

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Landasan Teori

1. Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Signaling Theory, atau teori sinyal, adalah *grand theory* dalam penelitian ini. Menurut Brigham dan Houston, tindakan yang diambil oleh perusahaan untuk menunjukkan kepada investor bagaimana manajemen melihat prospek perusahaan disebut dengan isyarat atau sinyal. Sinyal ini menunjukkan kinerja manajemen yang telah diambil untuk memenuhi keinginan investor atau pemilik modal. Karena informasi yang dikeluarkan perusahaan akan mempengaruhi keputusan investasi pihak luar, itu sangat penting. Sinyal atau isyarat informasi tersebut sangat penting bagi investor karena berisi catatan, informasi, atau gambaran tentang bagaimana keberlangsungan perusahaan mampu bertahan di masa lalu masa kini dan masa depan.²⁸

Teori Sinyal, sebagaimana didefinisikan oleh Brigham dan Houston, menjelaskan bagaimana manajemen perusahaan berupaya mengkomunikasikan pandangan mereka tentang prospek masa depan perusahaan kepada investor. Komunikasi ini diwujudkan melalui serangkaian tindakan yang disebut “sinyal”, yang bertujuan menjembatani kesenjangan informasi antara manajemen sebagai pihak internal yang memiliki informasi mendalam, dan investor sebagai pihak eksternal yang informasinya terbatas. Intinya, sinyal merupakan bahasa yang digunakan perusahaan untuk “berbicara” kepada pasar modal mengenai kondisi terkini dan potensi pertumbuhan di masa mendatang. Sinyal ini krusial karena investor seringkali mengandalkan informasi yang diberikan perusahaan untuk membuat keputusan investasi.²⁹

Sinyal-sinyal yang dikirimkan perusahaan dapat dikategorikan menjadi beberapa jenis. Berdasarkan dampaknya terhadap persepsi investor, terdapat sinyal positif dan negatif.³⁰ Sinyal positif, seperti pengumuman laba di atas ekspektasi, investasi pada proyek potensial, peningkatan dividen, pembelian

²⁸ Brigham dan Houston, *Essentials of Financial Management. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Terjemahan Ali Akbar Yulianto*, (Jakarta: Salemba Empat, 2017), 184.

²⁹ *Ibid*, 184.

³⁰ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 1*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 32.

kembali saham, atau perubahan struktur modal yang menguntungkan, mengindikasikan prospek perusahaan yang cerah. Sebaliknya, sinyal negatif, seperti pengumuman kerugian, penurunan dividen, penjualan aset penting, peningkatan utang tanpa alasan jelas, atau pergantian manajemen yang tiba-tiba, memberi isyarat adanya masalah atau penurunan kinerja. Selain itu, sinyal juga dapat dibedakan berdasarkan simetri informasinya, yaitu sinyal simetris (informasi yang sama dimiliki manajemen dan investor) dan sinyal asimetris (perbedaan informasi antara manajemen dan investor). Sinyal asimetris merupakan kondisi yang lebih umum di pasar modal, dimana manajemen memiliki informasi lebih banyak, sehingga sinyal diperlukan untuk mengurangi asimetri informasi ini.³¹

Struktur modal, khususnya proporsi utang dan modal sendiri, dapat menjadi sinyal penting. Penggunaan utang yang terkendali dapat dianggap sinyal positif karena menunjukkan keyakinan manajemen terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas untuk membayar kewajiban utang (*liquidity*), serta memanfaatkan *tax shield*. Namun, utang yang berlebihan menjadi sinyal negatif karena meningkatkan risiko finansial. Demikian pula, penerbitan saham baru umumnya dianggap sinyal negatif karena berpotensi menurunkan earning per share (EPS), kecuali jika digunakan untuk membiayai proyek investasi yang sangat potensial dan didukung rekam jejak yang baik. Sinyal yang dikirimkan perusahaan melalui berbagai tindakan, termasuk pengelolaan struktur modal, secara signifikan memengaruhi persepsi investor terhadap profitabilitas dan pada akhirnya, nilai perusahaan.³²

Keputusan terkait struktur modal perusahaan mengirimkan sinyal kepada investor dapat memengaruhi pandangan mereka terhadap profitabilitas dan risiko perusahaan. Pandangan ini pada akhirnya berdampak pada harga saham dan nilai perusahaan secara keseluruhan. Apabila manajemen berhasil menyampaikan sinyal positif melalui struktur modal yang optimal, misalnya dengan menjaga keseimbangan antara utang dan modal sendiri, investor cenderung melihat perusahaan sebagai peluang investasi yang menarik dengan potensi keuntungan

³¹ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 32.

³² *Ibid*, 29.

tinggi dan risiko yang terkendali. Persepsi positif ini akan meningkatkan minat beli saham, mendorong kenaikan harga saham, dan pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika manajemen memberikan sinyal negatif melalui struktur modal yang kurang tepat, misalnya dengan mengambil utang yang berlebihan, investor akan menganggap perusahaan sebagai investasi yang berisiko tinggi dengan potensi keuntungan yang rendah. Hal ini dapat menyebabkan penurunan minat terhadap saham perusahaan, yang berujung pada penurunan harga saham dan penurunan nilai perusahaan.³³

2. Teori Urutan Kekuasaan (*Pecking Order Theory*)

Teori *Pecking Order*, yang dikembangkan oleh Stewart Myers dan Nicholas Majluf, menjelaskan bagaimana perusahaan mengambil keputusan terkait struktur modalnya. Landasan teori ini adalah adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan investor eksternal. Manajemen memiliki informasi internal yang lebih mendalam dan akurat mengenai kondisi keuangan dan prospek perusahaan di masa depan, sedangkan investor eksternal hanya memiliki informasi publik yang terbatas. Ketidakseimbangan informasi ini memunculkan biaya keagenan, yaitu biaya yang timbul akibat perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemilik modal, serta masalah *adverse selection* (seleksi merugikan), di mana investor sulit membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk, sehingga cenderung merugikan perusahaan yang sebenarnya sehat. Asimetri informasi ini mendorong perusahaan untuk memprioritaskan sumber pendanaan berdasarkan hierarki tertentu.³⁴

Inti dari Teori *Pecking Order* adalah preferensi perusahaan terhadap sumber pendanaan yang dimulai dari pendanaan internal, kemudian utang, dan terakhir ekuitas. Prioritas pertama adalah pendanaan internal, seperti laba ditahan. Perusahaan lebih memilih laba ditahan karena beberapa alasan. Pertama, tidak ada biaya transaksi eksternal yang timbul, seperti biaya penerbitan sekuritas atau biaya administrasi lainnya yang terkait dengan pendanaan eksternal. Kedua, masalah asimetri informasi tidak terlalu signifikan karena dana berasal dari internal

³³ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 33.

³⁴ I Made Sudana, *Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori dan Praktik Edisi 2*, (Jakarta: Erlangga, 2015), 174

perusahaan, sehingga tidak ada masalah adverse selection yang berarti. Manajemen tidak perlu memberikan sinyal kepada investor eksternal mengenai kualitas perusahaan. Terakhir, penggunaan laba ditahan memberikan fleksibilitas bagi perusahaan dalam mengambil keputusan investasi tanpa terikat persyaratan dan batasan dari kreditor atau investor eksternal. Jika dana internal tidak mencukupi, perusahaan akan beralih ke utang sebagai sumber pendanaan berikutnya.³⁵

3. *Trade-Off Theory*

Teori Trade-Off, seperti yang secara komprehensif dijelaskan oleh Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston dalam berbagai literatur keuangan, menyajikan kerangka kerja fundamental untuk memahami bagaimana perusahaan menentukan struktur modalnya. Teori ini berpostulat bahwa keputusan pendanaan perusahaan, khususnya mengenai perimbangan antara penggunaan utang dan ekuitas, merupakan hasil dari pertukaran (*trade-off*) yang cermat antara berbagai keuntungan dan kerugian terkait dengan penggunaan utang. Esensi utamanya adalah bahwa manajemen perusahaan secara aktif menyeimbangkan manfaat utama utang, yaitu penghematan pajak (*tax shield*), dengan peningkatan biaya yang timbul dari potensi kesulitan keuangan (*financial distress costs*) seiring bertambahnya tingkat leverage. Tujuan akhir dari penyeimbangan ini, menurut Brigham dan Houston, adalah untuk menemukan proporsi utang dan ekuitas yang memaksimalkan nilai pasar perusahaan secara keseluruhan, sehingga meningkatkan kekayaan pemegang saham.³⁶

Keuntungan paling signifikan dari penggunaan utang dalam kerangka Teori *Trade-Off*, sebagaimana ditekankan oleh Brigham dan Houston, adalah terciptanya perisai pajak atau *tax shield*. Hal ini timbul karena bunga yang dibayarkan atas pinjaman diakui sebagai biaya operasional yang dapat dikurangkan dari pendapatan kena pajak (*tax deductible*) perusahaan dalam banyak yurisdiksi pajak.³⁷ Konsekuensinya, beban pajak penghasilan perusahaan menjadi lebih rendah dibandingkan jika perusahaan didanai sepenuhnya oleh

³⁵ I Made Sudana, *Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori dan Praktik Edisi 2*, (Jakarta: Erlangga, 2015), 174.

³⁶ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 31.

³⁷ *Ibid*, 32.

ekuitas atau jika menggunakan pendanaan lain yang biayanya tidak dapat dikurangkan dari pajak (seperti dividen saham preferen). Penghematan pajak ini secara langsung menambah arus kas yang tersedia bagi seluruh penyedia modal (kreditur dan pemegang saham), yang pada gilirannya berkontribusi positif terhadap valuasi perusahaan. Oleh karena itu, pada tingkat leverage awal, penambahan utang cenderung meningkatkan nilai perusahaan karena manfaat penghematan pajak ini sangat terasa dan seringkali melebihi potensi biaya negatifnya yang masih relatif kecil.

Brigham dan Houston juga menegaskan bahwa penggunaan utang tidaklah tanpa risiko dan biaya. Seiring dengan meningkatnya rasio utang terhadap ekuitas, probabilitas perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) juga turut meningkat. Biaya yang terkait dengan kesulitan keuangan ini dapat mulai diidentifikasi dari biaya langsung kebangkrutan (*direct bankruptcy costs*). Biaya-biaya ini adalah pengeluaran kas aktual yang terjadi ketika perusahaan secara formal dinyatakan bangkrut dan harus melalui proses hukum serta restrukturisasi atau likuidasi. Titik temu antara manfaat pajak dan total biaya kesulitan keuangan (baik langsung maupun tidak langsung) inilah yang pada akhirnya menentukan struktur modal optimal menurut Teori *Trade-Off* Brigham dan Houston.³⁸ Pada level inilah nilai perusahaan secara teoritis mencapai puncaknya. Jika utang ditambah melebihi titik optimal ini, tambahan biaya kesulitan keuangan yang diharapkan (probabilitas dikalikan besarnya biaya) akan melampaui tambahan manfaat pajak, menyebabkan nilai perusahaan justru menurun.

Brigham dan Houston menekankan bahwa target struktur modal optimal ini bersifat dinamis dan spesifik untuk setiap perusahaan, sangat dipengaruhi oleh faktor-faktor inheren seperti risiko bisnis operasionalnya, stabilitas arus kas, tingkat profitabilitas saat ini dan yang diharapkan, struktur aset (tingkat *tangibility* aset yang dapat dijadikan jaminan), serta posisi dan tarif pajak perusahaan. Teori ini memberikan panduan konseptual yang penting bagi manajer keuangan dalam menargetkan dan mengelola leverage perusahaan untuk mencapai tujuan maksimalisasi nilai.³⁹

³⁸ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 31.

³⁹ *Ibid*, 32.

4. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dapat diartikan sebagai satu diantara beberapa elemen vital perusahaan yang digunakan calon investor untuk dianalisis sebelum mereka menanamkan modal. Nilai perusahaan juga dapat diartikan sebagai parameter yang digunakan untuk menaksir keadaan sebuah perusahaan dengan keadaan universal baik deviden maupun resiko di dalamnya. Ketika investor hendak menanam modal, sebelum itu investor melakukan penggalan informasi terlebih dahulu mengenai keadaan perusahaan yang akan ditanami modal. Investor yang telah melakukan analisis baru menentukan pilihan perusahaan yang dinilai paling memberikan keuntungan. Nilai perusahaan inilah merupakan indikator yang menyajikan petunjuk seberapa baik keberhasilan suatu perusahaan.⁴⁰

Brigham dan Houston mendefinisikan nilai perusahaan sebagai nilai pasar, sebuah representasi kuantitatif dari kekayaan pemegang saham yang diukur secara maksimal. Nilai pasar ini secara langsung terefleksikan dalam harga saham perusahaan yang diperdagangkan di pasar modal. Oleh karena itu, terdapat hubungan linear yang kuat antara harga saham dan nilai perusahaan. Peningkatan harga saham secara otomatis berimplikasi pada peningkatan nilai perusahaan secara keseluruhan. Dapat disimpulkan bahwa tujuan utama dari manajemen keuangan dalam sebuah perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan, yang pada dasarnya berarti berfokus pada upaya untuk mendorong dan mempertahankan harga saham pada tingkat yang optimal dan berkelanjutan. Fokus ini didasari keyakinan bahwa harga saham yang tinggi mencerminkan kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan di masa depan dan kinerja manajemen dalam mengelola aset dan sumber daya perusahaan secara efektif dan efisien.⁴¹

Berdasarkan interpretasi buku Brigham dan Houston, terdapat beberapa faktor fundamental memengaruhi nilai suatu perusahaan. Salah satu faktor terpenting adalah profitabilitas, yang mencerminkan seberapa efektif perusahaan

⁴⁰ Febriani, Pengaruh Likuiditas Dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening, *Jurnal Pendidikan, Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 3, No. 2, 2020, 223.

⁴¹ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 1*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 10.

menghasilkan laba dari aset dan modal yang dimilikinya. Profitabilitas ini sering diukur menggunakan rasio-rasio keuangan seperti *Return on Assets* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE). ROA mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari total asetnya, sementara ROE mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bagi pemegang saham. Secara umum, perusahaan yang menunjukkan tingkat ROA dan ROE yang lebih tinggi dianggap lebih efisien dan menguntungkan, sehingga cenderung memiliki nilai yang lebih tinggi di mata investor. Profitabilitas yang solid memberikan keyakinan kepada investor tentang kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *cash flow* yang stabil dan berkelanjutan di masa depan, yang pada akhirnya mendorong apresiasi terhadap nilai perusahaan.⁴²

Selain profitabilitas, struktur modal juga memainkan peran krusial dalam menentukan nilai perusahaan. Struktur modal merujuk pada komposisi pendanaan perusahaan, yaitu perbandingan antara utang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai aset-asetnya. Brigham dan Houston menekankan pentingnya mencapai struktur modal yang optimal, yaitu komposisi yang meminimalkan biaya modal keseluruhan dan pada saat yang sama memaksimalkan nilai perusahaan. *Trade-off theory* (teori pertukaran) menjelaskan dinamika ini dengan menekankan adanya pertukaran antara manfaat pajak yang diperoleh dari penggunaan utang (karena bunga utang dapat mengurangi beban pajak) dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) yang timbul akibat tingkat utang yang terlalu tinggi. Tingkat *liquidity* perusahaan, yang mengukur kemampuannya untuk memenuhi kewajiban jangka pendek, juga merupakan faktor penting. Perusahaan dengan tingkat *liquidity* yang baik dianggap lebih aman dan memiliki risiko gagal bayar yang lebih rendah, yang pada akhirnya dapat berkontribusi pada penilaian yang lebih tinggi oleh investor dan pasar.⁴³

5. Struktur Modal

Kinerja perusahaan bergantung pada struktur modalnya, yang berfungsi sebagai katalisator untuk meningkatkan produktivitas dengan tujuan mengoptimalkan nilai perusahaan. Menurut kebijakan keuangan, struktur modal

⁴² Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 1*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019).

⁴³ *Ibid*, 126.

diatur untuk menelaah proporsi yang tepat antara ekuitas (aset) dan liabilitas (hutang). Manajemen yang baik memungkinkan perusahaan untuk mengoptimalkan modal dan juga dapat memenuhi kewajiban utangnya, kondisi tersebut merupakan pencapaian titik maksimum pada struktur modal. Struktur modal memiliki hubungan yang selaras dengan kondisi finansial perusahaan, semaik baik struktur modal semaikn baik pula kondisi finansial sebuah perusahaan.⁴⁴

Brigham dan Houston mendefinisikan struktur modal sebagai kombinasi spesifik antara utang, saham preferen, dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai asetnya. Lebih sederhana, struktur modal menunjukkan bagaimana perusahaan mendanai operasinya melalui proporsi utang dan ekuitas. Utang mencakup pinjaman bank, obligasi, dan bentuk pinjaman lainnya, sementara ekuitas mewakili kepemilikan dalam perusahaan, yang berasal dari modal disetor pemegang saham dan laba ditahan. Keputusan mengenai struktur modal merupakan keputusan keuangan yang krusial karena berdampak langsung pada biaya modal perusahaan, risiko keuangan, dan pada akhirnya, nilai perusahaan. Brigham dan Houston menekankan bahwa tidak ada satu struktur modal yang “ideal” untuk semua perusahaan. Struktur modal optimal bervariasi tergantung pada faktor-faktor spesifik perusahaan, seperti jenis industri, stabilitas pendapatan, tingkat pertumbuhan, dan preferensi manajemen terhadap risiko.⁴⁵ Menurut Peraturan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 169 Tahun 2015 menyatakan bahwa struktur modal yang baik atau aman berada pada kisaran skala 4 banding 1 (4 : 1).⁴⁶

6. *Liquidity*

Variabel yang digunakan sebagai alat ukur kapabilitas sebuah perusahaan memenuhi kewajibannya dalam pembayaran *liability* jangka pendek disebut juga dengan *Liquidity*. Semakin perusahaan memiliki tingkat *liquidity* yang optimal maka semakin baik ia mengelola aset lancar (*current asset*) guna membayar kewajiban lancarnya (*current liability*), sehingga resiko pailit dalam membayar

⁴⁴ Erni Madya, Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi Kebijakan Dividen, *Bongaya Journal of Research in Management*, Vol. 2, No. 1, 2019, 82.

⁴⁵ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 6.

⁴⁶ Peraturan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 169 Tahun 2015.

kewajiban jangka pendek pada kreditur berkurang.⁴⁷ Akan tetapi tingkat *liquidity* yang terlalu tinggi menandakan sinyal negatif bahwa perusahaan tidak mampu mengefisiensikan aset lancarnya untuk dirubah sebagai profit. Menurut Keynes jika perusahaan memegang kas atau aset lancar secara berlebihan, jauh melampaui kebutuhan transaksi dan berjaga-jaga yang wajar, dan tanpa tujuan spekulatif yang menguntungkan, maka hal ini dapat diinterpretasikan sebagai inefisiensi.⁴⁸

Dalam pandangan investor, rasio aset lancar yang tinggi sering diinterpretasikan sebagai sinyal positif yang mencerminkan kesehatan finansial perusahaan dan kemampuan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga meningkatkan daya tarik perusahaan di mata investor. Namun, penting untuk dicatat bahwa rasio likuiditas yang terlalu tinggi, khususnya rasio lancar, justru dapat menjadi indikasi inefisiensi dalam pengelolaan aset lancar. Hal ini dapat menimbulkan kekhawatiran di kalangan investor bahwa perusahaan tidak optimal dalam memanfaatkan asetnya untuk menghasilkan keuntungan yang lebih besar. Oleh karena itu, tidak hanya rasio lancar yang rendah yang berdampak negatif pada penilaian perusahaan, tetapi rasio yang terlalu tinggi pun dapat menimbulkan persepsi negatif. Menurut Kibet, rentang rasio lancar yang dianggap ideal dan menyeimbangkan antara ketersediaan dana dan efisiensi pengelolaan aset berada pada kisaran 1,5 hingga 3 (1,5:1 – 3:1), di mana perusahaan dianggap mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya tanpa mengorbankan potensi keuntungan dari aset lancarnya.⁴⁹

7. Profitabilitas

Suatu perusahaan yang mengalami kerugian atau tanpa adanya keuntungan akan mengalami kesulitan dalam mencari modal dari luar, untuk itu sangat penting bagi perusahaan dalam melangsungkan kegiatan bisnisnya berada dalam keadaan yang menguntungkan (*profitable*). Perusahaan yang mempunyai tingkat profit besar merupakan tipe perusahaan yang disukai investor, karena keuntungan

⁴⁷ Richky Prabowo dan Aftoni Sutanto, Analisis Pengaruh Struktur Modal, dan Likuiditas terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Sektor Otomotif di Indonesia, *Jurnal Samudra Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 10, No. 1, 2019, 2.

⁴⁸ John. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (Macmillan & Co, 1936), 97.

⁴⁹ Lydia Kibet, *Understanding the Current Ratio*, <https://www.businessinsider.com/>, diakses pada tanggal 30 Desember 2024

mencerminkan keberhasilan suatu perusahaan dalam mengelola modalnya. Oleh karena itu profitabilitas mampu mempengaruhi nilai perusahaan.⁵⁰ Profitabilitas merupakan kapabilitas perusahaan untuk mengais profit dalam pengoperasian bisnisnya, semakin banyak keuntungan maka semakin banyak potensi sebuah saham diminati oleh investor dan semakin baik tingkat nilai perusahaan.

Profitabilitas menunjukkan seberapa baik manajemen mengelola perusahaan. Profitabilitas dapat diukur dengan berbagai cara, seperti laba operasi, laba bersih, pengembalian investasi atau aktiva, dan pengembalian ekuitas pemilik. Profitabilitas suatu perusahaan dapat dihitung dengan membandingkan jumlah laba yang diperoleh dalam suatu periode dengan jumlah aktiva atau modalnya. Dengan kata lain, profitabilitas suatu perusahaan dapat dihitung dengan mengukur keberhasilan dan kapabilitas sebuah perusahaan dalam mengelola aset atau modalnya dengan produktif.⁵¹

Brigham dan Houston mengamati sebuah fenomena menarik di antara perusahaan-perusahaan dengan kinerja keuangan yang luar biasa. Mereka menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang secara konsisten menghasilkan tingkat profitabilitas yang sangat tinggi cenderung mengandalkan tingkat utang yang relatif rendah dalam struktur modal mereka. Contoh-contoh klasik dari fenomena ini dapat ditemukan pada raksasa teknologi seperti Google (Alphabet Inc.), Intel, dan Microsoft.⁵² Perusahaan-perusahaan ini menunjukkan bahwa kinerja yang kuat dan kemampuan menghasilkan keuntungan yang besar tidak selalu berbanding lurus dengan penggunaan utang yang tinggi. Sebaliknya, mereka tampaknya lebih memilih untuk membiayai operasi dan ekspansi mereka dengan cara yang lebih konservatif.

Inti dari pengamatan ini adalah bahwa perusahaan-perusahaan berkinerja tinggi tersebut tidak terlalu bergantung pada pendanaan utang karena mereka mampu menghasilkan *cash flow* internal yang substansial. Dengan kata lain, sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka terpenuhi oleh laba ditahan dan

⁵⁰ Rahayu dan Sari, B, Faktor-faktor yang mempengaruhi Nilai Perusahaan, *Jurnal Ikraith Humaniora*, Vol. 2, No. 2, 2018, 72.

⁵¹ Amalia Nur Chasanah, Pengaruh Rasio Likuiditas, Profitabilitas, Struktur Modal, dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Penelitian Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 3, No. 1, 2018.

⁵² Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019).

sumber daya internal lainnya. Kemampuan untuk menghasilkan keuntungan yang tinggi dan menginvestasikannya kembali secara efektif menciptakan siklus pendanaan mandiri yang kuat. Hal ini mengurangi kebutuhan untuk mencari pinjaman atau menerbitkan obligasi secara eksternal. Strategi ini juga memberikan beberapa keuntungan, seperti mengurangi risiko finansial yang terkait dengan utang, mempertahankan fleksibilitas operasional yang lebih besar, dan menghindari biaya transaksi yang terkait dengan pendanaan eksternal. Fenomena ini mendukung gagasan bahwa perusahaan yang sangat menguntungkan seringkali memiliki insentif yang lebih kecil untuk mengambil utang dalam jumlah besar.⁵³

8. Etika Bisnis Islam

Etika bisnis dalam perspektif Islam merupakan implementasi prinsip-prinsip ajaran agama yang bersumber dari Al-Qur'an dan Sunnah Nabi Muhammad SAW ke dalam praktik bisnis. Hal ini berarti bahwa setiap aktivitas bisnis, mulai dari perencanaan, produksi, pemasaran, hingga transaksi, harus selaras dengan nilai-nilai yang terkandung dalam kedua sumber utama ajaran Islam tersebut. Al-Qur'an memberikan panduan umum yang memuat nilai-nilai dasar, seperti kejujuran, keadilan, amanah, dan tanggung jawab, yang kemudian diaktualisasikan dalam konteks bisnis yang terus berkembang. Fleksibilitas ajaran Islam memungkinkan penerapan nilai-nilai ini disesuaikan dengan perkembangan zaman, serta mempertimbangkan konteks ruang dan waktu, sehingga etika bisnis Islam tetap relevan dan dapat diterapkan dalam berbagai situasi dan kondisi.⁵⁴

Lebih lanjut, Imam Al-Ghazali dalam kitabnya *Ihya Ulumuddin* menjelaskan etika sebagai sifat yang melekat dalam jiwa, yang memunculkan perbuatan secara spontan tanpa memerlukan pertimbangan yang rumit. Dalam konteks bisnis, ini berarti bahwa etika bisnis Islam bukan sekadar aturan eksternal yang dipaksakan, tetapi telah menjadi bagian integral dari karakter pelaku bisnis Muslim. Dengan demikian, etika bisnis dalam syariat Islam adalah akhlak yang mendasari praktik bisnis yang selaras dengan nilai-nilai Islam. Pelaku bisnis yang berpegang pada etika ini akan menjalankan usahanya dengan keyakinan yang kuat

⁵³ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 37.

⁵⁴ Abdul Aziz, dkk., *Etika Bisnis Islam : Teori & Penerapan*, (Indramayu: Penerbit Adab, 2024).

bahwa tindakannya benar dan baik, sehingga menghilangkan keraguan dan kekhawatiran yang mungkin timbul dalam aktivitas bisnis. Keyakinan ini didasarkan pada pedoman yang jelas dari Al-Qur'an dan Sunnah, yang memberikan kepastian moral dalam setiap langkah bisnis.⁵⁵

Etika bisnis dalam Islam dibangun di atas fondasi moral yang kuat, di antaranya adalah *warra'* (kehati-hatian) dan *itqan* (profesionalisme). *Warra'* menekankan pentingnya sikap preventif terhadap hal-hal yang *syubhat* (meragukan) atau berpotensi haram dalam aktivitas bisnis. Prinsip ini mendorong pelaku bisnis untuk menghindari transaksi atau praktik yang keabsahannya diragukan atau berpotensi merugikan pihak lain. Contohnya, seorang manajer keuangan yang menerapkan prinsip *warra'* akan sangat berhati-hati dalam mengelola dana investor, memastikan setiap investasi sesuai dengan prinsip syariah dan meminimalkan risiko yang tidak perlu. Sementara itu, *itqan* menekankan pada pelaksanaan pekerjaan dengan sebaik-baiknya, secara profesional dan berkualitas. Dalam konteks bisnis, *itqan* mewajibkan penyediaan produk atau layanan yang bermutu tinggi, efisien, dan efektif. Hal ini dicapai melalui penguasaan ilmu pengetahuan dan keterampilan pengelolaan yang relevan, serta komitmen untuk terus meningkatkan kualitas dan berinovasi.⁵⁶

Dua pilar penting lainnya dalam etika bisnis Islam adalah *mas'uliyah* (tanggung jawab) dan amanah (kepercayaan). *Mas'uliyah* melingkupi tanggung jawab atas setiap tindakan dan keputusan yang diambil dalam konteks bisnis. Dalam perspektif Islam, tanggung jawab ini tidak hanya terbatas pada aspek hukum dan ekonomi, tetapi juga mencakup dimensi moral dan spiritual di hadapan Allah SWT. Seorang pebisnis yang bertanggung jawab akan mempertimbangkan dampak sosial dan lingkungan dari kegiatan bisnisnya, serta memastikan terpenuhinya hak-hak seluruh pihak yang terlibat, termasuk karyawan, konsumen, dan masyarakat. Kemudian, amanah merupakan landasan utama dalam membangun hubungan bisnis yang sehat dan berkelanjutan. Amanah berarti dapat dipercaya dan jujur dalam semua aspek bisnis, mulai dari transaksi jual beli,

⁵⁵ Hikma Niar, *Etika Bisnis: Dinamika Persaingan Usaha*, (Bandung: CV. Media Sains Indonesia, 2023), 10.

⁵⁶ Ahmad Hanafi, Prinsip dan Etika Bisnis dalam Islam, <https://markazinayah.com/>, diakses pada tanggal 30 Desember 2024.

pemenuhan janji, hingga menjaga kerahasiaan informasi. Kepercayaan merupakan modal penting dalam bisnis, dan amanah menjadi kunci untuk memelihara dan memperkuat kepercayaan tersebut, menciptakan lingkungan bisnis yang saling menguntungkan dan penuh keberkahan.⁵⁷

B. Variabel Penelitian

Menurut Sugiyono, *research variable* atau yang biasa dikenal dengan variabel penelitian merupakan karakter, watak, atau nilai individu, objek atau aktivitas yang memiliki variasi tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian diambil kesimpulan.⁵⁸ Suatu konsep yang memiliki nilai yang berbeda disebut variabel. Konsep inilah berupa abstraksi yang dibuat secara universal didefinisikan sebagai fenomena abstrak yang dihasilkan dari generalisasi tentang hal-hal yang unik. Terdapat tiga jenis variabel penelitian yang digunakan dalam riset kali ini, diantaranya:

1. *Independent Variable* (Variabel Bebas)

Independent Variable atau variabel bebas di kalangan ilmuwan biasa juga dikenal sebagai *stimulants* (pemberi rangsangan pada variabel terikat), *predictor* (mempengaruhi variabel lain), dan *antecedent* (kata benda yang menjadi penyebab penelitian). Variabel yang memiliki pengaruh terhadap variabel lain atau menjadi penyebab variabel *dependent* berubah atau muncul disebut juga dengan variabel bebas.⁵⁹ Struktur modal (X1) dan *Liquidity* (X2) pada riset kali ini berperan sebagai *stimulants*, *predictor*, dan *antecedents*, atau yang dikenal sebagai *independent variable*.

2. *Dependent Variable* (Variabel Terikat)

Dependent Variable atau variabel terikat di kalangan ilmuwan biasa juga dikenal sebagai *output* (hasil dari adanya variabel bebas), *criteria* (berubah sifat sesuai variabel yang mempengaruhi), dan *consequent* (menjadi konsekuensi atau dampak adanya variabel prediktor). Variabel yang sifatnya berubah karena adanya pengaruh atau konsekuensi dari *independent variable*

⁵⁷ Malahayatie, *Konsep Etika Bisnis Islam*, (Aceh: CV. Sefa Bumi Persada, 2022), 60.

⁵⁸ Sugiyono, *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*, (Bandung: CV. Alfabeta, 2020), 68.

⁵⁹ *Ibid*, 69.

disebut juga dengan variabel terikat.⁶⁰ Nilai Perusahaan (Y) pada riset kali ini berperan sebagai *output*, *criteria*, dan *consequent*, atau yang dikenal sebagai *dependent variable*.

3. *Intervening Variable* (Variabel Mediasi)

Intervening Variable (campur tangan) atau variabel mediasi di kalangan ilmuwan biasa juga dikenal sebagai variabel yang memiliki pengaruh signifikan terhadap korelasi antara *independent variable* dengan *dependent variable*-nya secara teori. Profitabilitas (Z) pada riset kali ini berperan sebagai mediator atau yang dikenal sebagai *intervening variable*.

C. Kerangka Konseptual

Kerangka kerja konseptual dalam penelitian ini dirumuskan melalui representasi diagramatik berupa panah-panah yang saling terhubung, didasarkan pada sintesis korelasi antar variabel yang teridentifikasi melalui penelusuran studi literatur yang komprehensif. Dalam konteks penelitian ini, teridentifikasi tiga klasifikasi fundamental hubungan antar variabel, yaitu variabel independen (bebas), variabel dependen (terikat), dan variabel intervening (perantara). Sejalan dengan pandangan Sugiyono, kerangka kerja konseptual ini dibentuk dengan tujuan untuk merumuskan suatu representasi universal atas objek penelitian. Representasi ini diwujudkan melalui susunan sistematis dari variabel-variabel yang relevan dan diyakini memiliki pengaruh signifikan terhadap fenomena yang diteliti.⁶¹

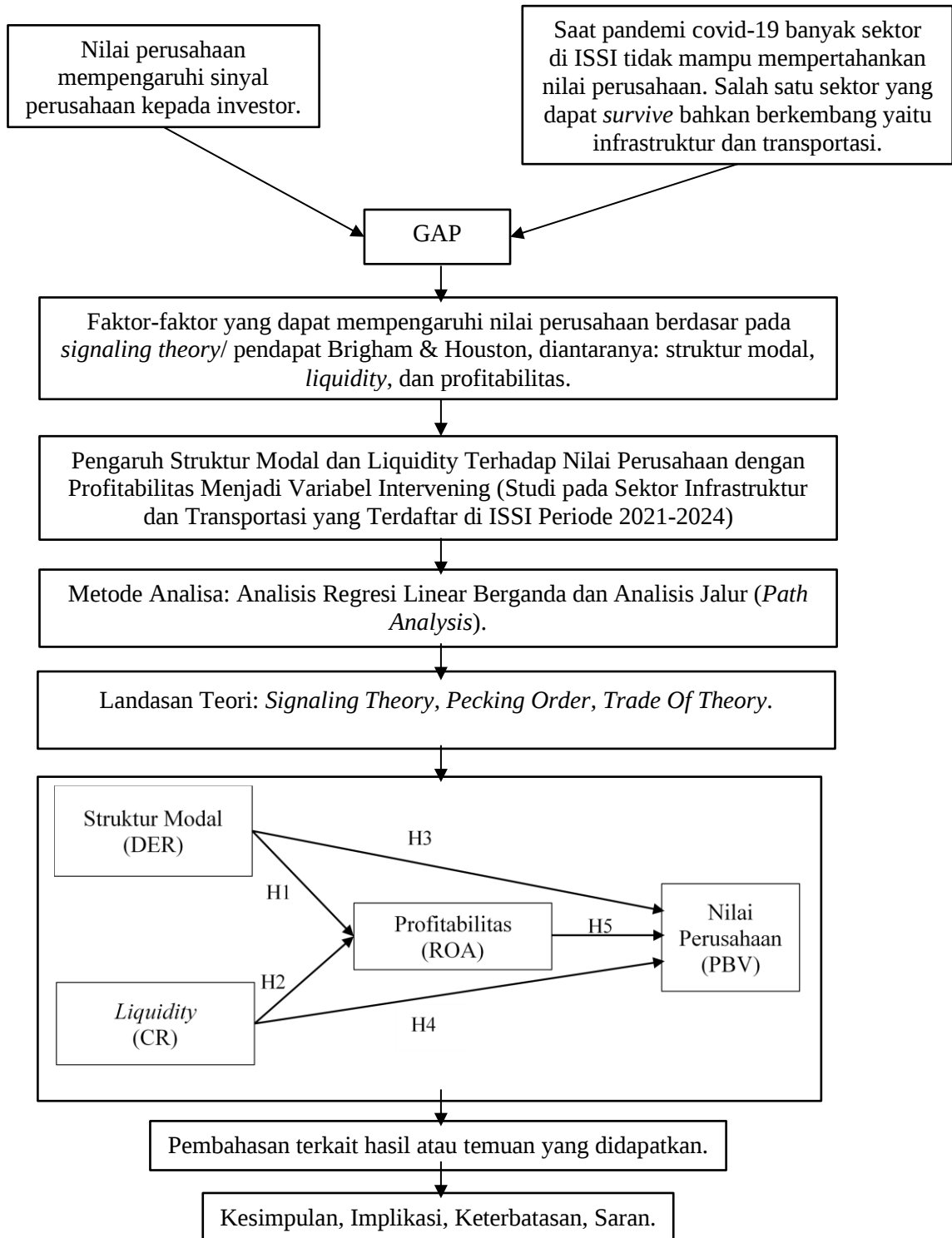
Conceptual framework dapat dipahami sebagai suatu pola pikir yang terstruktur dan didasarkan pada alur penalaran logis. Fungsi utamanya adalah untuk memfasilitasi pemecahan masalah atau analisis kasus dalam konteks penelitian melalui lensa teoritis yang relevan. Oleh karena itu, kerangka kerja konseptual mencakup serangkaian hipotesis atau langkah-langkah yang secara eksplisit menggambarkan hubungan antar variabel yang diyakini berperan dalam menjelaskan atau memecahkan permasalahan penelitian yang menjadi fokus utama kajian ini.⁶² Berikut kerangka kerja konseptual dalam penelitian ini :

⁶⁰ Sugiyono, *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*, (Bandung: CV. Alfabeta, 2020), 69.

⁶¹ *Ibid*, 74.

⁶² Agung W. Kurniawan, dan Z. Puspitaningtyas, *Metode Penelitian Kuantitatif*, (Yogyakarta: Pandiva Buku, 2016), 48.

Gambar 2.1 Kerangka Konseptual



D. Hipotesis Penelitian

Hipotesis penelitian merupakan maklumat keilmuan berdasarkan pada *conceptual framework* dengan menggunakan penalaran deduksi (berdasar permasalahan umum menjadi kesimpulan yang khusus). Hipotesis dapat diartikan

sebagai jawaban/fatwa teoretis sementara atas kasus yang diteliti. Kebenaran atau kevaliditasan hipotesis dapat diketahui melalui uji statistik. Rumusan masalah, tujuan penelitian, tinjauan literatur, kerangka konseptual yang telah ditetapkan, dan proses berpikir adalah semua elemen yang membentuk basis untuk hipotesis. Setelah data dikumpulkan dan dianalisis, hipotesis penelitian dapat diterima atau ditolak.⁶³ Berdasarkan kerangka pemikiran/konseptual yang sudah disusun pada Gambar 1.1, maka peneliti mengajukan hipotesis riset sebanyak tujuh hipotesis awal, diantaranya :

1. Ha1: Struktur modal memiliki pengaruh signifikan terhadap profitabilitas
2. Ha2: *Liquidity* memiliki pengaruh signifikan terhadap profitabilitas
3. Ha3: Struktur modal memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
4. Ha4: *Liquidity* memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
5. Ha5: Profitabilitas memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
6. Ha6: Struktur modal memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh profitabilitas
7. Ha7: *Liquidity* memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh profitabilitas

E. Pengembangan Hipotesis

1. Struktur Modal terhadap Profitabilitas

Hubungan antara struktur modal, yang diproksikan oleh *Debt to Equity Ratio* (DER), dan profitabilitas, yang diukur dengan *Return on Assets* (ROA), merupakan aspek krusial dalam manajemen keuangan yang memiliki dinamika kompleks dan dapat dijelaskan melalui berbagai teori. Ketika DER suatu perusahaan meningkat, yang mengindikasikan peningkatan porsi utang dalam struktur permodalannya, secara umum dapat terjadi penurunan profitabilitas yang tercermin pada ROA. Hal ini terutama disebabkan oleh meningkatnya beban bunga (bagi hasil) yang harus ditanggung perusahaan sebagai konsekuensi dari pinjaman yang lebih besar. Beban bagi hasil ini merupakan biaya tetap yang akan mengurangi laba bersih perusahaan, dan pada gilirannya, menurunkan ROA karena laba yang lebih rendah dibagi dengan total aset. Penjelasan ini

⁶³ *Ibid*, 52.

sejalan dengan prinsip dasar manajemen keuangan bahwa penggunaan utang membawa kewajiban finansial yang dapat menggerus profitabilitas jika tidak dikelola dengan efisien.

Dalam konteks teori struktur modal, fenomena penurunan ROA seiring kenaikan DER dapat dianalisis menggunakan *Pecking Order Theory* (Teori Urutan Pendanaan). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan memiliki preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan cenderung mendanai kebutuhannya terlebih dahulu menggunakan sumber internal (laba ditahan), kemudian utang, dan terakhir penerbitan ekuitas baru. Menurut teori ini, perusahaan yang sangat profitable cenderung memiliki laba ditahan yang cukup untuk mendanai investasinya, sehingga penggunaan utang menjadi rendah. Sebaliknya, perusahaan dengan profitabilitas rendah mungkin terpaksa menggunakan utang karena keterbatasan dana internal. Peningkatan DER pada perusahaan dengan profitabilitas rendah ini dapat lebih jauh menekan ROA karena beban bunga (bagi hasil) yang tinggi, mencerminkan bahwa utang seringkali menjadi pilihan ketika sumber internal tidak mencukupi, bukan sebagai strategi optimalisasi profitabilitas.⁶⁴

Sudut pandang yang berbeda disajikan oleh *Trade-Off Theory* (Teori Pengorbanan). Teori ini berpendapat bahwa perusahaan menentukan struktur modal target dengan menyeimbangkan manfaat penggunaan utang (seperti penghematan pajak dari bunga utang) dengan biaya yang terkait dengan utang (seperti biaya kesulitan keuangan atau kebangkrutan). Dalam pandangan teori ini, peningkatan DER justru dapat berkontribusi pada peningkatan profitabilitas (ROA) jika perusahaan mampu memanfaatkan dana pinjaman tersebut untuk investasi yang menghasilkan tingkat pengembalian lebih tinggi daripada biaya bunga utang. Dalam skenario ini, utang digunakan sebagai leverage finansial yang dapat melipatgandakan keuntungan bagi pemegang saham. Perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan yang baik dan manajemen risiko yang handal cenderung lebih mampu memanfaatkan utang secara efektif untuk

⁶⁴ I Made Sudana, *Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori dan Praktik Edisi 2*, (Jakarta: Erlangga, 2015), 174.

meningkatkan profitabilitas, sejalan dengan argumen dalam *Trade-Off Theory* bahwa ada tingkat utang optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan.⁶⁵

2. *Liquidity* terhadap Profitabilitas

Hubungan antara *liquidity* dan profitabilitas perusahaan seringkali menampilkan tarik ulur atau *trade-off*. *Liquidity*, yang diukur dengan rasio lancar/*Current Ratio* (CR), mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya menggunakan aset lancar yang dimiliki. Semakin tinggi nilai CR, semakin likuid perusahaan tersebut, menunjukkan tersedianya lebih banyak aset lancar seperti kas, piutang, dan persediaan dibandingkan dengan utang lancarnya. Di satu sisi, tingkat *liquidity* yang tinggi memberikan keamanan finansial dan fleksibilitas operasional, memungkinkan perusahaan untuk membayar tagihan tepat waktu dan mengambil keuntungan dari diskon pembelian tunai.⁶⁶

Tingginya tingkat *liquidity* juga dapat mengindikasikan adanya aset lancar yang kurang dimanfaatkan secara optimal untuk aktivitas produktif yang dapat menghasilkan keuntungan. Kas yang menganggur dalam jumlah besar atau persediaan yang menumpuk tanpa perputaran yang cepat tidak berkontribusi maksimal pada perolehan laba. Pada kondisi ini ketika CR tinggi, profitabilitas perusahaan (ROA) cenderung mengalami penurunan. Hal ini terjadi karena aset lancar yang berlebih tersebut masuk dalam perhitungan total aset di rumus ROA, sementara aset tersebut tidak sepenuhnya atau bahkan tidak menghasilkan pendapatan yang sepadan. Akibatnya, laba bersih yang diperoleh dibagi dengan total aset yang besar, menghasilkan ROA yang lebih rendah. Ini mencerminkan adanya *opportunity cost* dari dana yang tertahan dalam aset lancar yang tidak produktif.⁶⁷

Ketika tingkat *liquidity* perusahaan rendah (CR rendah), ini bisa berarti perusahaan sangat efisien dalam mengelola aset lancarnya. Aset lancar seperti kas, piutang, dan persediaan dikelola secara ketat dan dioptimalkan

⁶⁵ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 30.

⁶⁶ Sopian Efendi, I Nengah Arsana, dan Ni Nyoman Yuliati, Pengaruh Likuiditas Dan Solvabilitas Terhadap Profitabilitas, *Akuntabel: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, Vol.2, No.3, 2024.

⁶⁷ Selvi Novita Sari, dan Ersi Sisdianto, Analisis Pengaruh Likuiditas Dan Struktur Modal Terhadap Profitabilitas Perusahaan, *Jurnal Media Akademik (JMA)*, Vol.2, No.12, 2024.

perputarannya untuk mendukung kegiatan operasional dan penjualan. Perusahaan dengan *liquidity* rendah mungkin berusaha keras untuk memastikan piutang tertagih dengan cepat dan persediaan berputar efisien untuk menghasilkan pendapatan. Jika perusahaan berhasil mengelola aset lancar yang terbatas ini untuk menghasilkan penjualan dan laba yang tinggi, maka profitabilitas (ROA) perusahaan cenderung meningkat. Rendahnya aset lancar dalam perhitungan ROA, dikombinasikan dengan laba yang tinggi dari pemanfaatan aset tersebut, akan menghasilkan rasio ROA yang lebih tinggi.⁶⁸

Hubungan *trade-off* antara *liquidity* dan profitabilitas ini merupakan konsep sentral dalam manajemen modal kerja. Teori manajemen modal kerja membahas bagaimana perusahaan mengelola aset lancar dan kewajiban lancarnya untuk mencapai keseimbangan antara *liquidity* dan profitabilitas. Kebijakan modal kerja yang agresif, misalnya, cenderung mempertahankan tingkat aset lancar yang rendah untuk meminimalkan dana yang menganggur, dengan harapan meningkatkan profitabilitas meskipun menghadapi risiko *liquidity* yang lebih tinggi. Sebaliknya, kebijakan modal kerja yang konservatif menjaga tingkat *liquidity* yang tinggi untuk meminimalkan risiko, meskipun ini mungkin mengorbankan potensi profitabilitas. Oleh karena itu, keputusan terkait tingkat *liquidity* merupakan penyeimbang antara menjaga keamanan finansial jangka pendek dan mengoptimalkan penggunaan aset untuk profit jangka panjang.⁶⁹

3. Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Struktur modal, yang diukur dengan rasio *Debt to Equity Ratio* (DER), memiliki hubungan dinamis terhadap nilai perusahaan, salah satunya tercermin dalam *Price to Book Value* (PBV). Menurut Teori *Trade-Off*, peningkatan DER dapat meningkatkan nilai perusahaan hingga mencapai titik optimal. Hal ini disebabkan manfaat *tax shield* dari pembayaran bunga hutang yang mengurangi beban pajak, sehingga meningkatkan laba setelah pajak dan arus kas yang tersedia bagi pemegang saham. Nilai perusahaan (PBV) yang naik menunjukkan

⁶⁸ I Made Sudana, *Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori dan Praktik Edisi 2*, (Jakarta: Erlangga, 2015), 25.

⁶⁹ Sopian Efendi, I Nengah Arsana, dan Ni Nyoman Yuliati, Pengaruh Likuiditas Dan Solvabilitas Terhadap Profitabilitas, *Akuntabel: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, Vol.2, No.3, 2024.

pasar menilai aset perusahaan lebih tinggi dibanding nilai bukunya, karena ekspektasi profitabilitas masa depan. Misalnya, perusahaan dengan DER tinggi namun mampu mengalokasikan hutang untuk investasi produktif (seperti ekspansi atau inovasi) akan meningkatkan kinerja operasional, sehingga investor bersedia membayar premium (PBV tinggi). Namun, jika DER melebihi titik optimal, risiko kebangkrutan dan biaya keagenan (konflik antara pemegang saham dan kreditur) akan menekan nilai perusahaan.⁷⁰

Teori Sinyal oleh Sudana memberikan penjelasan alternatif. Peningkatan DER dapat menjadi sinyal positif bagi pasar bahwa manajemen percaya perusahaan mampu menghasilkan arus kas yang stabil untuk membayar bunga dan pokok hutang. Investor menginterpretasikan keputusan penggunaan hutang sebagai keyakinan manajemen terhadap prospek pertumbuhan, sehingga meningkatkan permintaan saham dan mendorong kenaikan PBV.⁷¹ Di sisi lain, Teori *Pecking Order* oleh Myers & Majluf (1984) menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan internal untuk menghindari asimetri informasi. Jika perusahaan memilih hutang, hal ini bisa dianggap sebagai upaya menghindari penerbitan saham baru yang berisiko menurunkan harga saham (misalnya karena investor mengira saham *overvalued*). Dengan demikian, kenaikan DER dalam konteks ini mungkin tidak selalu meningkatkan PBV, kecuali hutang digunakan untuk proyek berpotensi tinggi yang memperkuat fundamental perusahaan.⁷²

Secara empiris, hubungan DER dan PBV tidak selalu konsisten dan bergantung pada faktor-faktor seperti industri, tingkat suku bunga, dan kualitas tata kelola perusahaan. Contohnya, perusahaan di industri padat modal (seperti manufaktur atau infrastruktur) cenderung memiliki DER tinggi namun PBV stabil karena hutang digunakan untuk aset produktif bernilai jangka panjang. Sebaliknya, perusahaan teknologi dengan DER tinggi mungkin dianggap berisiko karena aset *intangible* dominan, sehingga PBV justru turun. Selain itu,

⁷⁰ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 31.

⁷¹ I Made Sudana, *Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori dan Praktik Edisi 2*, (Jakarta: Erlangga, 2015), 173.

⁷² Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 35.

efisiensi manajemen dalam mengelola hutang menjadi kunci. Jika hutang digunakan untuk akuisisi strategis atau peningkatan kapasitas produksi, PBV akan naik seiring pertumbuhan laba. Namun, jika hutang dipakai untuk spekulasi atau menutupi kerugian operasional, pasar akan merespons negatif (PBV turun). Teori *Agency Cost* juga menjelaskan bahwa struktur modal optimal harus meminimalkan konflik kepentingan. Dengan demikian, kenaikan DER hanya akan meningkatkan nilai perusahaan jika disertai transparansi, tata kelola baik, dan alokasi sumber daya yang efektif. Kesimpulannya, hubungan positif antara DER dan PBV tidak bersifat mutlak, tetapi sangat dipengaruhi oleh konteks strategis dan kapasitas perusahaan dalam mengelola risiko finansial.⁷³

4. *Liquidity terhadap Nilai Perusahaan*

Liquidity, yang diukur melalui rasio seperti *Current Ratio* (CR), mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. CR dihitung sebagai aset lancar dibagi kewajiban lancar.⁷⁴ Meskipun *liquidity* yang memadai penting untuk menghindari risiko kebangkrutan, *liquidity* yang berlebihan justru dapat menurunkan nilai perusahaan (*Price to Book Value* atau PBV). Hal ini terjadi karena aset lancar yang terlalu tinggi (seperti kas menganggur atau persediaan berlebih) tidak menghasilkan return optimal bagi pemegang saham. Investor cenderung menghukum perusahaan yang tidak mampu mengalokasikan asetnya secara produktif, sehingga nilai pasar (PBV) turun meskipun nilai buku (*book value*) tinggi. Perusahaan harus menyeimbangkan manfaat likuiditas (menghindari risiko gagal bayar) dengan biaya peluang (aset tidak menghasilkan keuntungan). Jika keseimbangan ini terganggu, nilai perusahaan akan terdampak negatif.⁷⁵

Ketika CR meningkat secara signifikan, hal ini sering kali menandakan inefisiensi pengelolaan modal kerja. Misalnya, persediaan yang menumpuk atau piutang yang lambat tertagih mencerminkan manajemen operasional yang

⁷³Atika Sapna, Said Said, dan Mellisyah Mellisyah, Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan, *Paradoks: Jurnal Ilmu Ekonomi*, Vol.8, No. 2, 2025, 1126-1144.

⁷⁴I Made Sudana, Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori dan Praktik Edisi 2, (Jakarta: Erlangga, 2015), 24.

⁷⁵Niken Aprilia, dan Ikhsan Budi Riharjo, Pengaruh Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, Vol.12, No.1, 2023.

buruk, sehingga mengurangi profitabilitas (*Return on Assets/ROA*). Profitabilitas yang rendah langsung memengaruhi persepsi investor terhadap prospek pertumbuhan perusahaan, yang tercermin dalam penurunan PBV. Teori Keagenan (*Agency Theory*) memperkuat argumen ini: manajer mungkin menyimpan *liquidity* berlebih untuk menghindari risiko atau mempertahankan kendali, alih-alih menginvestasikannya dalam proyek yang meningkatkan nilai pemegang saham. Konflik kepentingan ini membuat investor skeptis terhadap kinerja masa depan perusahaan, sehingga menurunkan valuasi pasar (PBV).⁷⁶

Liquidity yang terlalu tinggi juga dapat menjadi sinyal negatif ke pasar. *Signaling Theory* menyatakan bahwa keputusan keuangan perusahaan mengirimkan informasi kepada investor. CR yang meningkat tajam mungkin diartikan sebagai tidak adanya peluang investasi yang menguntungkan atau kurangnya inovasi manajemen. Contohnya, perusahaan teknologi yang menyimpan kas besar tanpa mengalokasikannya ke R&D atau akuisisi akan dianggap stagnan, sehingga PBV-nya turun. Selain itu, Teori *Pecking Order* menjelaskan bahwa perusahaan cenderung menggunakan dana internal (seperti kas) untuk menghindari biaya pendanaan eksternal. Namun, jika *liquidity* terus menumpuk tanpa alasan strategis, hal ini justru menunjukkan ketidakmampuan perusahaan mengidentifikasi proyek bernilai tambah, yang memperburuk persepsi investor.⁷⁷

5. Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Profitabilitas, yang diukur melalui rasio seperti *Return on Assets (ROA)*, mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan dari sumber daya yang dimiliki. ROA yang tinggi menunjukkan efisiensi penggunaan aset untuk menciptakan laba, yang menjadi faktor kunci penentu nilai perusahaan (*Price to Book Value* atau PBV).⁷⁸ Ketika ROA meningkat, investor cenderung menilai perusahaan lebih menarik karena laba yang dihasilkan menandakan

⁷⁶ Robert Jao, dan Anthony, Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Ukuran Perusahaan Dan Corporate Social Responsibility Terhadap Penghindaran Pajak, *Accounting, Accountability, and Organization System (AAOS) Journal*, Vol.4, No. 1, 2022.

⁷⁷ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 32.

⁷⁸ I Made Sudana, *Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori dan Praktik Edisi 2*, (Jakarta: Erlangga, 2015), 25

kinerja operasional yang sehat dan memiliki potensi pertumbuhan. Teori Nilai Perusahaan menyatakan bahwa profitabilitas merupakan komponen utama dalam valuasi, karena laba mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas masa depan, yang menjadi dasar perhitungan nilai intrinsik saham. Dengan kata lain, kenaikan ROA akan mendorong kenaikan PBV, karena pasar memandang perusahaan mampu mengoptimalkan aset untuk menciptakan nilai tambah bagi pemegang saham.⁷⁹

Peningkatan ROA secara langsung meningkatkan daya tarik perusahaan di mata investor. Laba yang tinggi memungkinkan perusahaan mendistribusikan dividen lebih besar, melakukan ekspansi bisnis, atau membeli kembali saham—semua aktivitas yang meningkatkan nilai pemegang saham. Misalnya, perusahaan dengan ROA 15% (berarti setiap Rp1 aset menghasilkan laba Rp0,15) akan dinilai lebih kompetitif dibandingkan perusahaan sejenis dengan ROA 5%. Investor bersedia membayar premi (PBV tinggi) karena yakin laba tersebut dapat dipertahankan atau ditingkatkan di masa depan. *Signaling Theory* memperkuat hubungan ini: peningkatan ROA dianggap sebagai sinyal positif bahwa manajemen efektif dalam mengelola aset dan memiliki strategi pertumbuhan yang jelas. Sebaliknya, ROA rendah dapat memicu penurunan PBV karena investor meragukan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan berkelanjutan.

Beberapa teori mendukung hubungan positif antara profitabilitas (ROA) dan nilai perusahaan (PBV). Pertama, Teori Arus Kas Diskonto (DCF): Nilai perusahaan ditentukan oleh arus kas masa depan yang didiskontokan. Laba tinggi (ROA naik) meningkatkan proyeksi arus kas, sehingga nilai diskonto perusahaan (dan PBV) naik.⁸⁰ Kedua, Teori *Residual Income*: Nilai saham ditentukan oleh laba bersih setelah dikurangi biaya ekuitas (*cost of equity*). ROA yang melebihi biaya modal menciptakan residual income, yang langsung meningkatkan valuasi. Ketiga, Teori *Stakeholder*: Profitabilitas tinggi memungkinkan perusahaan memenuhi kepentingan berbagai pemangku kepentingan (investor, karyawan, pelanggan), sehingga memperkuat reputasi

⁷⁹ Astuti, dkk., *Analisis Laporan Keuangan*, (Bandung: CV. Media Sains Indonesia, 2020), 118.

⁸⁰ Masyaili, dkk., Pengaruh Laba Bersih, Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham, *Indonesian Research Journal on Education*, Vol.4, No. 3, 2024. 1156-1160.

dan daya saing jangka panjang faktor yang tercermin dalam PBV.⁸¹ Contohnya, perusahaan seperti Apple Inc. dengan ROA konsisten di atas 10% mampu mempertahankan PBV tinggi karena kepercayaan pasar terhadap inovasi dan efisiensi operasionalnya.

6. Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

Hubungan antara bagaimana sebuah perusahaan mendanai asetnya (struktur modal) dan bagaimana pasar menilai perusahaan tersebut (nilai perusahaan) seringkali tidak bersifat langsung. Konsep mediasi membantu memahami mekanisme perantara yang menjelaskan hubungan tersebut. Model ini menyoroti bagaimana keputusan pendanaan perusahaan dapat berdampak pada valuasi pasarnya melalui pengaruhnya terhadap kinerja profitabilitas.

Jalur pertama dalam model mediasi ini adalah hubungan negatif antara DER dan ROA jika dilihat dengan teori *Pecking Order*, atau dengan kata lain, bagaimana penurunan DER dapat meningkatkan ROA. Penjelasan utamanya terletak pada beban biaya keuangan yang ditimbulkan oleh utang. Tingkat DER yang lebih rendah berarti perusahaan memiliki proporsi utang yang lebih kecil dalam struktur modalnya, sehingga beban pembayaran bunga (*interest expense*) juga menjadi lebih ringan.⁸² Karena bunga merupakan pengurang laba sebelum pajak, penurunan biaya bunga secara langsung akan meningkatkan laba bersih (*net income*) perusahaan. Mengingat ROA dihitung sebagai Laba Bersih dibagi Total Aset, peningkatan laba bersih ini secara matematis akan meningkatkan rasio ROA. Selain itu, DER yang lebih rendah juga mencerminkan risiko finansial yang lebih kecil bagi perusahaan, mengurangi potensi biaya kesulitan keuangan (*financial distress costs*) dan meningkatkan kepercayaan dari investor atau pemegang saham, yang secara tidak langsung dapat turut mendukung efisiensi operasional dan profitabilitas.⁸³

⁸¹ Rahelliamelinda, Liangchui, dan Jesica Handoko, Profitabilitas Sebagai Moderating Pengaruh Kinerja Esg, Green Innovation, Eco-Efficiency Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Informasi, Perpajakan, Akuntansi, Dan Keuangan Publik*, Vol.19, No. 1, (2024): 145-170.

⁸² Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 32.

⁸³Stephanus Andi W, dan Djaja Perdana, Pengaruh Struktur Modal Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Mediasi, *Jesya (Jurnal Ekonomi dan Ekonomi Syariah)*, Vol.7, No.1, 2024.

Jalur kedua adalah hubungan positif antara ROA dan PBV. ROA merupakan indikator kunci yang menunjukkan seberapa efektif manajemen dalam memanfaatkan seluruh aset perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Ketika perusahaan berhasil mencatatkan ROA yang tinggi, ini mengirimkan sinyal kuat kepada pasar bahwa perusahaan tersebut memiliki operasi yang efisien, keunggulan kompetitif, manajemen yang kompeten, dan prospek pertumbuhan yang cerah.⁸⁴ Investor dalam menilai sebuah perusahaan sangat memperhatikan kemampuan menghasilkan laba. ROA yang tinggi meningkatkan ekspektasi investor terhadap aliran kas atau dividen di masa depan, sehingga meningkatkan permintaan terhadap saham perusahaan. Sesuai dengan prinsip valuasi dan teori sinyal (*signalling theory*), persepsi positif dan ekspektasi yang lebih tinggi ini akan mendorong harga pasar saham naik melebihi nilai buku persahamnya, yang tercermin dalam peningkatan rasio PBV.⁸⁵

Dengan menggabungkan kedua jalur tersebut, peran ROA sebagai mediator menjadi jelas. Dalam model ini, ROA bertindak sebagai mekanisme transmisi utama yang menghubungkan keputusan struktur modal (tingkat DER) dengan valuasi pasar (PBV). Penurunan DER tidak secara otomatis langsung diterjemahkan menjadi PBV yang lebih tinggi; melainkan, manfaat utama dari DER yang lebih rendah (yaitu, berkurangnya beban bunga dan risiko finansial) pertama harus termanifestasi dalam peningkatan kemampuan menghasilkan laba dari aset (ROA). Peningkatan ROA inilah yang kemudian “dilihat” dan “dihargai” oleh pasar, yang mengakibatkan peningkatan PBV.⁸⁶ Model mediasi ini menunjukkan bahwa profitabilitas adalah jembatan krusial antara kebijakan struktur modal dan nilai perusahaan. Ketika penurunan tingkat utang berhasil meningkatkan efisiensi laba dari aset, pasar cenderung merespons secara positif, mengindikasikan bahwa investor menghargai kombinasi antara risiko finansial yang lebih rendah dan kinerja profitabilitas yang lebih kuat.

⁸⁴ Astuti, dkk., *Analisis Laporan Keuangan*, (Bandung: CV. Media Sains Indonesia, 2020), 118.

⁸⁵ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 32.

⁸⁶ Stephanus Andi W, dan Djaja Perdana, Pengaruh Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Mediasi, *Jesya (Jurnal Ekonomi dan Ekonomi Syariah)*, Vol.7, No.1, 2024.

7. *Liquidity* terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

Liquidity (*Current Ratio*/CR) dan profitabilitas (*Return on Assets*/ROA) memiliki hubungan dinamis yang memengaruhi nilai perusahaan (*Price to Book Value*/PBV). CR yang rendah tidak selalu negatif jika diiringi dengan peningkatan ROA. Hal ini terjadi karena penurunan CR dapat mencerminkan efisiensi pengelolaan aset lancar, seperti mengurangi kas menganggur atau meminimalkan persediaan berlebih, sehingga aset dialihkan ke aktivitas lebih produktif. ROA yang meningkat (karena aset digunakan secara optimal) menjadi mediator kunci yang menghubungkan *liquidity* dengan nilai perusahaan.⁸⁷ Teori *Trade-Off* menjelaskan bahwa perusahaan harus menyeimbangkan *liquidity* (untuk menghindari risiko likuiditas) dengan alokasi aset ke proyek *profitable*. Jika *liquidity* dikurangi secara bijak untuk meningkatkan profitabilitas, nilai perusahaan (PBV) akan naik, karena pasar menghargai kemampuan manajemen menciptakan laba dari sumber daya yang ada.⁸⁸

Penurunan *Current Ratio* (CR) dapat meningkatkan *Return on Assets* (ROA) melalui optimalisasi modal kerja melalui manajemen persediaan ketat (seperti sistem *Just-in-Time Inventory*) dan percepatan penagihan piutang memperbaiki perputaran aset lancar (*asset turnover*), sehingga ROA meningkat meskipun CR turun. Tingginya ROA ini menjadi sinyal bagi investor bahwa perusahaan mampu mengonversi aset menjadi laba secara efisien, sesuai *Signaling Theory*, yang menyatakan bahwa peningkatan profitabilitas dianggap sebagai indikator kesehatan finansial dan prospek pertumbuhan, mendorong permintaan saham dan kenaikan *Price to Book Value* (PBV). Sehingga efisiensi *liquidity* yang diikuti peningkatan profitabilitas menjadi katalis utama penciptaan nilai perusahaan.⁸⁹

Dalam kerangka mediasi ini, profitabilitas bertindak sebagai jembatan yang menjelaskan mengapa *liquidity* dapat memengaruhi nilai perusahaan.

⁸⁷Ria Rosalia S, Yeti Kusmawati, dan Sari Karmiyati, Pengaruh Current Ratio (CR) dan Return On Asset (ROA) terhadap Harga Saham, *SCIENTIFIC JOURNAL OF REFLECTION: Economic, Accounting, Management and Business*, Vol.8, No.2, 2025.

⁸⁸ Muhammad Ardy Zaini, Urgensi Manajemen Likuiditas Bank: Tarik-Ulur (Trade-Off) Antara Likuiditas dan Profitabilitas, *IQTISHODUNA: Jurnal Ekonomi Islam*, Vol.5, No.1, 2016.

⁸⁹ Eugene F. Brigham, dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 14 Buku 2*, (Jakarta: Salemba Empat, 2019), 32.

Pengelolaan modal kerja yang efisien (yang tercermin dari CR yang mungkin tidak terlalu tinggi namun optimal) memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan kinerja operasional dan menghasilkan laba yang lebih besar.⁹⁰ Laba yang lebih tinggi ini kemudian diinterpretasikan oleh pasar sebagai indikator perusahaan yang sehat dan memiliki prospek cerah, meningkatkan daya tarik investasi dan mendorong apresiasi nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa bukan *liquidity* itu sendiri yang secara langsung meningkatkan nilai perusahaan, melainkan bagaimana pengelolaan *liquidity* tersebut berkontribusi pada peningkatan profitabilitas yang kemudian dihargai oleh pasar.

⁹⁰ Intania S, Pengaruh current ratio (CR) dan debt to equity ratio (DER) terhadap return on asset (ROA), *Jurnal Bintang Manajemen*, Vol.1, No.1, 2023.