

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu telah mengkaji tentang isu-isu yang berkaitan dengan *Leverage Operasional*, struktur modal, dan nilai perusahaan. Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang telah mengkaji terkait dengan pengaruh *Leverage Operasional* terhadap nilai perusahaan, dan pengaruh Struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Sari & Priyadi, (2016) dalam hasil penelitian uji kesesuaian model menunjukkan bahwa leverage, profitabilitas, size, dan growth opportunity secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa variabel leverage berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwasannya leverage memiliki hubungan yg berkebalikan dimana ketika leverage mengalami penurunan maka nilai perusahaan mengalami hal yg sebaliknya, begitu pula sebaliknya ketika leverage mengalami kenaikan angka maka nilai perusahaan mengalami penurunan. Oleh karena itu leverage dapat menjadi variabel yang dapat meningkatkan nilai perusahaan ataupun menurunkan nilai perusahaan. Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Utama & Lisa, (2018) menunjukkan bahwa Hasil uji statistik menunjukkan variabel leverage memiliki hubungan dengan nilai perusahaan, dengan tingkat keeratan sedang, sedangkan variabel profitabilitas memiliki hubungan yang sangat kuat dengan nilai perusahaan. Secara parsial, baik

leverage maupun profitabilitas ternyata berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya semakin tinggi leverage dan profitabilitas masing-masing, semakin tinggi nilai perusahaan. Demikian pula secara simultan variabel leverage dan variabel profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, artinya secara bersama-sama semakin tinggi leverage dan profitabilitas semakin tinggi nilai perusahaan.

Penelitian Suryana & Rahayu (2018) menunjukkan bahwa secara simultan leverage, profitabilitas, dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, namun secara parsial leverage tidak berpengaruh, profitabilitas berpengaruh negatif, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif. Penelitian oleh Anggorowati & Ilyas (2022) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif, leverage berpengaruh positif, struktur modal berpengaruh negatif, dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, namun secara simultan seluruh variabel berpengaruh signifikan. Sementara itu, Hasanudin et al. (2020) menegaskan bahwa DOL berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui perannya dalam mengukur risiko operasional dan meningkatkan persepsi nilai perusahaan.

Penelitian oleh Baihaqi & Geraldina (2021) pada perusahaan sektor basic materials, consumer cyclicals, consumer non-cyclicals, healthcare, dan industrial periode 2017–2020 menunjukkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, dan pandemi COVID-19 tidak mampu memoderasi hubungan tersebut. Hasil ini mengindikasikan bahwa proporsi utang dan ekuitas tidak menjadi faktor utama yang menentukan perkembangan nilai

perusahaan, karena pasar dan investor tidak terlalu merespons struktur pendanaan dalam menilai prospek perusahaan. Selain itu, kondisi krisis seperti pandemi membuat perusahaan lebih berfokus pada menjaga arus kas dan keberlangsungan operasional daripada mengubah struktur modal, sehingga pengaruhnya terhadap nilai perusahaan menjadi tidak dominan.

Penelitian Arianti (2022) pada 17 perusahaan menunjukkan bahwa secara simultan struktur modal, pertumbuhan penjualan, dan keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan, namun secara parsial struktur modal berpengaruh negatif signifikan, sedangkan pertumbuhan penjualan dan keputusan investasi tidak berpengaruh. Pengaruh negatif struktur modal terhadap nilai perusahaan menunjukkan hubungan terbalik, di mana peningkatan utang meningkatkan beban kewajiban dan menurunkan nilai perusahaan. Sementara itu, Haryono et al. (2017) menemukan bahwa rasio total hutang optimal adalah 1,95 kali modal, dan semakin banyak kepemilikan institusional meningkatkan kinerja perusahaan, sedangkan keberadaan multiple large shareholder structure justru menurunkannya.

Lalu, penelitian yang dilakukan oleh Sari & Karlinda, (2021) dengan 50 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2016-2020. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Growth Opportunity tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Struktur modal memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial tidak mampu memoderasi kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan

kepemilikan manajerial mampu memoderasi Growth Opportunity terhadap nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial mampu memoderasi struktur modal terhadap nilai perusahaan.

B. Tinjauan Pustaka

1. Teori Agensi (*Agency Theory*)

Teori agensi merupakan salah satu teori utama dalam ilmu keuangan yang menjelaskan hubungan antara prinsipal (pemilik) dan agen (manajer) dalam suatu perusahaan. Dalam praktiknya, sering kali terjadi konflik kepentingan karena manajer tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik. Teori ini memandang bahwa untuk meminimalkan konflik agensi, diperlukan mekanisme pengawasan dan insentif yang tepat. Mekanisme tersebut mencakup struktur kepemilikan, kebijakan pembiayaan, dan keputusan operasional yang mempengaruhi nilai perusahaan secara keseluruhan. Dalam konteks ini, kebijakan leverage dan struktur modal memiliki peran penting sebagai instrumen pengendali untuk menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemilik. Begitu pula kepemilikan manajerial berperan sebagai variabel moderasi yang memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut, tergantung pada proporsinya. Oleh karena itu, pemahaman tentang teori agensi menjadi dasar penting dalam menjelaskan bagaimana keputusan keuangan strategis dapat mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan.

Dalam kaitannya dengan leverage operasional, teori agensi menyoroti bagaimana keputusan terkait struktur biaya tetap dan variabel

dapat mencerminkan preferensi manajerial terhadap risiko. Leverage operasional yang tinggi menandakan perusahaan memiliki porsi biaya tetap yang besar dalam struktur biayanya, yang menyebabkan sensitivitas laba terhadap perubahan penjualan menjadi tinggi. Manajer yang avers terhadap risiko cenderung menghindari leverage operasional tinggi karena potensi fluktuasi laba. Namun, dari perspektif pemilik, penggunaan leverage operasional yang tepat justru dapat meningkatkan efisiensi dan nilai perusahaan. Ketidaksesuaian preferensi risiko ini menciptakan potensi konflik agensi. Oleh karena itu, pengawasan dan insentif seperti kepemilikan saham oleh manajer menjadi penting untuk memastikan bahwa keputusan leverage operasional diambil demi kepentingan pemegang saham, bukan semata untuk kenyamanan manajer.

Struktur modal juga sangat relevan dalam kerangka teori agensi karena menyangkut keputusan pembiayaan yang dapat mempengaruhi disiplin manajerial. Ketika perusahaan menggunakan utang dalam struktur modalnya, manajer terpaksa menghadapi tekanan untuk menghasilkan arus kas yang cukup guna memenuhi kewajiban pembayaran bunga dan pokok. Tekanan ini dapat mengurangi kemungkinan manajer melakukan pemborosan sumber daya atau investasi yang tidak produktif, yang dikenal sebagai free cash flow problem. Dengan demikian, utang dapat bertindak sebagai alat disiplin untuk mengurangi konflik agensi. Namun, penggunaan utang yang berlebihan juga meningkatkan risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, keputusan struktur modal harus seimbang dan mempertimbangkan

kondisi perusahaan serta insentif yang diterima manajer. Di sinilah peran kepemilikan manajerial dapat memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, karena manajer yang juga merupakan pemilik cenderung lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan pembiayaan.

Selanjutnya, nilai perusahaan merupakan hasil akhir yang ingin dicapai oleh pemilik modal, dan teori agensi membantu menjelaskan bagaimana berbagai keputusan keuangan berkontribusi terhadap pencapaian nilai tersebut. Nilai perusahaan dipengaruhi oleh efisiensi operasional, struktur pembiayaan, dan perilaku manajerial. Dalam kondisi di mana manajer memiliki kepemilikan saham yang signifikan, mereka lebih terdorong untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham karena nilai perusahaan yang tinggi akan berdampak langsung pada kekayaan pribadi mereka. Kepemilikan manajerial berfungsi sebagai variabel moderasi yang dapat memperkuat pengaruh positif dari leverage operasional dan struktur modal terhadap nilai perusahaan, karena menyalurkan kepentingan agen dan prinsipal. Oleh karena itu, peran kepemilikan manajerial sangat penting dalam konteks tata kelola perusahaan yang baik, khususnya dalam mendorong keputusan yang meningkatkan nilai perusahaan secara berkelanjutan.

2. Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori Sinyal (*Signaling Theory*) merupakan salah satu pendekatan dalam teori keuangan yang menyoroti pentingnya informasi asimetris antara manajemen dan investor. Dalam kondisi pasar yang tidak sepenuhnya

transparan, manajer memiliki informasi lebih mengenai kondisi dan prospek internal perusahaan dibandingkan pihak eksternal. Untuk mengatasi ketidakseimbangan informasi ini, manajer dapat mengirimkan sinyal kepada pasar melalui berbagai keputusan keuangan dan operasional. Sinyal tersebut dimaksudkan untuk menunjukkan kinerja dan prospek perusahaan kepada investor, sehingga dapat memengaruhi persepsi dan nilai pasar perusahaan. Dalam konteks ini, keputusan manajerial terkait leverage operasional, struktur modal, dan kepemilikan manajerial menjadi penting karena dapat dipahami sebagai sinyal kepercayaan manajemen terhadap kondisi keuangan perusahaan. Maka, teori sinyal dapat membantu menjelaskan bagaimana strategi keuangan tertentu berfungsi sebagai alat komunikasi yang memengaruhi nilai perusahaan di mata pasar.

Dalam konteks leverage operasional, teori sinyal menjelaskan bahwa tingkat penggunaan biaya tetap dalam operasional dapat menjadi indikator kekuatan dan keyakinan manajemen terhadap stabilitas pendapatan di masa depan. Perusahaan yang menggunakan leverage operasional tinggi memberikan sinyal bahwa manajemen optimis terhadap volume penjualan yang akan datang, karena biaya tetap yang besar hanya menguntungkan jika kapasitas produksi digunakan secara maksimal. Sebaliknya, leverage operasional yang rendah bisa dianggap sebagai sinyal kehati-hatian atau bahkan ketidakpastian terhadap prospek bisnis. Investor akan menangkap sinyal ini dan menyesuaikan ekspektasi terhadap risiko dan keuntungan perusahaan. Namun, penting untuk dicatat bahwa sinyal ini

hanya efektif jika dianggap kredibel. Dalam hal ini, kepemilikan manajerial dapat menjadi faktor moderasi yang meningkatkan kepercayaan investor terhadap sinyal tersebut, karena manajer yang memiliki saham di perusahaan cenderung tidak akan mengambil keputusan berisiko tanpa dasar yang kuat.

Struktur modal juga menjadi saluran sinyal yang penting dalam kerangka teori sinyal. Ketika perusahaan memutuskan untuk membiayai investasi dengan utang daripada menerbitkan saham baru, hal itu dapat diartikan sebagai sinyal positif bahwa manajemen percaya terhadap prospek arus kas perusahaan yang kuat dan stabil di masa depan. Hal ini karena utang harus dibayar kembali, sehingga keputusan mengambil utang dianggap hanya diambil oleh perusahaan yang yakin mampu memenuhi kewajiban tersebut. Sebaliknya, penerbitan saham bisa dianggap sebagai sinyal negatif, karena diasumsikan manajemen menilai harga saham saat ini terlalu tinggi. Kredibilitas sinyal dari struktur modal ini sangat tergantung pada persepsi pasar terhadap integritas dan keyakinan manajemen. Di sinilah kepemilikan manajerial berperan sebagai variabel moderasi, karena semakin besar porsi kepemilikan manajerial, semakin kuat sinyal bahwa manajemen akan bertindak selaras dengan kepentingan investor dalam mengambil keputusan pendanaan.

Pada akhirnya, nilai perusahaan merupakan refleksi dari bagaimana pasar merespons sinyal-sinyal yang dikirimkan oleh manajemen. Teori sinyal berpendapat bahwa keputusan-keputusan strategis yang diambil oleh

manajemen — seperti peningkatan leverage operasional, pengambilan utang, atau restrukturisasi kepemilikan — menjadi bentuk komunikasi tidak langsung kepada investor mengenai kondisi internal perusahaan. Apabila pasar menafsirkan sinyal tersebut sebagai positif, maka nilai pasar perusahaan akan meningkat karena investor meyakini adanya prospek pertumbuhan dan profitabilitas yang kuat. Namun demikian, efektivitas sinyal tersebut sangat bergantung pada persepsi kredibilitas manajemen. Dalam hal ini, kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi memainkan peran penting karena dapat memperkuat persepsi bahwa sinyal yang diberikan bersifat jujur dan akurat. Manajer yang turut memiliki saham di perusahaan akan lebih berhati-hati dan bertanggung jawab dalam memberikan sinyal yang berdampak pada nilai perusahaan.

3. Leverage Operasional

Leverage operasional (operating leverage) mengacu pada sejauh mana perusahaan menggunakan biaya tetap dalam struktur biayanya. Ketika perusahaan memiliki proporsi biaya tetap yang tinggi dibandingkan biaya variabel, dampak perubahan penjualan terhadap laba operasi (EBIT) akan lebih signifikan. Hal ini terjadi karena biaya tetap tidak berubah meskipun volume produksi atau penjualan berfluktuasi, sehingga peningkatan penjualan akan menghasilkan peningkatan laba yang lebih besar, sementara penurunan penjualan dapat memperburuk kerugian. Dengan demikian, leverage operasional menjadi indikator penting dalam menilai risiko bisnis suatu perusahaan.

Tingkat leverage operasional yang tinggi umumnya ditemukan di industri dengan investasi modal besar, seperti manufaktur, penerbangan, atau telekomunikasi. Perusahaan-perusahaan ini harus menanggung beban penyusutan, sewa pabrik, atau gaji karyawan tetap terlepas dari tingkat produksi. Sebaliknya, perusahaan jasa atau ritel cenderung memiliki leverage operasional lebih rendah karena biayanya lebih banyak bersifat variabel (misalnya, biaya bahan baku atau komisi penjualan). Manajemen perlu mempertimbangkan trade-off antara potensi keuntungan yang lebih tinggi (saat permintaan meningkat) dan risiko kerugian yang lebih besar (saat permintaan menurun) ketika merancang struktur biaya.

Selain memengaruhi profitabilitas, leverage operasional juga berdampak pada fleksibilitas keuangan perusahaan. Perusahaan dengan biaya tetap tinggi mungkin kesulitan menyesuaikan biaya saat menghadapi resesi ekonomi, sehingga lebih rentan terhadap kebangkrutan. Namun, jika perusahaan mampu mempertahankan penjualan yang stabil atau terus berkembang, leverage operasional dapat menjadi alat untuk meningkatkan skala ekonomi (economies of scale) dan margin keuntungan. Oleh karena itu, analisis leverage operasional sering kali dikombinasikan dengan leverage keuangan untuk menilai risiko total perusahaan.

4. Struktur Modal

Struktur modal (capital structure) merujuk pada komposisi pendanaan perusahaan, yaitu perbandingan antara hutang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai aset dan operasi. Keputusan struktur modal

sangat krusial karena memengaruhi biaya modal (WACC), risiko finansial, dan nilai perusahaan. Teori struktur modal klasik, seperti Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory, memberikan pandangan berbeda tentang bagaimana perusahaan memilih antara hutang dan ekuitas. Trade-Off Theory menyatakan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat pajak dari hutang (tax shield) dengan biaya kebangkrutan, sementara Pecking Order Theory berargumen bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan internal (laba ditahan) sebelum menerbitkan hutang atau saham.

Penggunaan hutang yang tinggi dapat meningkatkan return on equity (ROE) melalui efek leverage keuangan, tetapi juga meningkatkan risiko gagal bayar (default risk). Di sisi lain, ketergantungan pada ekuitas dapat mengurangi risiko finansial tetapi berpotensi mengakibatkan dilusi kepemilikan dan biaya modal yang lebih tinggi. Faktor-faktor seperti tingkat suku bunga, kondisi pasar, dan kebijakan regulator juga memengaruhi keputusan struktur modal. Misalnya, dalam lingkungan suku bunga rendah, perusahaan mungkin lebih agresif dalam mengambil hutang untuk memanfaatkan biaya pinjaman yang murah.

Struktur modal yang optimal bervariasi antar industri dan perusahaan. Perusahaan dengan arus kas stabil (misalnya, utilitas atau konsumen primer) biasanya mampu menanggung lebih banyak hutang, sementara perusahaan di industri volatil (seperti teknologi) cenderung bergantung pada ekuitas. Selain itu, pertimbangan corporate governance dan keagenan (agency cost) juga berperan. Manajer mungkin menghindari

hutang untuk mengurangi tekanan kreditur, sementara pemegang saham mungkin mendorong penggunaan hutang untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Dengan demikian, struktur modal bukan hanya keputusan finansial, tetapi juga strategis.

5. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial (managerial ownership) adalah proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh jajaran manajemen eksekutif, seperti direktur atau CEO. Konsep ini erat kaitannya dengan teori keagenan (agency theory), yang menyoroti potensi konflik antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal). Ketika manajer memiliki kepentingan kepemilikan, mereka cenderung lebih selaras dengan tujuan pemegang saham, yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Kepemilikan saham oleh manajemen dianggap sebagai mekanisme untuk mengurangi agency cost, seperti pengeluaran berlebihan (overconsumption) atau penghindaran risiko (risk aversion).

Namun, hubungan antara kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan tidak selalu linear. Pada tingkat kepemilikan rendah, peningkatan kepemilikan dapat meningkatkan alignmen kepentingan, tetapi jika kepemilikan menjadi terlalu dominan, manajer mungkin menguasai pengambilan keputusan (entrenchment effect) dan bertindak untuk kepentingan pribadi. Misalnya, CEO dengan kepemilikan besar bisa menolak akuisisi yang menguntungkan pemegang saham hanya karena ancaman terhadap posisinya. Oleh karena itu, banyak penelitian

menemukan hubungan non-linear (berbentuk U atau terbalik U) antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan.

Selain dampaknya pada kinerja, kepemilikan manajerial juga memengaruhi kebijakan dividen, investasi, dan pengungkapan informasi. Manajer dengan kepemilikan saham cenderung lebih transparan dalam pelaporan keuangan untuk mempertahankan kepercayaan investor. Di sisi lain, mereka mungkin enggan membagikan dividen besar karena ingin mempertahankan laba untuk pertumbuhan perusahaan. Dalam konteks corporate governance, kepemilikan manajerial sering kali dipandang sebagai alat untuk menyeimbangkan kekuatan dewan direksi dan pemegang saham mayoritas.

6. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan (firm value) merupakan persepsi pasar terhadap kemampulabaan dan prospek pertumbuhan suatu perusahaan, yang umumnya diukur melalui harga saham, market-to-book ratio (MBR), atau enterprise value (EV). Nilai perusahaan tidak hanya mencerminkan kinerja saat ini tetapi juga ekspektasi investor terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas di masa depan. Teori keuangan modern menekankan bahwa tujuan utama manajemen adalah memaksimalkan nilai pemegang saham, yang dapat dicapai melalui kebijakan investasi, pendanaan, dan dividen yang optimal.

Faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan sangat beragam, mulai dari kinerja keuangan (ROA, ROE, growth sales), kebijakan dividen,

struktur modal, hingga faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi dan regulasi pemerintah. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi (growth firms) biasanya dinilai berdasarkan potensi arus kas masa depan, sehingga metrik seperti price-to-earnings (P/E) ratio lebih relevan. Sementara itu, perusahaan matang (value firms) lebih bergantung pada stabilitas pendapatan dan pembayaran dividen. Selain itu, praktik corporate governance yang baik, seperti transparansi dan perlindungan hak minoritas, juga berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan dengan mengurangi risiko keagenan.

Peningkatan nilai perusahaan tidak hanya menguntungkan pemegang saham tetapi juga stakeholder lainnya, termasuk karyawan, kreditur, dan masyarakat. Perusahaan yang bernilai tinggi biasanya memiliki akses lebih mudah ke pasar modal, biaya modal yang lebih rendah, dan daya tahan lebih kuat dalam menghadapi krisis. Namun, penting untuk dicatat bahwa nilai pasar (market value) tidak selalu mencerminkan nilai intrinsik (intrinsic value) perusahaan. Manajemen harus menjaga keseimbangan antara strategi jangka pendek (seperti laba kuartalan) dan pertumbuhan jangka panjang untuk memastikan keberlanjutan dan peningkatan nilai secara berkelanjutan.

C. Perumusan Hipotesis

1. Pengaruh *Leverage Operasional* terhadap nilai perusahaan

Agency Theory menjelaskan bahwa konflik kepentingan antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal) dapat memengaruhi

keputusan operasional, termasuk penggunaan leverage operasional. Leverage operasional yang tinggi, ditandai dengan dominasi biaya tetap, dapat memperburuk masalah keagenan jika manajer menghindari risiko proyek investasi yang menguntungkan demi stabilitas jangka pendek. Sebaliknya, ketika kepemilikan manajerial tinggi, manajer cenderung menelaraskan kepentingannya dengan pemegang saham, sehingga leverage operasional dapat dimanfaatkan untuk meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan melalui skala ekonomi. Teori ini menunjukkan bahwa efektivitas leverage operasional tergantung pada mekanisme tata kelola perusahaan yang mengurangi asimetri informasi dan moral hazard.

Dalam perspektif teori sinyal, leverage operasional dapat menjadi indikator penting bagi investor dalam menilai prospek dan risiko suatu perusahaan. Ketika perusahaan memilih leverage operasional tinggi—yang berarti proporsi biaya tetap besar—hal ini dapat diartikan sebagai sinyal bahwa manajemen optimis terhadap peningkatan penjualan dan stabilitas pendapatan di masa depan. Investor menafsirkan sinyal ini sebagai keyakinan manajemen terhadap kinerja perusahaan, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan di pasar. Namun, jika ekspektasi tidak terpenuhi, leverage operasional tinggi juga meningkatkan risiko, sehingga interpretasi sinyal sangat bergantung pada kredibilitas manajemen.

Penelitian terdahulu mendukung pengaruh positif leverage operasional terhadap nilai perusahaan. Studi oleh Dewi & Sari (2021) menemukan bahwa perusahaan dengan leverage operasional tinggi dan

kepemilikan manajerial yang signifikan memiliki nilai perusahaan lebih baik karena efisiensi biaya dan peningkatan laba. Temuan serupa diungkapkan Hartono & Wijaya (2020) yang menyatakan bahwa leverage operasional memperkuat hubungan antara kinerja operasional dan harga saham, khususnya pada industri padat modal. Kedua penelitian ini menekankan pentingnya pengawasan prinsipal untuk memastikan leverage operasional tidak disalahgunakan oleh manajer.

H1: *Leverage Operasional* berpengaruh terhadap nilai perusahaan

2. Pengaruh Struktur Modal terhadap nilai perusahaan

Agency Theory menjelaskan bahwa struktur modal memengaruhi nilai perusahaan melalui mekanisme keagenan antara manajer dan pemegang saham. Konflik kepentingan muncul ketika manajer (agen) cenderung memprioritaskan kepentingan pribadi daripada pemegang saham (prinsipal), seperti menghindari proyek berisiko tinggi yang sebenarnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Struktur modal dengan porsi hutang yang optimal dapat menjadi alat disiplin (*discipline device*) karena kewajiban pembayaran bunga memaksa manajer untuk lebih efisien dan mengurangi pemborosan dana perusahaan (Jensen, 1986). Namun, hutang berlebihan justru meningkatkan *agency cost of debt*, dimana manajer mungkin menolak proyek menguntungkan karena khawatir tidak mampu memenuhi kewajiban hutang. Teori ini menekankan pentingnya keseimbangan antara manfaat *tax shield* dari hutang dan biaya keagenan

untuk mencapai struktur modal optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan.

Teori sinyal menjelaskan bahwa keputusan struktur modal dapat digunakan oleh manajemen untuk mengirimkan sinyal kepada investor mengenai prospek dan kesehatan keuangan perusahaan. Ketika perusahaan memilih untuk meningkatkan proporsi utang dalam struktur modal, hal ini sering diartikan sebagai sinyal positif bahwa manajemen percaya terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas di masa depan. Bagi investor, penggunaan utang mencerminkan keyakinan manajemen terhadap prospek keuntungan, karena utang membawa kewajiban tetap. Oleh karena itu, struktur modal yang mengandung utang dapat meningkatkan kepercayaan investor dan berdampak positif terhadap nilai perusahaan di pasar. Namun jika sebuah perusahaan memiliki utang yang terlalu tinggi maka hal sebaliknya bisa terjadi, hal ini dikarenakan jika sebuah perusahaan memiliki ketergantungan terhadap utang maka investor tidak akan percaya terhadap nilai perusahaan tersebut karena ini memberikan sinyal kepada para investor bahwasannya perusahaan tersebut memiliki kesulitan dana untuk modal perusahaan.

Penelitian terdahulu menunjukkan pengaruh signifikan struktur modal terhadap nilai perusahaan. Studi oleh Wicaksono dan Setiawan (2023) dalam Jurnal Akuntansi Kontemporer menemukan bahwa debt to equity ratio (DER) berpengaruh positif terhadap price to book value (PBV), khususnya pada perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi.

Penelitian oleh Santoso dan Wijaya (2022) dalam mengungkapkan bahwa struktur modal yang didominasi hutang jangka panjang meningkatkan nilai perusahaan, tetapi efek ini lebih kuat ketika dibarengi dengan mekanisme corporate governance yang baik. Kedua penelitian ini menegaskan bahwa struktur modal tidak hanya memengaruhi nilai perusahaan secara langsung, tetapi juga melalui interaksi dengan faktor keagenan seperti kepemilikan manajerial dan tata kelola perusahaan.

H2: Struktur Modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan

3. **Kepemilikan manajerial memoderasi *Leverage Operasional* terhadap nilai perusahaan**

Agency Theory memberikan kerangka penting dalam memahami bagaimana leverage operasional memengaruhi nilai perusahaan melalui perspektif konflik keagenan. Leverage operasional yang tinggi, yang ditandai dengan dominasi biaya tetap, dapat menciptakan masalah keagenan ketika manajer menghindari proyek berisiko namun berpotensi meningkatkan nilai perusahaan demi menjaga stabilitas arus kas jangka pendek. Kepemilikan manajerial berperan sebagai mekanisme moderasi yang penting dalam hubungan ini, di mana kepemilikan saham oleh manajer akan menyelaraskan kepentingan mereka dengan pemegang saham. Teori ini menjelaskan bahwa dengan kepemilikan manajerial yang memadai, leverage operasional dapat dimanfaatkan secara optimal untuk meningkatkan skala ekonomi dan profitabilitas, sekaligus mengurangi perilaku oportunistik manajer. Dengan demikian, kepemilikan manajerial

berfungsi sebagai alat governance yang mampu memoderasi dampak leverage operasional terhadap nilai perusahaan.

Dalam perspektif teori sinyal, kepemilikan manajerial berperan penting dalam memperkuat kredibilitas sinyal yang ditunjukkan melalui keputusan leverage operasional. Penggunaan leverage operasional tinggi dapat dianggap sebagai sinyal bahwa manajemen optimis terhadap prospek penjualan dan laba perusahaan. Namun, investor akan lebih percaya pada sinyal tersebut jika manajer memiliki kepemilikan saham, karena mereka ikut menanggung risiko atas keputusan yang diambil. Dengan demikian, kepemilikan manajerial memoderasi hubungan antara leverage operasional dan nilai perusahaan, di mana investor menilai keputusan manajemen sebagai lebih kredibel dan prospektif, sehingga meningkatkan nilai pasar perusahaan.

Penelitian terdahulu mendukung pengaruh positif leverage operasional terhadap nilai perusahaan dalam konteks kepemilikan manajerial. Studi oleh Putra dan Kurniawan (2023) menemukan bahwa leverage operasional berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q, dengan kepemilikan manajerial memperkuat hubungan positif tersebut. Penelitian serupa oleh Sari dan Wijaya (2022) menunjukkan bahwa perusahaan dengan leverage operasional tinggi dan kepemilikan manajerial di atas 5% memiliki nilai perusahaan yang lebih baik dibandingkan perusahaan dengan kepemilikan manajerial rendah. Kedua penelitian ini menegaskan bahwa kepemilikan manajerial berperan penting dalam memastikan leverage

operasional digunakan secara efektif untuk meningkatkan nilai perusahaan, sekaligus mengurangi potensi masalah keagenan.

H3: Kepemilikan manajerial memoderasi hubungan *Leverage Operasional* terhadap nilai Perusahaan

4. Kepemilikan manajerial memoderasi hubungan struktur modal terhadap nilai perusahaan

Agency Theory menjelaskan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan melalui mekanisme keagenan antara manajer dan pemegang saham. Konflik kepentingan muncul ketika manajer (agen) cenderung mengambil keputusan yang menguntungkan diri sendiri daripada pemegang saham (prinsipal), seperti menghindari proyek berisiko tinggi yang sebenarnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Struktur modal dengan porsi hutang yang optimal dapat berfungsi sebagai mekanisme disiplin (*discipline device*) karena kewajiban pembayaran bunga memaksa manajer untuk lebih efisien. Kepemilikan manajerial berperan sebagai variabel moderasi penting dalam hubungan ini, dimana kepemilikan saham oleh manajer akan menyelaraskan kepentingan mereka dengan pemegang saham. Teori ini menunjukkan bahwa dengan kepemilikan manajerial yang memadai, struktur modal yang didominasi hutang dapat dimanfaatkan secara optimal untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui *tax shield* sekaligus mengurangi *agency cost*.

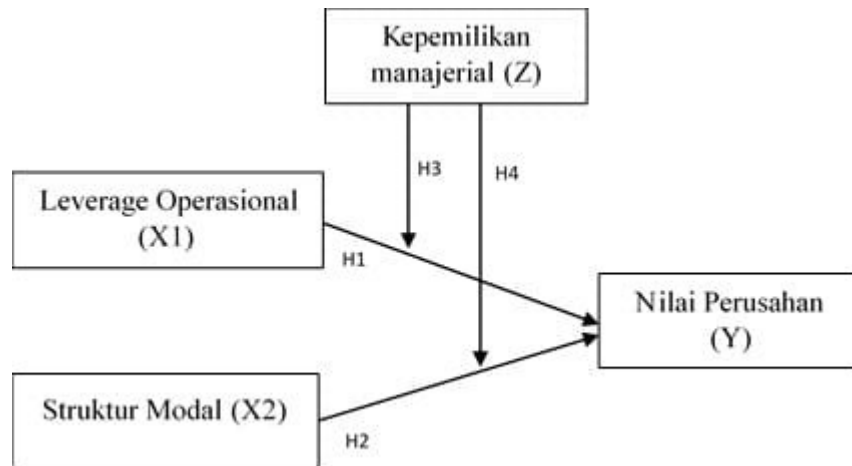
Dalam perspektif teori sinyal, kepemilikan manajerial berperan penting dalam memoderasi hubungan antara struktur modal dan nilai

perusahaan di mata investor. Ketika manajer memiliki porsi kepemilikan saham yang signifikan, keputusan mereka dalam memilih sumber pendanaan, terutama utang, dianggap sebagai sinyal kuat bahwa mereka yakin terhadap prospek keuangan perusahaan. Struktur modal berbasis utang yang disertai kepemilikan manajerial tinggi meningkatkan kredibilitas sinyal tersebut, karena manajer menanggung risiko langsung atas keputusan yang diambil. Hal ini meningkatkan kepercayaan investor, yang kemudian berdampak positif terhadap persepsi pasar dan nilai perusahaan secara keseluruhan.

Penelitian terdahulu mendukung pengaruh positif struktur modal terhadap nilai perusahaan dalam konteks kepemilikan manajerial. Studi oleh Rahmawati dan Setiawan (2023) dalam Jurnal Keuangan dan Perbankan menemukan bahwa debt to equity ratio (DER) berpengaruh positif terhadap Tobin's Q, dengan kepemilikan manajerial memperkuat hubungan positif tersebut. Penelitian oleh Handoyo dan Prasetyo (2022) dalam Jurnal Bisnis dan Akuntansi menunjukkan bahwa perusahaan dengan struktur modal optimal dan kepemilikan manajerial di atas 10% memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan kepemilikan manajerial rendah. Kedua penelitian ini menegaskan bahwa kepemilikan manajerial berperan penting dalam memastikan struktur modal digunakan secara efektif untuk meningkatkan nilai perusahaan.

H4: Kepemilikan manajerial memoderasi hubungan struktur modal terhadap nilai Perusahaan

D. Kerangka pemikiran



Gambar 2.1 Tabel kerangka pemikiran

Keterangan:

X1: Leverage Operasional

X2: Struktur Modal

Y: Nilai Perusahaan

Z: Kepemilikan manajerial

H1: Leverage Operasional berpengaruh pada nilai perusahaan

H2: Struktur modal berpengaruh pada nilai perusahaan

H3: Kepemilikan manajerial memoderasi pengaruh leverage operasional terhadap nilai perusahaan

H4: Kepemilikan manajerial memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai Perusahaan