan dalam menjaga keberlangsungan operasional sekaligus menciptakan pertumbuhan yang berkesinambungan. Dengan demikian, nilai perusahaan menjadi satu di antara indikator utama yang dijadikan investor sebagai landasan dalam

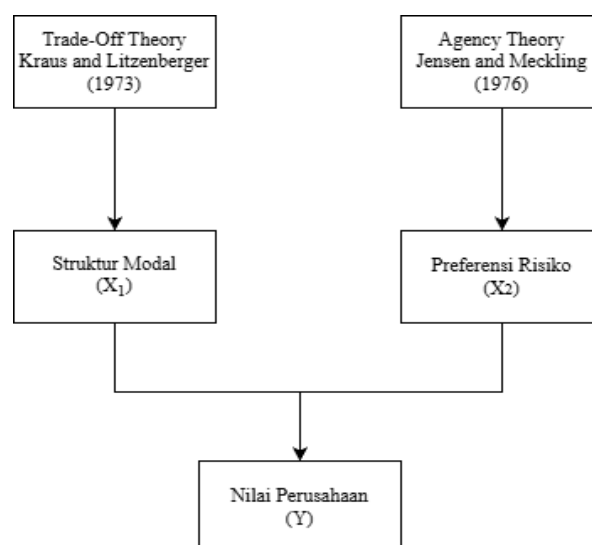
menetapkan keputusan investasi. Besar kecilnya nilai perusahaan ditentukan oleh beragam faktor, terutama kebijakan keuangan yang dirumuskan manajemen dalam mengelola aktivitas perusahaan.

Penetapan struktur modal menjadi satu di antara bentuk kebijakan keuangan yang memegang peranan krusial terhadap pembentukan nilai perusahaan. Struktur modal merepresentasikan susunan sumber pendanaan yang bersumber dari utang dan ekuitas guna mendukung pembiayaan kegiatan operasional serta investasi perusahaan. Penerapan struktur modal secara optimal mampu mendorong peningkatan nilai perusahaan melalui terciptanya keselarasan antara nilai guna yang diperoleh dan risiko yang timbul akibat penggunaan utang. Namun, apabila proporsi utang terlalu tinggi, risiko keuangan perusahaan akan meningkat sehingga dapat mengurangi kepercayaan investor. Fenomena tersebut sangat relevan pada perusahaan sektor properti dan real estat yang memiliki kebutuhan pendanaan relatif besar dalam menjalankan operasional maupun membiayai proyek-proyek investasinya.

Selain struktur modal, preferensi risiko juga mempengaruhi nilai perusahaan. Preferensi risiko menunjukkan sikap manajemen dalam menghadapi jarak dekat ketika mengambil keputusan. Mengacu pada *agency theory*, ketidakselarasan tujuan antara agen (*manajer*) dan prinsipal (*pemegang saham*) dapat mendikte proses pengambilan keputusan internal, terutama dalam menentukan batas toleransi risiko bisnis. Manajemen yang memiliki kecenderungan mengambil risiko lebih tinggi berpotensi

memperoleh keuntungan yang lebih besar, namun juga menangani risiko yang lebih tinggi. Sebaliknya, sikap terlalu berhati-hati dapat menyebabkan perusahaan kehilangan peluang untuk memberikan peningkatan pada kinerja dan nilai perusahaan.

Berlandaskan pada pembahasan yang sudah diuraikan, struktur modal dan preferensi risiko dipandang sebagai berbagai faktor yang berpotensi memengaruhi nilai perusahaan. Keputusan perusahaan dalam menentukan kebijakan pendanaan serta preferensi risiko manajemen akan memengaruhi kinerja perusahaan dan membentuk persepsi investor terhadap prospek perusahaan. Atas dasar tersebut, penelitian ini bermaksud guna mengkaji pengaruh struktur modal dan preferensi risiko terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor properti dan real estat yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021–2025. Selanjutnya, berlandaskan pada kajian teori dan bukti empiris yang telah dipaparkan, kerangka berpikir penelitian disajikan pada gambar berikut.



Gambar 2. 1 Kerangka Berpikir

Penelitian Terdahulu

Di dalam proposal ini, beberapa temuan dari penelitian sebelumnya oleh peneliti-peneliti disajikan sebagai referensi bagi penulis:

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No	Nama, Tahun	Fokus Studi	Variabel	Metode Penelitian	Hasil Temuan Utama
1.	Aulia Firdaus & Titik Mildawati (2022)	Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan	DER, <i>Growth</i> , ROA, <i>Size</i> , dan PBV.	Penelitian sektor food and beverages periode pengamatan 2017 - 2020.	Pertumbuhan dan ukuran entitas terbukti berdampak positif. Sebaliknya, struktur modal dan profitabilitas tidak memperlihatkan pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
2.	Muliana & Sri Wahyu Astuti Ahmad (2021)	Pengaruh Struktur Modal dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan	DER, ROA, PBV	Penelitian sektor perdagangan eceran yang terdaftar di BEI periode 2014 -2018	Temuan memperlihatkan bahwasanya struktur modal dan tingkat profitabilitas berpengaruh positif serta signifikan dalam meningkatkan nilai entitas bisnis.
3.	Ramadani, N.K.R., Astiti, N.P.Y., & Mentari, N.M.I. (2025)	Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Keputusan Investasi	DER, <i>Size</i> (Ln Total Aset), PER, dan PBV.	Penelitian pada perusahaan sektor teknologi periode 2021 - 2023	Struktur modal dan kebijakan investasi terbukti berkontribusi positif signifikan, sedangkan

No	Nama, Tahun	Fokus Studi	Variabel	Metode Penelitian	Hasil Temuan Utama
		terhadap Nilai Perusahaan Sektor Teknologi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2021-2023			ukuran entitas tidak memperlihatkan pengaruh terhadap nilai perusahaan.
4.	Putri Zafirah Nabila Amro dan Nur Fadrijh Asyik (2023)	Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan	DER, ROA, Ln Total Aset, PBV	Penelitian sektor properti dan real estate 2017 - 2019.	Temuan menunjukkan struktur modal dan profitabilitas berdampak positif signifikan pada nilai perusahaan, sedangkan ukuran entitas tidak terbukti memiliki pengaruh nyata
5.	Wulansari, Kalbuana & Subagja (2025)	Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas, dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Sektor Properties dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek	DER, CR, KM, Tobin's Q	Penelitian Sektor Properties dan Real Estat 2019 - 2023	Struktur modal terbukti berdampak positif signifikan, sedangkan likuiditas tidak berpengaruh nyata. Kepemilikan manajerial ditemukan berdampak negatif signifikan, namun secara simultan ketiganya

No	Nama, Tahun	Fokus Studi	Variabel	Metode Penelitian	Hasil Temuan Utama
		Indonesia Tahun 2019 -2023			mempengaruhi nilai perusahaan secara bermakna.
6.	Sintha, Sianturi & Rajagukguk (2025)	Pengaruh Profitabilitas dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Struktur Kepemilikan pada Sektor Transportasi dan Logistik	ROA, DER Mediator: Struktur Kepemilikan / Kepemilikan Manajerial (KM) Dependen: Tobin's Q	Penelitian sektor transportasi dan logistik periode 2019 – 2023. (11 perusahaan, 55 observasi), analisis menggunakan WarpPLS 8.0 dengan pendekatan SEM-PLS	ROA dan DER terbukti meningkatkan nilai perusahaan (Tobin's Q) secara signifikan. Kepemilikan manajerial memberikan kontribusi positif yang nyata, sekaligus berperan sebagai pemoderasi dalam hubungan antara profitabilitas dan valuasi entitas.
7.	Tovan Affandi, Indra Cahya Kusuma, Didi (2024)	Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan Food and Beverage yang Terdaftar di	Independen: Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas, Struktur Modal Dependen: Tobin's Q	Penelitian sektor food & beverage 2019–2023. Analisis data: regresi linear berganda dengan Eviews 12.	Nilai perusahaan diberi pengaruh secara simultan oleh pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, dan struktur modal. Secara parsial, nilai perusahaan tidak diberi pengaruh oleh

No	Nama, Tahun	Fokus Studi	Variabel	Metode Penelitian	Hasil Temuan Utama
		Bursa Efek Indonesia Tahun 2019–2023			pertumbuhan perusahaan, tetapi diberi pengaruh secara positif dan signifikan oleh profitabilitas, serta diberi pengaruh secara negatif dan signifikan oleh struktur modal
8.	Siregar, M. E. S., Dalimunthe, S., & Trijuniyanto, R. S. (2019)	Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Kebijakan Dividen dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015 - 2017	ROE, Ln Total Aset, DPR, DER, PBV dan Tobin's Q	Penelitian pada perusahaan manufaktur Periode 2015 - 2017.	Profitabilitas serta skala perusahaan ditemukan memiliki kontribusi positif yang signifikan bagi nilai PBV dan Tobin's Q. Untuk struktur modal, pengaruhnya terdeteksi negatif signifikan terhadap PBV, namun positif signifikan terhadap Tobin's Q. Di sisi lain, kebijakan dividen tidak menunjukkan dampak yang berarti pada variabel PBV maupun Tobin's Q

No	Nama, Tahun	Fokus Studi	Variabel	Metode Penelitian	Hasil Temuan Utama
9.	Dai & Wang (2024)	The Impact of ESG Rating Disagreement on Corporate Risk-Taking	Independen: ESG rating disagreement Dependen: Preferensi risiko perusahaan (volatilitas ROA) Kontrol: Ukuran perusahaan, leverage, profitabilitas, pertumbuhan penjualan	Penelitian pada Perusahaan publik di China (Shanghai & Shenzhen Stock Exchange) periode 2011 - 2020	ESG rating disagreement berpengaruh positif terhadap corporate risk-taking Perusahaan.
10.	Yong Jae Shin & Unyong Pyo (2021)	Impact of Risk-Taking on Firm Value	Variabel Independen: <i>Managerial Risk-Taking</i> Variabel Dependen: Firm Value (Tobin's Q)	Penelitian dengan data perusahaan publik di Amerika Serikat periode 1961–2015; analisis regresi OLS dan 2SLS dengan mempertimbangkan efek industri dan tata kelola perusahaan	Nilai perusahaan diberi pengaruh secara positif dan signifikan oleh risk-taking.
11.	Hanafi, U., & Harto, P. (2014)	Analisis Pengaruh Kompensasi Eksekutif, Kepemilikan Saham Eksekutif dan Preferensi Risiko Eksekutif	Variabel independen: kompensasi, kepemilikan saham, dan preferensi risiko eksekutif, sedangkan variabel dependen:	Penelitian pada perusahaan sektor property, real estate, dan building construction yang terdaftar di BEI	Kompensasi yang diberikan kepada pemimpin perusahaan, kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemimpin, serta preferensi risiko yang

No	Nama, Tahun	Fokus Studi	Variabel	Metode Penelitian	Hasil Temuan Utama
		terhadap Penghindaran Pajak Perusahaan	penghindaran pajak yang diproksikan dengan <i>Cash Effective Tax Rate</i> (CETR), serta dikontrol oleh masa jabatan, <i>multiple directorship</i> , gender, ukuran perusahaan, leverage, dan <i>net operating loss</i> (NOL).	periode 2010 – 2012.	dimiliki pemimpin, semuanya berdampak positif dan signifikan terhadap upaya perusahaan untuk menghindari pajak. Eksekutif yang memiliki sifat berisiko cenderung lebih aktif dalam menghindari pajak dibandingkan eksekutif yang lebih berhati-hati terhadap risiko.

C. Hipotesis Penelitian

Secara teoretis, hipotesis diartikan sebagai simpulan prematur terhadap pertanyaan penelitian yang berpijak pada bukti-bukti empiris. Hipotesis yang masih bersifat sebagai dugaan sementara tersebut selanjutnya akan diuji dan dibuktikan kebenarannya melalui pengujian secara empiris atau berdasarkan data nyata (Sugiyono, 2013). Berdasarkan kerangka berpikir dan landasan teori, maka hipotesis penelitian ini sebagai berikut:

1. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Trade Off Theory (Kraus & Litzenberger, 1973) yang mengindikasikan bahwa integrasi instrumen utang ke dalam komposisi

modal mampu menciptakan efisiensi fiskal melalui mekanisme perlindungan pajak (*tax shield*) namun juga menimbulkan biaya dan risiko keuangan. Apabila perusahaan memanfaatkan utang dalam jumlah tertentu untuk memberikan peningkatan pada nilai perusahaan, maka manfaat yang didapat harus sebanding atau lebih besar dibandingkan dengan biaya atau risiko yang ditimbulkan (Anggraini & Fidiana, 2021). Pertimbangan tersebut menjadi dasar dalam penentuan struktur modal perusahaan, yaitu kebijakan pendanaan yang mengatur antara utang dan ekuitas untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Arisanti, 2022). Struktur modal menggambarkan perbandingan antara penggunaan modal sendiri dan utang jangka panjang (Sukendri et al, 2023).

Struktur modal berperan dalam memengaruhi nilai perusahaan karena keputusan mengenai komposisi utang dan ekuitas akan menentukan tingkat risiko serta beban keuangan yang dihadapi perusahaan. Menurut (Saputra et al, 2024), pemanfaatan utang pada tingkat yang optimal berpotensi mendorong peningkatan nilai perusahaan melalui berbagai nilai guna yang dihasilkannya. Namun, apabila utang digunakan secara berlebihan tanpa perencanaan yang tepat, risiko keuangan akan meningkat sehingga dapat memberikan dampak negatif terhadap nilai perusahaan. Sejumlah penelitian terdahulu, seperti (Wulansari et al, 2025; Muliana & Ahmad, 2021; Sintha & Sianturi, 2025) juga membuktikan bahwasanya nilai

perusahaan diberi pengaruh secara positif oleh struktur modal. Berlandaskan pada argumentasi teoretis dan bukti empiris tersebut, maka hipotesis yang diajukan pada penelitian ini adalah:

H1: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2. Pengaruh Preferensi Risiko terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Agency Theory yang dikembangkan oleh (Jensen & Meckling, 1976), hubungan keagenan terjadi ketika principal mendelegasikan kewenangan pengambilan keputusan kepada manajemen sebagai agent. Dalam menjalankan fungsi tersebut, manajemen memiliki preferensi risiko yang berbeda-beda dalam setiap pengambilan keputusan. Penerapan manajemen risiko yang efektif diyakini mampu menekan potensi kegagalan perusahaan, meningkatkan efisiensi operasional, serta menciptakan nilai perusahaan yang lebih tinggi (Asir et al., 2023). Keadaan tersebut berpotensi memperkuat keyakinan investor terhadap prospek perusahaan, yang selanjutnya berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan.

Preferensi risiko menggambarkan kecenderungan individu dalam menentukan pilihan saat menghadapi ketidakpastian. Dalam kondisi tersebut, sebagian individu menunjukkan sikap menghindari risiko (*risk aversion*), sedangkan sebagian lainnya cenderung mengambil risiko (*risk seeking*) (Wang et al., 2024). Risiko sebagai ketidakpastian yang terkait dengan peristiwa yang terjadi dan dapat memengaruhi pencapaian tujuan tersebut (Wibowo, 2022). Sikap ini tercermin dari

tingkat fluktuasi kinerja perusahaan sebagai dampak dari keputusan yang diambil manajemen. Perusahaan yang mampu mengimplementasikan manajemen risiko secara efektif dapat meminimalkan berbagai risiko yang dihadapi sehingga keuntungan perusahaan dapat meningkat (Ismanu et al, 2021). Meningkatnya profitabilitas mencerminkan kondisi keuangan perusahaan yang semakin kuat, sehingga berpotensi memberikan peningkatan pada nilai perusahaan. Hasil penelitian (Shin & Pyo, 2021) pada perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat mendapati bahwasanya nilai perusahaan diberi pengaruh secara positif oleh perilaku risk-taking. Berdasarkan argumentasi teoretis serta bukti empiris dari penelitian terdahulu, maka hipotesis yang diajukan pada penelitian ini adalah:

H2: Preferensi risiko berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.