

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 Penelitian Terdahulu

Berikut ini beberapa penelitian terdahulu dari judul skripsi Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Mediasi (Studi Pada Perusahaan Infrastruktur di BEI periode 2018-2022):

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No	Judul Penelitian, Penulis, Tahun Terbit	Jenis dan Metode Penelitian	Variabel yang digunakan	Kesimpulan Hasil Penelitian	Ket
1.	<i>The Impact of Capital Structure, Debt Policy, and Dividend Policy on Firm Value of Companies Listed on the LQ-45 Index</i> , Kurniawati et al., (2019)	Kuantitatif: analisis regresi berganda Sampel: 27 Populasi: perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia periode 2014 hingga 2016.	X1: Struktur modal X2: kebijakan utang X3: kebijakan dividen Y: Nilai perusahaan	Kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, Kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.	H1
2.	<i>The Effect of Dividend Policy, Company Growth, And Business Risk On Company Value With Capital Structure As Intervening Variable</i> , Irawati et al., (2019)	Kuantitatif Sampel: 265 Populasi: Perusahaan di BEI tahun 2012-2016 SEM: WarpPLS 5.0	X1: Kebijakan deviden X2: Pertumbuhan perusahaan X3: Risiko Bisnis Y: Nilai Perusahaan Z: Struktur modal	Kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, pertumbuhan perusahaan memberikan pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, risiko bisnis memberikan	H4

No	Judul Penelitian, Penulis, Tahun Terbit	Jenis dan Metode Penelitian	Variabel yang digunakan	Kesimpulan Hasil Penelitian	Ket
				pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Struktur modal mampu memediasi pengaruh kebijakan deviden, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis terhadap nilai perusahaan.	
3.	<i>The Effect of Profitability, Debt Policy, And Liquidity on Corporate Values with Dividend Policy as Moderating Variables</i> , Darmawan et al., (2020)	Kuantitatif: analisis regresi berganda dengan menggunakan metode beda mutlak. Sampel: 42 Populasi: laporan tahunan tahun 2016 – 2018	X1: Profitabilitas X2: Kebijakan hutang X3: Likuiditas Y: Nilai Perusahaan M: Kebijakan Deviden	Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, Kebijakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, Likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, Kebijakan deviden mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan, Kebijakan deviden mampu memoderasi hubungan antara likuiditas dan nilai perusahaan.	H1
4.	Pengaruh Kebijakan Hutang dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening,	Kuantitatif: analisis regresi linier berganda, Sampel: 19 Populasi: perusahaan manufaktur sektor	X1: Kebijakan hutang X2: Pertumbuhan perusahaan Y: Nilai perusahaan	Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap profitabilitas, Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap profitabilitas,	H1

No	Judul Penelitian, Penulis, Tahun Terbit	Jenis dan Metode Penelitian	Variabel yang digunakan	Kesimpulan Hasil Penelitian	Ket
	Melinia et al., (2021)	consumer goods industry periode 2015 sampai 2018	M: profitabilitas	profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, profitabilitas tidak dapat memediasi atas pengaruh kebijakan utang pada nilai perusahaan.	
5.	Pengaruh Struktur Modal Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Sektor Barang Konsumsi Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia Tahun 2019, Rosmalia, (2021)	Kuantitatif: uji asumsi klasik, uji linear berganda dan uji ketepatan model penduga. Sampel: 40 Populasi: Perusahaan Sektor Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019	X1: Struktur Modal X2: Kebijakan Hutang Y: Nilai Perusahaan	Struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, Kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.	H1, H3
6.	Pengaruh Likuiditas dan Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan yang dimediasi Kinerja Perusahaan, Sari et al., (2022)	Kuantitatif: analisis regresi linier berganda dan analisis jalur (path analysis) Sampel: 98 Populasi: perusahaan sektor property dan real estate yang terdaftar	X1: Likuiditas X2: Kebijakan Utang Y: Nilai Perusahaan M: Kinerja Perusahaan	Likuiditas berpengaruh dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, Kebijakan utang berpengaruh dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, Likuiditas berpengaruh dan signifikan terhadap nilai perusahaan,	H1

No	Judul Penelitian, Penulis, Tahun Terbit	Jenis dan Metode Penelitian	Variabel yang digunakan	Kesimpulan Hasil Penelitian	Ket
		di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2016 hingga 2020		Kebijakan utang berpengaruh dan signifikan terhadap nilai perusahaan.	
7.	Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Utang, dan Umur Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderasi, Fahri et al., (2022)	Kuantitatif dengan jenis kausal komparatif, Sampel: Populasi: perusahaan sektor properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2020	X1: Struktur Modal X2: Kebijakan Utang X3: Umur Perusahaan Y: Nilai Perusahaan Z: Ukuran Perusahaan	Struktur modal dan umur perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel moderasi yaitu ukuran perusahaan mampu memoderasi hubungan antara struktur modal dan kebijakan utang terhadap nilai perusahaan, namun tidak mampu memoderasi hubungan antara umur perusahaan terhadap nilai perusahaan.	H1, H2, H3, H4
8.	Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2020, (Rosalina, 2022)	Penelitian Deskriptif Dan Kuantitatif Sampel: 26 Populasi: Perusahaan Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2020 Smart-PLS 3.0	X1: Ukuran Perusahaan Y: Nilai Perusahaan Z: Struktur Modal	Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap struktur modal. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Struktur modal memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap nilai perusahaan.	H3, H4

No	Judul Penelitian, Penulis, Tahun Terbit	Jenis dan Metode Penelitian	Variabel yang digunakan	Kesimpulan Hasil Penelitian	Ket
				Ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.	
9.	Pengaruh Kebijakan Hutang dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021, Mulyadi, (2023)	Kuantitatif: analisis jalur Sampel: 330 Populasi: perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021.	X1: Kebijakan hutang X2: Ukuran Perusahaan Y: Nilai Perusahaan Z: Struktur Modal	Kebijakan utang secara langsung memengaruhi struktur modal dan kinerja keuangan, sedangkan ukuran perusahaan hanya memengaruhi kinerja keuangan tanpa pengaruh terhadap struktur modal. Struktur modal secara langsung memengaruhi kinerja keuangan. Namun, struktur modal tidak dapat menjadi mediator antara kebijakan utang atau ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan.	H2, H4
10.	Pengaruh Struktur Aset, Resiko Bisnis, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Mediasi (Studi Kasus Pada Perusahaan Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi dan Perusahaan Manufaktur yang	Kuantitatif: eksplanatory Sampel: 98 Populasi: perusahaan infrastruktur, utilitas, dan transportasi dan perusahaan manufaktur	X1: Struktur aset X2: Resiko bisnis X3: Ukuran perusahaan Y: Nilai perusahaan Z: Struktur modal	Struktur aset berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, sedangkan resiko bisnis dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Variabel struktur aset berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan variabel	H2, H4

No	Judul Penelitian, Penulis, Tahun Terbit	Jenis dan Metode Penelitian	Variabel yang digunakan	Kesimpulan Hasil Penelitian	Ket
	Terdaftar di BEI Tahun 2019-2021), Khakim, (2023)			resiko bisnis tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Variabel struktur modal dapat memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.	
11.	Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan sebagai Intervening pada Perusahaan Sub Sektor Logam dan sejenisnya, (Shavitri, 2023)	Kuantitatif: analisis jalur (<i>path coefficient</i>) SPSS Sampel:- Populasi: pada Perusahaan Sub Sektor Logam dan sejenisnya	X1: Struktur Modal X2: Profitabilitas X3: Ukuran Perusahaan Y: Nilai Perusahaan Z: Kinerja Keuangan	Struktur modal tidak signifikan terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja keuangan, namun tidak terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Kinerja keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dan tidak dapat memediasi pengaruh struktur modal, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.	H2, H4
12.	Analisis Pengaruh Struktur Modal, Keputusan Investasi, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Sebagai	Kuantitatif: Smart-PLS 3.0 Sampel:- Populasi: Laporan tahunan perusahaan	X1: Struktur Modal X2: Keputusan Investasi	Keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan, menegaskan pentingnya alokasi	H3, H4

No	Judul Penelitian, Penulis, Tahun Terbit	Jenis dan Metode Penelitian	Variabel yang digunakan	Kesimpulan Hasil Penelitian	Ket
	Variabel Intervening, Matulessy et al., (2024)	yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2021 hingga 2023	X3: Kebijakan Deviden Y: Nilai Perusahaan Z: Profitabilitas	dana yang tepat dalam mempengaruhi komposisi modal. Struktur modal juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Namun, tidak terdapat hubungan signifikan antara kebijakan deviden dengan profitabilitas, serta antara struktur modal, keputusan investasi, kebijakan deviden, atau profitabilitas dengan nilai perusahaan.	

Sumber: (Kurniawati et al., 2019), (Irawati et al., 2019), (Darmawan et al., 2020), (Melinia et al., 2021), (Rosmalia, 2021), (Sari et al., 2022), (Fahri et al., 2022), (Rosalina, 2022), (Mulyadi, 2023), (Khakim, 2023), (Shavitri, 2023), (Matulessy et al., 2024)

Dalam beberapa tahun terakhir, penelitian terkait kebijakan utang, struktur modal, dan nilai perusahaan telah banyak dilakukan sebelumnya. Namun, masih terdapat celah penelitian yang belum banyak dikaji, khususnya dalam sektor infrastruktur di Indonesia. Beberapa penelitian terdahulu, seperti yang dilakukan oleh Sari et al. (2022) meneliti pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan, tetapi hanya pada perusahaan sektor properti dan *real estate*. Begitu pula dengan Melinia et al. (2021) yang berfokus pada sektor manufaktur dan menemukan bahwa

kebijakan utang justru berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, Darmawan et al. (2020) menunjukkan bahwa kebijakan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan jika dikombinasikan dengan kebijakan dividen, tetapi studi ini tidak meneliti sektor infrastruktur secara spesifik.

Padahal, sektor infrastruktur memiliki karakteristik yang berbeda dibandingkan sektor lainnya. Perusahaan-perusahaan di sektor ini cenderung memiliki ketergantungan tinggi terhadap utang, mengingat proyek-proyek yang dijalankan bersifat padat modal dan berjangka panjang. Selain itu, proyek infrastruktur sering kali mendapatkan dukungan dari pemerintah melalui regresi tertentu yang dapat memengaruhi struktur modalnya. Oleh karena itu, masih diperlukan penelitian lebih lanjut untuk memahami bagaimana kebijakan utang memengaruhi nilai perusahaan infrastruktur, yang selama ini belum menjadi fokus utama penelitian sebelumnya.

Selain itu, penelitian terdahulu cenderung lebih banyak melihat hubungan langsung antara kebijakan utang dan nilai perusahaan tanpa mempertimbangkan struktur modal sebagai variabel mediasi. Studi seperti yang dilakukan oleh Kurniawati et al. (2019) dan Fahri et al. (2022) hanya meneliti dampak langsung kebijakan utang terhadap nilai perusahaan tanpa mempertimbangkan bagaimana struktur modal dapat berperan sebagai penghubung. Padahal, di dalam *Trade-Off Theory* (Kraus & Litzenberger, 1973), struktur modal yang optimal dapat membantu perusahaan menyeimbangkan manfaat pajak (*tax shield*) dengan risiko kebangkrutan. Dengan kata lain, kebijakan utang tidak hanya berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan, tetapi juga melalui bagaimana perusahaan

menyusun struktur modalnya. Oleh karena itu, penelitian ini akan menguji peran struktur modal sebagai variabel mediasi, yang masih jarang dikaji dalam penelitian sebelumnya.

Selain dari objek dan variabel penelitian, rentang waktu yang digunakan dalam penelitian ini juga menjadi keunggulan tersendiri. Beberapa penelitian terdahulu menggunakan data yang relatif singkat. Seperti studi yang dilakukan oleh Sari et al. (2022) hanya menggunakan data hingga tahun 2020, sementara Matulesy et al. (2024) hanya meneliti periode 2021-2023. Dengan menggunakan data 2018-2022, penelitian ini akan memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai bagaimana perusahaan infrastruktur mengelola kebijakan utangnya yang berlangsung selama 5 tahun.

2.1.2 Landasan Teori

a. *Grand Theory*

1. *Trade-Off Theory*

Trade-Off Theory menjelaskan bahwa perusahaan berusaha mencapai struktur modal yang optimal dengan menyeimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang (Kraus & Litzenberger, 1973). Teori ini berargumen bahwa penggunaan utang dapat memberikan manfaat berupa pengurangan beban pajak melalui *tax shield*, yaitu pengurangan pajak yang timbul dari pembayaran bunga utang. *Tax shield* ini dapat meningkatkan nilai perusahaan karena mengurangi biaya modal secara keseluruhan (Kraus dan Litzenberger, 1973).

Namun, *Trade-Off Theory* juga menekankan bahwa penggunaan utang yang berlebihan dapat menimbulkan biaya kebangkrutan dan meningkatkan risiko

keuangan. Biaya kebangkrutan meliputi hilangnya kepercayaan investor, penurunan nilai saham, hingga kerugian operasional akibat tekanan pembayaran bunga yang tinggi (Kraus & Litzenberger, 1973). Oleh karena itu, perusahaan harus menentukan proporsi utang dalam struktur modal yang tidak hanya memaksimalkan manfaat *tax shield* tetapi juga meminimalkan risiko kebangkrutan.

Dalam konteks penelitian ini, kebijakan utang yang efektif menjadi salah satu faktor penting yang memengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan tersebut harus dirancang untuk mencapai keseimbangan antara penggunaan utang dan ekuitas dalam struktur modal, sehingga perusahaan dapat meningkatkan persepsi pasar terhadap stabilitas keuangan dan profitabilitasnya (Ross, 1977). Dengan struktur modal yang optimal, perusahaan infrastruktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2018-2022 dapat memanfaatkan peluang pertumbuhan dan meningkatkan nilai perusahaannya.

2. Pecking Order Theory

Pecking Order Theory menjelaskan bahwa perusahaan memiliki preferensi tertentu dalam pemilihan sumber pendanaan untuk memenuhi kebutuhan investasi mereka (Myers & Majluf, 1984). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan lebih cenderung menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu, seperti laba ditahan, karena biaya dan risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan pendanaan eksternal. Jika pendanaan internal tidak mencukupi, perusahaan akan beralih ke utang, dan sebagai pilihan terakhir, mereka akan menerbitkan ekuitas baru.

Alasan utama di balik hierarki ini adalah adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan investor eksternal. Pendanaan internal menghindarkan

perusahaan dari pengungkapan informasi yang mungkin merugikan di pasar modal. Sebaliknya, penerbitan ekuitas sering kali dianggap sinyal negatif oleh pasar karena dapat diartikan bahwa perusahaan menghadapi masalah keuangan atau valuasi sahamnya terlalu tinggi (Myers & Majluf, 1984).

Dalam konteks penelitian ini, kebijakan utang perusahaan memainkan peran penting dalam menentukan struktur modal. Kebijakan tersebut dipengaruhi oleh hierarki pendanaan yang mengarahkan perusahaan untuk memanfaatkan utang sebelum ekuitas. Proporsi utang dalam struktur modal perusahaan infrastruktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2018-2022 dapat menunjukkan sejauh mana perusahaan mengikuti hierarki pendanaan ini.

3. *Agency Theory*

Agency Theory menjelaskan hubungan antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal) dalam konteks pengelolaan perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Teori ini berpendapat bahwa konflik keagenan dapat terjadi karena perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer cenderung mengambil keputusan yang memaksimalkan kepentingan pribadi mereka, seperti mengejar pertumbuhan perusahaan yang tidak efisien, daripada memaksimalkan nilai pemegang saham.

Salah satu cara untuk mengurangi konflik ini adalah dengan menggunakan utang sebagai alat pengendalian. Dengan adanya kewajiban pembayaran bunga, manajer didorong untuk lebih disiplin dalam mengelola sumber daya perusahaan, karena kegagalan dalam memenuhi kewajiban utang dapat berdampak negatif pada karir mereka. Selain itu, penggunaan utang juga dapat mengurangi konflik terkait

pengelolaan dana bebas (*free cash flow*), yang sering kali menjadi sumber pemborosan dalam perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

Dalam konteks penelitian ini, struktur modal yang melibatkan utang dapat menjadi mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan efisiensi manajerial. Hal ini relevan terhadap hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan struktur modal yang optimal, perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan investor, yang pada akhirnya berdampak positif pada nilai perusahaan.

4. *Signaling Theory*

Signaling Theory menjelaskan bahwa keputusan keuangan perusahaan, seperti kebijakan utang, dapat memberikan sinyal kepada pasar tentang prospek dan kondisi perusahaan (Ross, 1977). Menurut teori ini, manajemen perusahaan memiliki informasi yang lebih baik tentang kondisi internal dibandingkan dengan investor. Untuk mengatasi asimetri informasi, perusahaan dapat menggunakan keputusan keuangan tertentu sebagai sinyal kepada pasar.

Misalnya, kebijakan utang yang dirancang dengan baik dapat memberikan sinyal positif bahwa perusahaan memiliki prospek keuangan yang baik. Penggunaan utang dalam struktur modal dapat menunjukkan bahwa manajemen yakin terhadap kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya di masa depan. Sebaliknya, penerbitan ekuitas baru dapat dilihat sebagai sinyal negatif karena dianggap bahwa perusahaan membutuhkan dana tambahan akibat kondisi keuangan yang kurang stabil (Ross, 1977).

Dalam konteks penelitian ini, kebijakan utang dan struktur modal perusahaan infrastruktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2018-2022 dapat memberikan sinyal kepada pasar tentang risiko dan profitabilitas perusahaan. Relevansi teori ini terhadap hipotesis penelitian terlihat pada bagaimana kebijakan utang memengaruhi struktur modal, yang kemudian berdampak pada nilai perusahaan. Ketika kebijakan utang memberikan sinyal positif, perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong peningkatan nilai perusahaan.

b. Teori-teori yang digunakan

1. Kebijakan Utang

Kebijakan Utang merupakan salah satu konsep penting dalam pengelolaan keuangan perusahaan yang bertujuan untuk menentukan struktur modal optimal dalam pembiayaan kegiatan operasional dan investasi perusahaan (Kraus & Litzenberger, 1973). Kebijakan utang didefinisikan sebagai keputusan strategis perusahaan terkait dengan proporsi pendanaan melalui utang, baik jangka pendek maupun jangka panjang, yang digunakan untuk mendukung kebutuhan perusahaan. Artinya, kebijakan utang harus dirancang untuk mencapai keseimbangan antara manfaat dan risiko, di mana utang dapat memberikan keuntungan berupa pengurangan pajak (*tax shield*), tetapi juga meningkatkan risiko kebangkrutan jika penggunaannya berlebihan.

Definisi ini diperkuat oleh (Myers & Majluf, 1984), yang menjelaskan bahwa kebijakan utang perusahaan dipengaruhi oleh preferensi terhadap hierarki pendanaan sebagaimana dijelaskan dalam *Pecking Order Theory*. Menurut teori ini, perusahaan lebih cenderung memanfaatkan utang dibandingkan menerbitkan

ekuitas baru ketika pendanaan internal tidak mencukupi, karena utang dianggap lebih ekonomis dan tidak memberikan sinyal negatif kepada pasar.

Dalam konteks penelitian ini, kebijakan utang memainkan peran penting dalam memengaruhi struktur modal dan nilai perusahaan, khususnya pada perusahaan infrastruktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2018–2022. Kebijakan utang yang dirancang dengan baik dapat memberikan sinyal positif kepada investor mengenai stabilitas dan prospek keuangan perusahaan, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan secara langsung maupun melalui struktur modal sebagai variabel mediasi.

Dari berbagai pandangan tersebut, dapat disimpulkan bahwa kebijakan utang adalah keputusan strategis perusahaan untuk menentukan proporsi utang dalam struktur modal, dengan tujuan memaksimalkan manfaat, seperti pengurangan pajak, sekaligus meminimalkan risiko, seperti kebangkrutan, guna meningkatkan nilai perusahaan secara berkelanjutan.

2. Indikator Kebijakan Utang

Indikator yang digunakan untuk mengukur kebijakan utang sebagai berikut:

a. Debt to Assets Ratio (DAR)

Debt to Asset Ratio (DAR) adalah rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur sejauh mana total aset perusahaan didanai oleh utang. Rasio ini menunjukkan proporsi utang terhadap total aset perusahaan, sehingga membantu mengidentifikasi risiko keuangan yang dihadapi perusahaan.

$$DAR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

b. *Long Term Debt to Assets Ratio (LTDAR)*

Long Term Debt to Assets Ratio (LTDAR) adalah rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur proporsi aset perusahaan yang didanai oleh utang jangka panjang. Rasio ini memberikan gambaran tentang tingkat ketergantungan perusahaan pada utang jangka panjang untuk mendanai asetnya.

$$\text{LTDAR} = \frac{\text{Total Utang Jangka Panjang}}{\text{Total Aset}}$$

c. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Debt to Equity Ratio (DER) adalah rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur seberapa besar proporsi utang perusahaan dibandingkan dengan ekuitasnya. Rasio ini membantu mengidentifikasi struktur pendanaan perusahaan, yaitu sejauh mana perusahaan menggunakan utang dibandingkan modal sendiri untuk mendanai operasinya.

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

d. *Interest Coverage Ratio (ICR)*

Interest Coverage Ratio (ICR) adalah rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan membayar beban bunga utangnya dengan laba operasionalnya. Rasio ini menunjukkan seberapa banyak laba yang tersedia untuk menutupi biaya bunga, sehingga mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban utangnya secara berkelanjutan.

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Beban Bunga}}$$

e. *Cash Flow to Debt Ratio*

Cash Flow to Debt Ratio adalah rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur sejauh mana arus kas operasional perusahaan mampu menutupi total utangnya. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas yang cukup untuk memenuhi kewajiban utangnya, termasuk pokok dan bunga.

$$\text{Cash Flow to Debt Ratio} = \frac{\text{Arus Kas Operasional}}{\text{Total Utang}}$$

Pada penelitian ini kebijakan utang diukur menggunakan proksi DAR. DAR dipilih karena rasio ini menggambarkan seberapa besar total aset perusahaan yang dibiayai oleh utang. Selain itu, DAR memiliki keterkaitan erat dengan struktur modal, yang dalam penelitian ini berperan sebagai variabel mediasi.

3. Struktur Modal

Struktur Modal merupakan salah satu konsep fundamental dalam keuangan perusahaan yang mengacu pada kombinasi proporsi antara utang dan ekuitas yang digunakan oleh perusahaan untuk mendanai aktivitas operasional dan investasinya (Kraus & Litzenberger, 1973). Struktur modal yang optimal bertujuan untuk meminimalkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Menurut Modigliani & Miller (1958), dalam kondisi pasar yang sempurna, struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Namun, dalam dunia nyata dengan adanya pajak dan biaya kebangkrutan, struktur modal yang mengandung utang dapat memberikan manfaat berupa pengurangan pajak (*tax shield*), tetapi juga meningkatkan risiko kebangkrutan jika penggunaannya berlebihan.

Myers & Majluf (1984) menambahkan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh hierarki pendanaan sesuai *Pecking Order Theory*, di mana perusahaan lebih memilih hierarki sumber pendanaan internal, kemudian utang, dan sebagai pilihan terakhir, ekuitas. Dengan demikian, proporsi antara utang dan ekuitas mencerminkan preferensi perusahaan dalam mengelola pembiayaan untuk mendukung pertumbuhan.

Dalam konteks penelitian ini, struktur modal tidak hanya sekadar kombinasi utang dan ekuitas, tetapi juga alat untuk mencapai keseimbangan antara risiko dan profitabilitas. Struktur modal yang dirancang dengan baik memungkinkan perusahaan untuk memanfaatkan keunggulan utang sambil meminimalkan risiko keuangan, sehingga berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan.

Dari berbagai pandangan tersebut, dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah kombinasi strategis antara utang dan ekuitas yang dirancang untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan mempertimbangkan manfaat pajak, biaya kebangkrutan, dan preferensi hierarki pendanaan perusahaan.

4. Indikator Struktur Modal

Indikator untuk mengukur struktur modal sebagai berikut:

a. *Debt to Equity Ratio* (DER)

Debt to Equity Ratio (DER) adalah rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur proporsi antara total utang dan total ekuitas dalam struktur pendanaan perusahaan. Rasio ini menunjukkan sejauh mana perusahaan menggunakan utang dibandingkan dengan modal pemilik untuk mendanai operasinya.

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

b. *Debt to Asset Ratio (DAR)*

Debt to Asset Ratio (DAR) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana total aset perusahaan dibiayai oleh utang. Rasio ini memberikan gambaran tentang tingkat kewajiban yang harus ditanggung perusahaan dibandingkan dengan jumlah total aset yang dimiliki. DAR menunjukkan proporsi aset yang dibiayai oleh utang, dan dengan demikian mengindikasikan tingkat risiko keuangan yang dihadapi perusahaan.

$$DAR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

c. *Equity to Asset Ratio (EAR)*

Equity to Asset Ratio (EAR) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa besar bagian dari total aset perusahaan yang dibiayai oleh ekuitas pemegang saham. Rasio ini menunjukkan proporsi aset yang dimiliki oleh pemegang saham dibandingkan dengan yang dibiayai oleh utang. EAR memberikan gambaran tentang tingkat independensi finansial perusahaan dan seberapa kuat posisi ekuitasnya untuk menanggung kewajiban.

$$EAR = \frac{\text{Total Ekuitas}}{\text{Total Aset}}$$

d. *Debt to Capital Ratio (DCR)*

Debt to Capital Ratio (DCR) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur proporsi utang dalam struktur modal perusahaan. Rasio ini menunjukkan seberapa besar perusahaan mengandalkan utang dibandingkan dengan modal keseluruhan (*capital*), yang meliputi utang dan ekuitas. DCR memberikan gambaran tentang risiko keuangan yang terkait dengan ketergantungan perusahaan pada utang untuk mendanai operasional dan ekspansinya.

$$DCR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Utang} + \text{Total Ekuitas}}$$

Penelitian ini variabel struktur modal sebagai variabel mediasi diukur menggunakan proksi *Debt to Equity Ratio* (DER). Proksi DER dipilih karena DER membantu dalam menganalisis risiko finansial, ketergantungan pada utang, dan efisiensi pendanaan, serta memberikan gambaran keseluruhan tentang stabilitas keuangan perusahaan dalam jangka panjang.

5. Nilai Perusahaan

Nilai Perusahaan merupakan salah satu indikator penting dalam menilai keberhasilan dan kinerja sebuah perusahaan. Nilai perusahaan mencerminkan persepsi pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai bagi pemegang sahamnya (Damodaran, 2001). Nilai ini tidak hanya didasarkan pada kinerja keuangan perusahaan saat ini, tetapi juga pada prospek keuntungan di masa depan.

Menurut Weston & Copeland (1992), nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar total dari semua aset perusahaan, baik yang dibiayai melalui ekuitas maupun utang. Adapun menurut Ndasa et al. (2021) nilai perusahaan adalah harga yang tersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Indikator yang sering digunakan untuk mengukur nilai perusahaan adalah *Price to Book Value*, yaitu rasio keuangan yang digunakan untuk menilai harga saham perusahaan dengan nilai buku perusahaannya.

Selain itu, Jensen & Meckling (1976) menjelaskan bahwa nilai perusahaan dapat ditingkatkan dengan mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham. Struktur modal yang optimal dapat meningkatkan nilai

perusahaan dengan menciptakan keseimbangan antara risiko keuangan dan pengembalian.

Dalam konteks penelitian ini, nilai perusahaan tidak hanya merepresentasikan kinerja keuangan, tetapi juga kepercayaan investor terhadap prospek pertumbuhan perusahaan. Nilai perusahaan dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk kebijakan utang dan struktur modal, yang bersama-sama menciptakan strategi pembiayaan yang efisien untuk mendukung pertumbuhan.

Dari berbagai pandangan tersebut, dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan adalah persepsi pasar terhadap kinerja dan prospek perusahaan yang tercermin dalam harga pasar aset, yang dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya secara efisien dan strategis.

6. Indikator Nilai Perusahaan

Nilai Perusahaan dapat diukur menggunakan proksi-proksi di bawah ini:

a. *Price to Book Value* (PBV)

PBV adalah perbandingan antara harga pasar saham perusahaan (*market price*) dengan nilai buku perusahaan (*book value*). Nilai buku perusahaan sendiri dihitung berdasarkan selisih antara total aset dan total kewajiban yang tercatat dalam neraca.

$$PBV = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$$

b. *Tobin's Q*

Tobin's Q adalah perbandingan antara nilai pasar ekuitas dan total liabilitas dengan total aset perusahaan.

$$Tobin's\ Q = \frac{\text{Nilai Pasar Ekuitas} + \text{Total Liabilitas}}{\text{Total Aset}}$$

c. *Price Earning Ratio (PER)*

Price Earning Ratio adalah perbandingan antara harga pasar saham (*market price*) dan laba bersih per saham *earnings per share* (EPS) perusahaan. Rasio ini menunjukkan seberapa banyak investor bersedia membayar untuk setiap unit laba yang dihasilkan oleh perusahaan.

$$PER = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

d. *Price to Sales Ratio (PSR)*

Price to Sales Ratio mengukur harga saham perusahaan relatif terhadap pendapatan atau penjualannya. Rasio ini sering digunakan untuk perusahaan yang belum menghasilkan laba, namun memiliki pendapatan yang signifikan.

$$Price\ to\ Sales\ Ratio = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Pendapatan per Saham}}$$

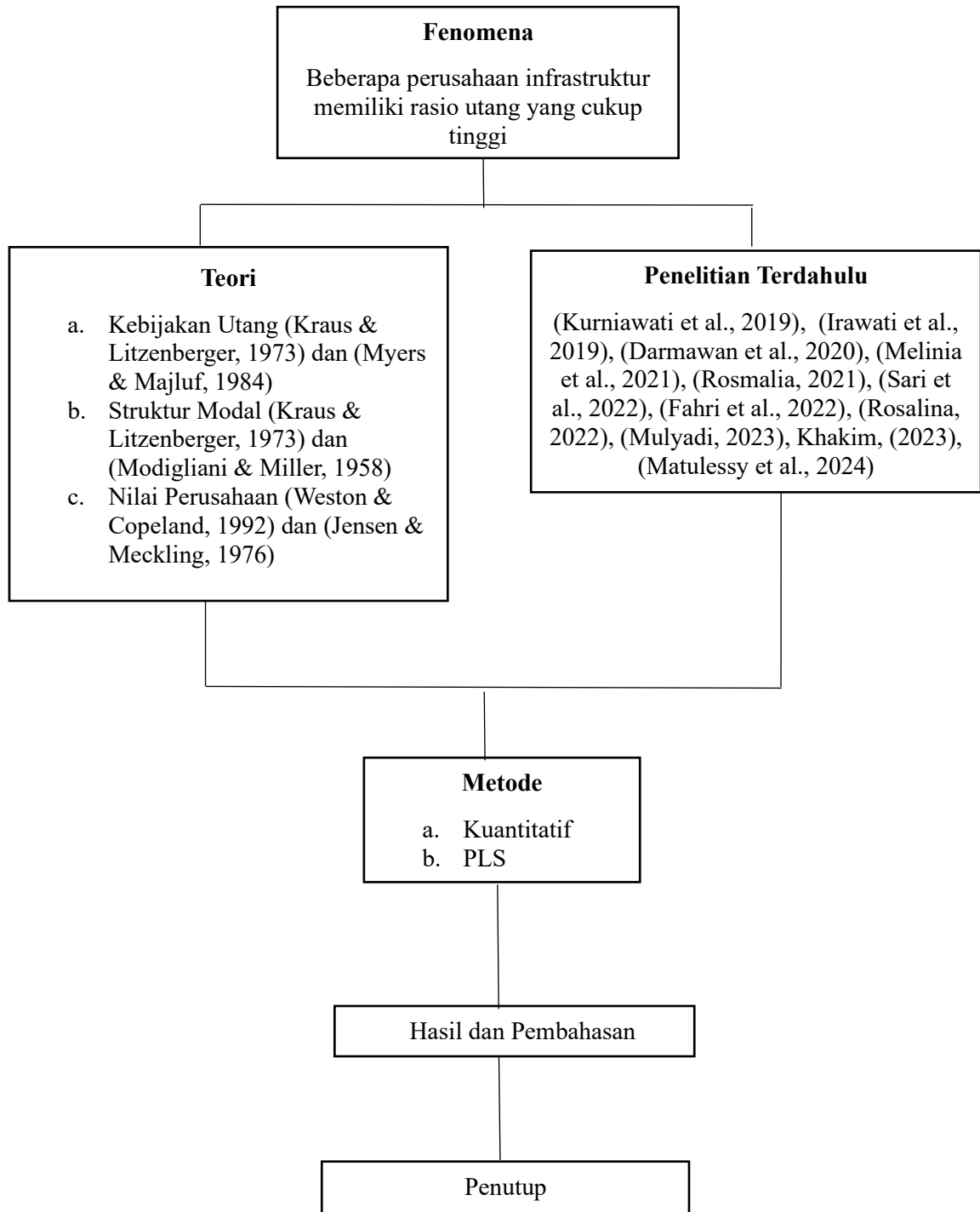
e. *Market Capitalization (Market Cap)*

Market Capitalization (Market Cap) adalah nilai pasar seluruh saham yang beredar perusahaan. Ini dihitung dengan mengalikan harga saham dengan jumlah saham yang beredar. Market cap sering digunakan sebagai ukuran dasar untuk menilai ukuran perusahaan di pasar saham

$$Market\ Cap = \text{Harga Saham} \times \text{Jumlah Saham yang Beredar}$$

Pada penelitian ini nilai perusahaan diukur menggunakan rasio PBV. Peneliti menggunakan rasio PBV karena alat untuk menilai valuasi perusahaan berdasarkan aset tetap dan lebih mudah diakses dan dipahami oleh investor umum. PBV memiliki keunggulan dalam hal kesederhanaan, kemudahan penerapan, dan relevansi untuk perusahaan dengan aset berwujud.

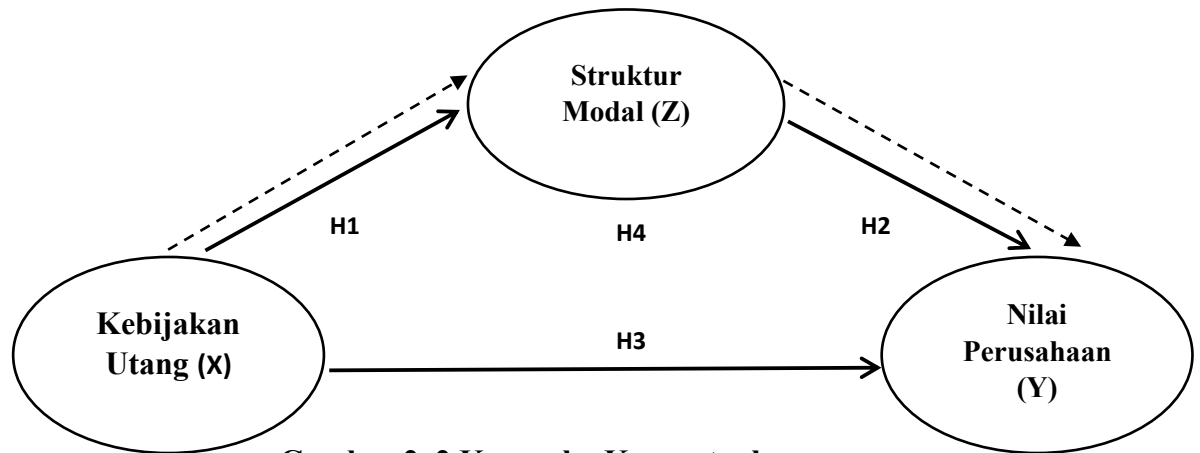
2.2 Kerangka Pikir Penelitian



Gambar 2. 1 Kerangka Pikir Penelitian

Sumber: data literatur diolah, 2025

2.3 Kerangka Konseptual



Gambar 2. 2 Kerangka Konseptual

Sumber: data literatur, 2025

Mengacu kepada rumusan masalah, kajian teori, penelitian terdahulu yang digunakan, kerangka konseptual dapat dirumuskan beberapa hipotesis sebagai berikut:

H1: Kebijakan utang berpengaruh positif terhadap struktur modal. Penelitian yang mendukung hipotesis ini antara lain (Fahri et al., 2022) dan (Mulyadi, 2023).

H2: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang mendukung hipotesis ini antara lain (Rosmalia, 2021), (Fahri et al., 2022), (Rosalina, 2022), Khakim, (2023), dan (Matulessy et al., 2024).

H3: Kebijakan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang mendukung hipotesis ini antara lain dilakukan oleh (Darmawan et al., 2020), (Sari et al., 2022), dan (Fahri et al., 2022), (Kurniawati et al., 2019), dan (Melinia et al., 2021).

H4: Kebijakan utang melalui struktur modal sebagai variabel mediasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian terdahulu yang mendukung hipotesis ini

antara lain (Irawati et al., 2019), (Fahri et al., 2022), (Rosalina, 2022), (Mulyadi, 2023), (Khakim, 2023), (Shavitri et al., 2023), dan (Matulesy et al., 2024).

2.4 Hipotesis

Berdasarkan pada kerangka konseptual di atas, maka dapat disusun hipotesis untuk penelitian ini sebagai berikut:

2.4.1 Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Struktur Modal

Pecking Order Theory memberikan perspektif yang relevan untuk memahami hubungan antara Kebijakan Utang dan Struktur Modal. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan memiliki hierarki dalam pemilihan sumber pendanaan, di mana pendanaan internal lebih diutamakan dibandingkan utang, dan penerbitan ekuitas adalah pilihan terakhir (Myers & Majluf, 1984). Kebijakan utang memainkan peran penting dalam menentukan proporsi utang dalam struktur modal perusahaan.

Penelitian terdahulu seperti yang dilakukan oleh Fahri et al. (2022) dan Mulyadi (2023) mendukung bahwa kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Berdasarkan temuan-temuan ini, hipotesis pertama yang diajukan adalah:

H1: Kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

2.4.2 Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Agency Theory mendukung hubungan antara Struktur Modal dan Nilai Perusahaan dengan menjelaskan bagaimana utang dalam struktur modal dapat mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham. Menurut teori ini, kewajiban pembayaran bunga utang meningkatkan disiplin manajerial, yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

Penelitian terdahulu seperti yang dilakukan oleh Rosmalia (2021), Fahri et al. (2022), Khakim, (2023), Shavitri et al. (2023), dan Matulesy et al. (2024) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil-hasil ini, hipotesis kedua yang diajukan adalah:

H2: Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.4.3 Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan

Trade-Off Theory memberikan landasan yang kuat untuk memahami pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan berusaha mencapai struktur modal optimal dengan menyeimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang (Kraus & Litzenberger, 1973). Dalam hal ini, kebijakan utang yang efektif dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui pengurangan pajak (*tax shield*). Namun, penggunaan utang yang berlebihan dapat menimbulkan biaya kebangkrutan, yang pada akhirnya menurunkan nilai perusahaan.

Penelitian terdahulu seperti yang dilakukan oleh Darmawan et al. (2020), Melinia et al. (2021), dan Sari et al. (2022) mendukung pandangan ini dengan menunjukkan bahwa kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan temuan-temuan ini, hipotesis ketiga yang diajukan adalah:

H3: Kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.4.4 Pengaruh Kebijakan Utang Melalui Struktur Modal sebagai Variabel Mediasi terhadap Nilai Perusahaan

Signaling Theory memberikan landasan teoretis yang relevan untuk memahami peran Struktur Modal sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. Teori ini menjelaskan bahwa keputusan

keuangan, seperti kebijakan utang, memberikan sinyal kepada pasar mengenai prospek perusahaan. Struktur modal yang optimal dapat memperkuat sinyal positif ini, yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan (Ross, 1977).

Penelitian terdahulu seperti yang dilakukan oleh Irawati et al., (2019), Fahri et al. (2022), Mulyadi (2023), Khakim, (2023), Shavitri et al. (2023), dan Matulesy et al. 2024 menunjukkan bahwa struktur modal dapat menjadi variabel mediasi yang menghubungkan kebijakan utang dan nilai perusahaan. Berdasarkan hasil ini, hipotesis keempat yang diajukan adalah:

H4: Kebijakan utang berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal sebagai variabel mediasi.