

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dalam era persaingan bisnis global yang semakin dinamis, nilai perusahaan menjadi indikator fundamental yang mencerminkan persepsi pasar terhadap suatu entitas bisnis. Nilai perusahaan tidak hanya menggambarkan kinerja operasional saat ini, tetapi juga prospek pertumbuhan dan profil risiko yang dihadapi. Brigham & Houston (2019) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai jumlah dari nilai pasar utang dan nilai pasar saham, yang menunjukkan total nilai yang diberikan oleh pasar. Sejalan dengan itu, Sartono (2016) menegaskan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai jual perusahaan secara keseluruhan. Dengan pemahaman ini, peningkatan nilai perusahaan menjadi prioritas utama bagi manajemen, karena secara langsung mencerminkan keberhasilan dalam memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham (Supantiningrum, 2025).

Nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan tingkat kepercayaan investor terhadap performa perusahaan dan proyeksi keberlanjutan aktivitas usahanya di masa mendatang (Mulyasari & Murwaningsari, 2019). Nilai perusahaan dapat diukur melalui beberapa indikator seperti harga saham, Price to Book Value (PBV), Price Earning Ratio (PER), dan Tobin's Q. Di antara indikator tersebut, harga saham memiliki peran penting karena mencerminkan penilaian kolektif investor terhadap kinerja saat ini dan ekspektasi pertumbuhan di masa mendatang. Tingginya respons positif investor dapat

dorong kenaikan harga dan return saham perusahaan (Jao *et al.*, 2020).
Dan demikian, peningkatan harga saham akan berdampak pada



peningkatan nilai perusahaan, karena hal ini mencerminkan kepercayaan pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas yang lebih tinggi di masa depan.

Memahami faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan sangat penting bagi manajemen, investor dan pemangku kepentingan lainnya (Supantiningrum, 2025). Pemahaman ini memungkinkan manajemen untuk mengambil keputusan strategis yang tepat dalam upaya memaksimalkan kekayaan pemegang saham, membantu investor dalam membuat keputusan investasi yang optimal, serta memberikan gambaran bagi kreditor tentang kesehatan finansial perusahaan dalam memenuhi kewajiban utangnya.

Secara umum, faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan dibedakan menjadi faktor finansial dan non-finansial (Kusumayanti & Astika, 2016). Faktor finansial merujuk pada aspek-aspek keuangan perusahaan yang dapat diukur secara kuantitatif dan tercermin dalam laporan keuangan, seperti struktur modal, profitabilitas, likuiditas, dan manajemen laba, yang merupakan hasil dari keputusan yang diambil oleh pihak manajemen. Sementara itu, faktor non-finansial seperti modal intelektual juga berperan penting dalam menentukan nilai perusahaan, meliputi kapabilitas sumber daya manusia, sistem organisasi, dan relasi eksternal perusahaan. Hery (2014) mendefinisikan modal intelektual sebagai kepemilikan atas pengetahuan, pengalaman, keahlian profesional, hubungan yang baik, dan kemampuan teknologi yang, ketika digunakan dengan benar, memungkinkan bisnis menerapkan strateginya dengan efektif. Sejalan dengan definisi tersebut, Swapradinta (2016) menjelaskan bahwa modal intelektual adalah ide menggambarkan sumber daya berbasis pengetahuan baru dan aset



tidak berwujud yang, bila dimanfaatkan secara optimal, dapat meningkatkan efektivitas implementasi strategi bisnis perusahaan.

Dari berbagai faktor finansial yang memengaruhi nilai perusahaan, struktur modal menjadi salah satu elemen kunci dalam pengambilan keputusan keuangan. Variabel ini dipilih karena struktur modal mencerminkan strategi perusahaan dalam mengelola sumber pembiayaan, yang secara langsung berdampak pada risiko keuangan, fleksibilitas operasional, dan imbal hasil bagi pemegang saham. Struktur modal merupakan bauran pendanaan hutang jangka panjang dan modal sendiri dalam membiayai aktivitas operasional perusahaan (Ilahi *et al.*, 2021). Proporsi modal sendiri lebih besar dalam struktur modal mencerminkan rendahnya ketergantungan perusahaan terhadap utang, yang dapat memperkuat kondisi keuangan, meningkatkan kapasitas pembiayaan investasi, dan pada akhirnya berkontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan (Puspitasari & Suryono, 2020). Oleh karena itu, komposisi struktur modal yang optimal menjadi landasan penting bagi stabilitas keuangan dan kemampuan perusahaan untuk menjalankan strategi bisnisnya secara efektif.

Sebagaimana penjelasan sebelumnya, nilai perusahaan dibentuk oleh faktor finansial dan faktor non-finansial. Salah satu faktor non-finansial yang sangat berpengaruh adalah modal intelektual. Di era ekonomi berbasis pengetahuan, pengelolaan modal intelektual semakin mendapatkan perhatian dalam penguatan daya saing perusahaan. Modal intelektual, yang meliputi modal manusia (*human capital*), modal struktural (*structural capital*), dan modal relasional (*relational capital*) sebagaimana dikemukakan oleh Edvinson

Malone (dalam Deniswara *et al.*, 2019), berfungsi sebagai pendorong efisiensi, efisiensi operasional, dan keunggulan kompetitif yang berkelanjutan.



Implementasi pengelolaan modal intelektual yang efektif menjadi krusial, mengingat tren global menuju ekonomi berbasis pengetahuan yang memperbesar peran aset tidak berwujud dalam menciptakan nilai perusahaan (Puspitasari & Suryono, 2020). Kapabilitas perusahaan dalam mengelola dan mengoptimalkan modal intelektual mencerminkan kemampuannya untuk beradaptasi dengan lanskap bisnis yang semakin kompleks dan dinamis.

Selain struktur modal dan modal intelektual sebagai faktor utama yang mempengaruhi nilai perusahaan, praktik manajemen laba berperan sebagai variabel moderasi yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut. Praktik manajemen laba berkaitan langsung dengan transparansi dan integritas laporan keuangan, yang menjadi dasar pengambilan keputusan oleh investor dan pemangku kepentingan lainnya. Healy dan Wahlen (1999, dalam Suryadi, 2022) menjelaskan bahwa manajemen laba dilakukan dengan merekayasa laporan keuangan untuk mencapai target kinerja tertentu, yang dalam jangka pendek dapat meningkatkan persepsi pasar, namun dalam jangka panjang berpotensi menurunkan kredibilitas dan akuntabilitas perusahaan. Meskipun demikian, Murni (2017) menegaskan bahwa praktik manajemen laba tidak selalu bertujuan negatif, karena dalam beberapa situasi strategi ini digunakan untuk memenuhi harapan pihak eksternal guna mempertahankan kepercayaan terhadap kinerja perusahaan.

Sebagai variabel moderasi, manajemen laba memiliki peran yang berbeda dalam memengaruhi hubungan struktur modal dan modal intelektual terhadap nilai perusahaan. Perusahaan dengan struktur modal yang didominasi utang memiliki insentif lebih besar untuk melakukan manajemen

guna meminimalkan persepsi risiko finansial, sehingga kualitas praktik ini menentukan apakah struktur modal dapat meningkatkan atau justru



menurunkan nilai perusahaan. Di sisi lain, modal intelektual yang sulit diukur secara konvensional dalam laporan keuangan membutuhkan komunikasi yang efektif melalui praktik manajemen laba yang transparan untuk menyelaraskan persepsi pasar terhadap nilai yang sesungguhnya. Praktik manajemen laba yang efisien dapat memperkuat hubungan positif kedua variabel dengan nilai perusahaan melalui peningkatan kredibilitas dan komunikasi yang lebih baik tentang potensi pertumbuhan jangka panjang, sedangkan praktik yang oportunistik akan memperlemah kepercayaan investor dan menurunkan efektivitas struktur modal serta pemanfaatan modal intelektual dalam menciptakan nilai perusahaan.

Dinamika struktur modal, praktik manajemen laba, dan pengelolaan modal intelektual semakin disorot dalam berbagai studi dan pemberitaan, terutama dalam konteks upaya menjaga keberlanjutan nilai perusahaan BUMN Indonesia. Salah satu contoh konkret terjadi pada PT Wijaya Karya (Persero) Tbk dan PT Adhi Karya (Persero) Tbk yang mengalami tekanan likuiditas serius pada tahun 2024 akibat ketidakseimbangan struktur modal, yaitu tingginya proporsi utang jangka pendek tanpa disertai arus kas operasional yang memadai. Tekanan ini diperparah oleh menurunnya belanja infrastruktur pemerintah dan meningkatnya kompetisi dengan pihak swasta dalam proyek strategis nasional. Di sektor konstruksi, BUMN Karya seperti PT Wijaya Karya (Persero) Tbk, PT Pembangunan Perumahan (Persero) Tbk, dan PT Adhi Karya (Persero) Tbk menghadapi tekanan berat akibat penurunan anggaran infrastruktur, kenaikan suku bunga, dan keterlibatan swasta yang semakin dominan (Kontan, 2025). Hal ini berdampak pada

inggunya arus kas operasional, meningkatnya risiko keuangan, dan turunnya nilai pasar saham mereka.



Di sisi lain, praktik manajemen laba yang tidak transparan dapat merusak kredibilitas laporan keuangan dan menurunkan kepercayaan investor. PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk mencatatkan laba bersih sebesar Rp4,01 triliun pada tahun 2023 setelah restrukturisasi, namun analisis lebih lanjut menunjukkan bahwa peningkatan laba tersebut tidak sepenuhnya mencerminkan perbaikan kinerja operasional yang berkelanjutan. Hal tersebut menjadi catatan penting bagi para investor terkait praktik rekayasa laporan keuangan dalam upaya memperbaiki citra kinerja jangka pendek. Permasalahan tata kelola juga mencuat seiring dengan terungkapnya skandal korupsi di BUMN pertambangan, seperti PT Timah dan PT Antam, yang menunjukkan kelemahan dalam praktik akuntabilitas dan transparansi (DPR RI, 2024). Praktik manajemen laba yang tidak transparan dan penyalahgunaan aset menimbulkan penurunan nilai perusahaan dan mengikis kepercayaan publik.

Sebaliknya, PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk menjadi contoh keberhasilan mengoptimalkan modal intelektual melalui investasi strategis pada kapabilitas sumber daya manusia dan transformasi digital, yang berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan secara berkelanjutan. Keberhasilan ini menunjukkan bahwa pengelolaan modal intelektual yang efektif dapat menjadi katalisator dalam meningkatkan kinerja perusahaan dan mempertahankan keunggulan kompetitif di tengah persaingan bisnis yang semakin ketat.

BUMN dipilih sebagai objek penelitian karena peran gandanya sebagai entitas bisnis dan instrumen negara dalam pembangunan ekonomi. Dualisme

menciptakan dinamika unik dalam pengelolaan struktur modal dan praktik tansi. BUMN menghadapi tekanan untuk memaksimalkan kontribusi



pada pendapatan negara sambil menjaga fungsi layanan publik, yang memengaruhi keputusan struktur modal dan praktik manajemen laba. Transformasi BUMN melalui program restrukturisasi dan pembentukan holding menciptakan konteks ideal untuk menganalisis dampak perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan. Status BUMN sebagai aset negara juga menciptakan lingkungan tata kelola berbeda yang memengaruhi hubungan antara struktur modal, modal intelektual, dan nilai perusahaan, serta bagaimana praktik manajemen laba dapat mempengaruhi kekuatan hubungan tersebut.

Beberapa penelitian menunjukkan hasil beragam mengenai pengaruh modal intelektual terhadap nilai perusahaan. Deniswara *et al.* (2019) membuktikan adanya pengaruh positif dan signifikan dari modal intelektual terhadap nilai perusahaan manufaktur di Indonesia, mengindikasikan bahwa pengelolaan modal intelektual yang efisien meningkatkan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Temuan ini diperkuat oleh Puspitasari & Suryono (2020) yang mengidentifikasi kontribusi positif modal intelektual dalam penciptaan nilai perusahaan, khususnya pada entitas berbasis pengetahuan dan teknologi. Namun, Widyastuti *et al.* (2024) menemukan variasi pengaruh modal intelektual terhadap nilai perusahaan bergantung pada sektor industri dan karakteristik perusahaan, menunjukkan bahwa peran modal intelektual sebagai sumber daya strategis tidak bersifat universal melainkan dipengaruhi oleh konteks bisnis spesifik.

Penelitian terkait peran manajemen laba sebagai variabel moderasi menunjukkan hasil yang menarik. Penelitian yang dilakukan oleh Riswandi & arti (2020) menjelaskan bahwa manajemen laba dapat memperkuat hubungan antara faktor-faktor fundamental perusahaan dengan nilai



perusahaan ketika praktik tersebut digunakan untuk menyajikan laporan keuangan yang dapat meningkatkan persepsi investor. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Suryadi (2022) menunjukkan bahwa praktik manajemen laba dapat memperlemah hubungan antara kinerja fundamental perusahaan dengan nilai perusahaan ketika praktik tersebut mengurangi transparansi dan kredibilitas laporan keuangan.

Berdasarkan uraian di atas, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian berjudul "Pengaruh Struktur Modal dan Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan dengan Manajemen Laba sebagai Variabel Moderasi pada Badan Usaha Milik Negara Periode 2021-2023". Penelitian ini dilatarbelakangi oleh peran strategis BUMN dalam ekonomi nasional, di mana struktur modal yang optimal dapat meningkatkan efisiensi dan mengurangi risiko, modal intelektual yang berperan sebagai aset strategis dalam menciptakan nilai jangka panjang, serta praktik manajemen laba yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara faktor-faktor fundamental dengan nilai perusahaan. Mengingat masih terbatasnya kajian yang mengeksplorasi peran manajemen laba sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara struktur modal dan modal intelektual terhadap nilai perusahaan dalam konteks BUMN di Indonesia, penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi penting baik secara teoritis maupun praktis dalam pengembangan manajemen keuangan dan pengambilan keputusan strategis.



1.2 Rumusan Masalah

Dari uraian latar belakang dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut:

1. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada BUMN yang terdaftar di BEI?
2. Apakah modal intelektual berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada BUMN yang terdaftar di BEI?
3. Bagaimana peran manajemen laba dalam memoderasi hubungan struktur modal dan nilai perusahaan pada BUMN yang terdaftar di BEI?
4. Bagaimana peran manajemen laba dalam memoderasi hubungan modal intelektual dan nilai perusahaan pada BUMN yang terdaftar di BEI?

1.3 Tujuan Penelitian

Dengan pertimbangan rumusan masalah diatas, tujuan penelitian ini sebagai berikut:

1. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada BUMN.
2. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh modal intelektual terhadap nilai perusahaan pada BUMN.
3. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh manajemen laba dalam memoderasi struktur modal dengan nilai perusahaan pada BUMN.
4. Menganalisis dan mengetahui peran manajemen laba dalam memoderasi modal intelektual dengan nilai perusahaan pada BUMN.



1.4 Kegunaan Penelitian

1.4.1. Kegunaan Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan keilmuan serta memberikan kontribusi berupa bukti empiris yang memperkaya pemahaman mengenai faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan.

1.4.2. Kegunaan Praktis

1. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan mampu membantu perusahaan dalam upaya peningkatan nilai perusahaan.

2. Bagi Investor

Dapat menjadi sumber informasi tambahan bagi investor dalam proses pengambilan keputusan untuk melakukan investasi.

3. Bagi Pengambil Kebijakan

Penelitian ini diharapkan dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam merumuskan kebijakan yang lebih efektif terkait penerapan struktur modal dan modal intelektual terhadap nilai perusahaan, sehingga memungkinkan masyarakat untuk memantau kinerja perusahaan dengan lebih baik.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Teori dan Konsep

2.1.1 Trade Off Theory

Teori *Trade-Off* merupakan salah satu teori klasik dalam struktur modal yang menjelaskan bagaimana perusahaan menentukan komposisi ideal antara utang dan ekuitas untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Teori ini menekankan pentingnya menyeimbangkan antara manfaat penggunaan utang dan biaya yang ditimbulkannya.

Menurut Myers (1984), *Trade-Off Theory* menyatakan bahwa perusahaan akan terus menambah utang hingga manfaat marjinal dari penggunaan utang, seperti penghematan pajak (*tax shield*), setara dengan biaya marjinal dari penggunaan utang, seperti biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) dan biaya keagenan (*agency costs*). Dengan demikian, terdapat suatu titik keseimbangan atau struktur modal optimal (*optimal capital structure*), di mana nilai perusahaan berada pada posisi tertinggi.

Teori ini merupakan pengembangan dari pandangan Modigliani dan Miller, yang pada awalnya mengasumsikan tidak adanya pajak dan biaya kebangkrutan. Dalam *Trade-Off Theory*, asumsi tersebut diperluas dengan mempertimbangkan realitas bahwa penggunaan utang menimbulkan manfaat pajak namun juga membawa risiko finansial yang meningkat.

Brigham dan Houston (2013) menjelaskan bahwa perusahaan menghadapi pertukaran (*trade-off*) antara keuntungan dari utang dan



risiko yang ditimbulkannya. Di satu sisi, utang dapat meningkatkan return bagi pemegang saham karena adanya penghematan pajak dan efek pengungkit (*leverage*). Namun di sisi lain, semakin tinggi proporsi utang, semakin besar pula kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.

Selain itu, teori ini juga mengakui bahwa perusahaan tidak serta-merta berada pada titik optimal, melainkan menyesuaikan diri secara bertahap melalui pendekatan *static trade-off*, yaitu menyeimbangkan antara biaya modal, risiko kebangkrutan, dan efisiensi perpajakan. Dengan demikian, *Trade-Off Theory* memberikan landasan bahwa struktur modal yang optimal dapat dicapai dengan menimbang secara rasional antara manfaat dan biaya penggunaan utang. Ketika struktur modal berada di bawah titik optimal, penambahan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun, ketika struktur modal melebihi titik optimal, nilai perusahaan justru akan menurun akibat meningkatnya risiko keuangan dan biaya kebangkrutan.

2.1.2 Teori Sumber Daya

Teori Berbasis Sumber Daya (*Resource-Based Theory/RBT*) memandang perusahaan sebagai kumpulan sumber daya yang terdiri atas aset berwujud (*tangible assets*) dan tidak berwujud (*intangible assets*), yang dapat digunakan untuk mencapai keunggulan kompetitif dan meningkatkan kinerja jangka panjang perusahaan (Wernerfelt, 1984; Barney, 1991).

Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh Wernerfelt (1984) dan disempurnakan oleh Barney (1991). Menurut Barney, perusahaan akan memperoleh dan mempertahankan keunggulan kompetitif



apabila mampu memiliki, mengelola, dan memanfaatkan sumber daya secara efektif. Sumber daya dalam konteks ini mencakup aset, kapabilitas individu, pengetahuan teknis, proses organisasi, dan informasi yang mendukung pelaksanaan strategi untuk meningkatkan efisiensi dan efektivitas perusahaan.

Lebih lanjut, Barney (1991) mengklasifikasikan sumber daya ke dalam tiga kategori utama: sumber daya fisik (*physical capital resources*), sumber daya manusia (*human capital resources*), dan sumber daya organisasi (*organizational capital resources*). Tidak semua sumber daya dapat menghasilkan keunggulan kompetitif; hanya sumber daya yang memenuhi empat kriteria berikut yang dapat menciptakan keunggulan kompetitif berkelanjutan (*sustainable competitive advantage*), yaitu:

1. *Valuable* (berharga) – mampu menciptakan nilai dan merespons peluang serta ancaman lingkungan.
2. *Rare* (langka) – tidak dimiliki oleh banyak pesaing.
3. *Imperfectly imitable* (sulit ditiru) – tidak mudah direplikasi oleh perusahaan lain.
4. *Non-substitutable* (tidak tergantikan) – tidak dapat digantikan oleh sumber daya lain yang serupa.

Salah satu bentuk sumber daya tidak berwujud yang memenuhi karakteristik tersebut adalah modal intelektual (*intellectual capital*), yang terdiri atas *human capital*, *structural capital*, dan *capital employed*. Modal intelektual menjadi sumber keunggulan kompetitif karena mengandung elemen pengetahuan, keterampilan, dan proses



yang unik, serta tidak mudah ditiru atau digantikan (Soewarno & Tjahjadi, 2020).

Menurut Barney (1991), *Resource-Based Theory* berfungsi tidak hanya untuk menjelaskan dan memprediksi keunggulan perusahaan, tetapi juga mengarahkan strategi perusahaan agar mampu menghasilkan kinerja jangka panjang yang unggul. Keunggulan ini pada akhirnya akan menciptakan nilai bagi perusahaan melalui peningkatan kepercayaan investor dan harga saham (Lestari & Satyawan, 2019).

Dengan demikian, berdasarkan teori RBT, modal intelektual merupakan sumber daya strategis yang berkontribusi terhadap penciptaan nilai perusahaan. Pengelolaan dan pemanfaatan modal intelektual yang optimal akan memperkuat keunggulan kompetitif perusahaan, yang pada akhirnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

2.1.3 Teori Keagenan

Teori agensi menjelaskan bahwa pemegang saham utama mengawasi aktivitas manajerial untuk meminimalisir masalah keagenan, menurunkan biaya agensi, dan meningkatkan nilai perusahaan (Kim *et al.*, 2017). Teori ini menggambarkan hubungan antara dua pihak dengan peran berbeda: agen (manajer) yang mengelola perusahaan dan prinsipal (pemegang saham) yang umumnya hanya fokus pada hasil finansial dari investasi mereka (Purba, 2023). Pemegang saham terutama memperhatikan pertumbuhan nilai investasi, sedangkan manajer diharapkan



memperoleh kepuasan melalui kompensasi finansial dan ketentuan yang telah disepakati dalam kontrak kerja.

Praktik manajemen laba dapat dipahami melalui perspektif teori agensi, di mana manajemen sebagai agen memiliki kewajiban moral untuk mengoptimalkan keuntungan bagi prinsipal sambil menerima kompensasi sesuai perjanjian. Kondisi ini menciptakan dualitas kepentingan dalam perusahaan, dengan kedua pihak berusaha mencapai dan mempertahankan tingkat kesejahteraan yang mereka inginkan. Sebagai pengelola perusahaan, manajemen memiliki keunggulan informasi mengenai kondisi internal dan prospek masa depan perusahaan dibandingkan pemilik atau pemegang saham.

2.1.4 Struktur Modal

Manajer perusahaan perlu mengevaluasi dan mengoptimalkan struktur modal untuk memaksimalkan keuntungan serta mengurangi biaya modal. Struktur modal, yang merupakan pengaturan dana jangka panjang dari berbagai sumber, mencerminkan perbandingan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Keputusan mengenai komposisi struktur modal ini menjadi salah satu keputusan keuangan paling kritis yang harus diambil oleh manajemen perusahaan.

Penggunaan hutang dalam proporsi yang tepat dapat memberikan keuntungan berupa penghematan pajak dan meningkatkan produktivitas serta laba bagi pemegang saham. Namun, semakin tinggi nilai struktur modal, semakin besar risiko yang dihadapi perusahaan dalam menjamin hutang jangka panjangnya. Hutang yang berlebihan dapat meningkatkan risiko keuangan hingga kebangkrutan ketika kondisi bisnis tidak menguntungkan (Burhanudin & Setiawati, 2024).



Nilai *Debt to Equity Ratio* (DER) yang ideal bersifat relatif karena dipengaruhi oleh karakteristik industri, siklus bisnis, dan risiko operasional. Menurut Kasmir (2016), semakin tinggi DER maka semakin besar risiko keuangan yang ditanggung perusahaan, sehingga setiap entitas perlu menyesuaikan tingkat DER dengan kebijakan dan kondisi industrinya. Sejalan dengan itu, Brigham dan Houston (2019) menegaskan bahwa tidak ada angka baku mengenai struktur modal yang optimal. Kendati demikian, literatur praktis sering menyebut DER sehat berada pada kisaran 1 hingga 2, yang mencerminkan keseimbangan antara pemanfaatan *leverage* dan kemampuan mengendalikan risiko kebangkrutan. DER dengan nilai ≤ 1 biasanya menunjukkan struktur pembiayaan konservatif, sedangkan DER > 2 dapat mengindikasikan ketergantungan berlebihan terhadap utang.

Karakteristik sektoral turut memengaruhi nilai DER. Industri padat modal seperti manufaktur dan konstruksi umumnya memiliki DER yang lebih tinggi, sedangkan sektor jasa cenderung lebih konservatif. Untuk perusahaan keuangan, interpretasi DER perlu dilakukan dengan hati-hati karena pendanaan didominasi oleh dana pihak ketiga (DPK) yang dicatat sebagai liabilitas, sehingga rasio *Capital Adequacy Ratio* (CAR) lebih lazim digunakan. Meski demikian, DER tetap relevan sebagai gambaran awal tingkat leverage apabila dianalisis secara konsisten (Ali & Soekapdjo, 2018; Hanafi & Halim, 2009)

DER yang tinggi dalam perbankan mencerminkan besarnya simpanan nasabah yang dapat disalurkan sebagai kredit. Selama pengelolaannya dilakukan secara prudent dan terukur, kondisi ini



justeru menciptakan potensi keuntungan yang besar bagi bank. Dalam konteks BUMN non-keuangan, beberapa penelitian dan pedoman audit menyarankan agar DER dijaga maksimal pada angka 2, guna meminimalkan tekanan fiskal dan menjaga kinerja keuangan jangka panjang (Yuliusman & Arfianto, 2021). Rekomendasi ini juga selaras dengan arahan BPK RI dan Kementerian BUMN yang menekankan pentingnya struktur modal yang seimbang untuk keberlanjutan perusahaan milik negara.

2.1.5 Modal Intelektual

Modal Intelektual dapat diartikan sebagai kumpulan pengetahuan perusahaan yang dimanfaatkan dalam proses operasional untuk menghasilkan nilai tambah (*Value Added*) dan meningkatkan kinerja organisasi. Pengetahuan ini mencakup aset intelektual yang berperan strategis dalam menciptakan keunggulan kompetitif (Zéghal & Maaloul, 2010). Dengan demikian, Modal intelektual dapat dipahami sebagai kumpulan kemampuan, keterampilan, pengalaman, dan bentuk pengetahuan lain yang memiliki nilai bagi perusahaan (Ahmad & Ahmed, 2016). Modal Intelektual yang kuat dapat membantu perusahaan dalam meningkatkan keunggulan kompetitif dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, selain modal dari sisi finansial dan fisik, perlu juga didukung oleh kematangan dalam aspek modal intelektual yang bersifat tidak terlihat atau tidak berwujud (Saddam F & Mahfudz, 2017).

Modal intelektual adalah pengetahuan, keterampilan, dan aset tak berwujud kolektif yang digunakan perusahaan untuk menciptakan nilai, mendorong inovasi, dan mempertahankan keunggulan kompetitifnya



di pasar. Tidak seperti aset fisik seperti mesin, bangunan, atau peralatan, modal intelektual terdiri dari elemen nonfisik yang berkontribusi terhadap keberhasilan jangka panjang organisasi. Modal intelektual sering dikategorikan menjadi tiga komponen utama: modal manusia, modal struktural, dan modal relasional (Ashikuzzaman, 2024). Modal ini mencakup keahlian karyawan, proses organisasi, dan hubungan dengan pelanggan yang bersama-sama mendukung pertumbuhan jangka panjang perusahaan (Edvinsson & Michael, 1999).

Intellectual capital (modal intelektual) terdiri dari beberapa komponen utama yang berkontribusi pada nilai dan daya saing organisasi. Berikut adalah komponen-komponen tersebut menurut para ahli terbaru:

1. Modal Manusia (*Human Capital*)

Modal manusia mencakup pengetahuan, keterampilan, pengalaman, dan kemampuan individu dalam organisasi. Ini adalah aset penting karena kontribusi langsung karyawan terhadap kinerja perusahaan. Menurut Bontis Tahun 1998 dalam (Sawarjuwono & Kadir, 2003) modal manusia adalah salah satu komponen yang paling krusial dalam menciptakan keunggulan kompetitif.

2. Modal Struktural (*Structural Capital*)

Modal struktural mencakup sistem, proses, dan struktur organisasi yang mendukung efisiensi dan efektivitas operasional. Modal struktural berupa apa yang tetap ada dalam perusahaan ketika



karyawan pergi, termasuk merek, paten, dan hak cipta (Edvinsson & Michael, 1999).

3. Modal Relasional (*Relational Capital*)

Modal relasional merujuk pada hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan eksternal, seperti pelanggan, pemasok, dan mitra bisnis. Modal relasional mampu memberikan nilai tambah yang signifikan dan menjadi salah satu faktor yang menentukan kekuatan perusahaan dalam menentukan nilai pasarnya (H. R. Dewi *et al.*, 2020).

2.1.6 Nilai Perusahaan

a. Pengertian Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan representasi dari proses yang telah dilakukan perusahaan serta persepsi masyarakat terhadapnya. Menurut Mariani *et al.* (2018), investor mempercayai bahwa perusahaan dengan kinerja yang baik dan prospek masa depan yang menjanjikan akan memiliki nilai tinggi. Aspek ini sangat penting bagi pemegang saham, karena pergerakan harga saham berdampak langsung pada nilai perusahaan: penurunan harga saham menyebabkan penurunan nilai perusahaan yang berdampak negatif pada kemakmuran pemegang saham, sementara kenaikan harga saham meningkatkan nilai perusahaan dan menghasilkan tingkat kesejahteraan yang lebih tinggi bagi mereka.

Perusahaan dengan nilai tinggi akan memperoleh berbagai manfaat dan keuntungan, terutama kemudahan dalam mengakses pendanaan dari sumber eksternal atau lembaga



keuangan. Asmanto dan Andyani (2020) menyatakan bahwa nilai perusahaan bukan hanya ditentukan oleh kemampuannya menghasilkan arus kas yang baik, tetapi juga dapat dipengaruhi oleh aktivitas operasional yang diimplementasikan serta kondisi finansial dari perusahaan tersebut.

b. Tujuan dan Manfaat Nilai Perusahaan

Keberhasilan suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh nilainya, dimana peningkatan nilai perusahaan seringkali diikuti oleh kenaikan harga saham. Hal ini mencerminkan peningkatan kesejahteraan para pemegang saham dan kinerja perusahaan yang semakin baik. Dengan demikian, peningkatan nilai perusahaan menunjukkan kemampuannya dalam meningkatkan kemakmuran pemegang saham, yang merupakan tujuan utama dari keberadaan perusahaan itu sendiri.

c. Perhitungan Nilai Perusahaan

Untuk mengukur nilai perusahaan, terdapat beberapa indikator rasio keuangan yang dapat digunakan:

1. *Price Earnings Ratio* (PER)

Rasio yang membandingkan harga saham per lembar saham dengan laba per lembar saham. PER menjadi indikator apakah harga saham di pasar termasuk dalam kategori mahal atau tidak.

2. *Price to Book Value Ratio* (PBV)

Dihitung dengan membandingkan harga pasar saham terhadap nilai buku per lembar saham. Semakin tinggi rasio



ini menunjukkan bahwa harga pasar saham lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya.

3. Tobin's Q

Rasio Tobin's Q membandingkan nilai pasar sebuah perusahaan di bursa saham dengan nilai penggantian asetnya. Rasio di atas 1 menunjukkan bahwa perusahaan dinilai lebih tinggi dari aset fisiknya, yang menunjukkan prospek pertumbuhan yang baik atau nilai tambah dari aset tak berwujud. Sebaliknya, rasio di bawah 1 menunjukkan bahwa perusahaan dinilai kurang dari nilai asetnya, yang berarti bahwa perusahaan mungkin menjadi target akuisisi.

4. Market Value

Rasio yang menghubungkan harga saham dengan laba, arus kas, dan nilai buku per saham. Rasio ini membantu manajemen memahami bagaimana investor memandang risiko investasi dan prospek perusahaan di masa depan.

Dalam penelitian ini, Tobin's Q digunakan sebagai proksi untuk nilai perusahaan, yang merupakan perbandingan antara nilai pasar perusahaan (nilai buku hutang dan nilai pasar ekuitas) dengan nilai buku aset. Menurut Rachmawati dan Lestari (2018), Tobin's Q merefleksikan nilai perusahaan yang diukur melalui perbandingan antara nilai pasar dan nilai asetnya. Peningkatan rasio Tobin's Q dari periode sebelumnya mengindikasikan bahwa perusahaan mampu memanfaatkan aset secara lebih optimal, sehingga menghasilkan kinerja dan keuntungan yang lebih baik.



2.1.7 Manajemen Laba

Laporan keuangan memiliki nilai penting dalam pengambilan keputusan para pemangku kepentingan, sehingga ketepatan waktu dan keandalan informasinya sangat krusial. Informasi yang disampaikan secara terlambat atau tidak akurat cenderung kehilangan relevansi dan diabaikan oleh pengguna (Mediaty *et al.*, 2023). Salah satu informasi utama dalam laporan keuangan adalah laba, yang berfungsi sebagai indikator kinerja manajemen dalam mengelola sumber daya selama periode tertentu, sekaligus sebagai dasar untuk memproyeksikan kondisi perusahaan di masa depan (Prasetya *et al.*, 2017). Oleh karena itu, laba menjadi perhatian utama berbagai pihak dalam menilai pertanggungjawaban manajemen.

Namun, ketika target laba tidak tercapai, manajemen dapat memanfaatkan fleksibilitas dalam standar akuntansi untuk memodifikasi penyajian laba, suatu praktik yang dikenal sebagai manajemen laba (*earnings management*). Praktik ini dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan dengan berbagai motivasi. Menurut Phillips *et al.* (2003), terdapat dua motivasi utama yang mendorong manajemen melakukan praktik ini: pertama, untuk menghindari kemungkinan penurunan laba dengan tujuan menjaga stabilitasnya, karena fluktuasi laba dapat berdampak negatif bagi pemangku kepentingan; kedua, untuk menghindari kerugian, mengingat perusahaan yang merugi berisiko mengalami penurunan harga saham dan kehilangan kepercayaan investor.

Dalam praktiknya, manajemen sebagai pengendali perusahaan dapat menggunakan kebijaksanaannya untuk mengatur pengakuan



pendapatan dan beban, yang berdampak pada informasi laba dalam laporan keuangan. Menurut Dewi & Rasmini (2018), inti dari manajemen laba adalah kemampuan untuk memodifikasi metode akuntansi dan memilih pendekatan yang sesuai untuk mencapai target laba yang diinginkan.

Dalam perspektif agency theory, praktik manajemen laba mencerminkan adanya konflik kepentingan antara manajer (agen) dan pemilik (prinsipal). Ketika terjadi asimetri informasi, di mana manajer memiliki akses informasi yang lebih banyak dibandingkan pemilik, maka manajer memiliki insentif untuk memanipulasi laba guna memenuhi ekspektasi atau memperoleh keuntungan pribadi, seperti bonus, promosi, atau mempertahankan reputasi. Oleh karena itu, manajemen laba dipandang sebagai bentuk perilaku oportunistik dari agen dalam memanfaatkan celah dalam standar akuntansi untuk menyajikan kinerja keuangan yang lebih menguntungkan bagi dirinya, meskipun dapat menyesatkan pihak eksternal.

Terdapat dua bentuk utama dari praktik manajemen laba, yaitu:

- 1) Income-increasing earnings management, yaitu upaya untuk menaikkan laba yang dilaporkan, biasanya dilakukan ketika laba aktual lebih rendah dari ekspektasi pasar atau target internal, dengan tujuan menciptakan citra kinerja yang baik.
- 2) Income-decreasing earnings management, yaitu upaya untuk menurunkan laba yang dilaporkan. Strategi ini umumnya dilakukan ketika perusahaan ingin menurunkan pajak terutang, menciptakan cadangan laba yang dapat digunakan pada periode mendatang (*income smoothing*), atau untuk menurunkan



ekspektasi pasar di masa depan agar target berikutnya lebih mudah dicapai.

Terdapat perspektif beragam mengenai praktik manajemen laba. Partami *et al.* (2015) menyatakan bahwa praktik ini tidak selalu berkaitan dengan manipulasi data, melainkan lebih pada pemilihan model akuntansi yang diperbolehkan dalam regulasi untuk mengatur keuntungan. Dalam situasi di mana pencapaian target laba tidak terealisasi, manajer memiliki peluang untuk melakukan penyesuaian terhadap laporan laba dalam koridor standar akuntansi yang diizinkan. Namun, Scott (2000) memiliki pandangan berbeda. Meskipun mengakui bahwa manajemen laba secara prinsip tidak melanggar aturan akuntansi, Scott menekankan bahwa praktik ini dapat mengurangi kepercayaan berbagai pihak terhadap perusahaan. Penurunan kepercayaan ini berpotensi menurunkan nilai perusahaan karena investor mungkin menarik kembali investasi mereka. Dengan demikian, manajemen laba dapat merugikan perusahaan dengan menurunkan kualitas informasi keuangan dan menyajikan data yang tidak relevan bagi investor.

Lebih lanjut, dalam konteks penelitian ini, manajemen laba berperan penting sebagai variabel moderasi karena praktik ini dapat memengaruhi kekuatan dan arah hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan, serta antara modal intelektual dan nilai perusahaan. Perusahaan dengan beban utang tinggi atau struktur modal agresif cenderung memiliki tekanan untuk menunjukkan laba yang stabil agar tetap menarik bagi investor dan kreditur, sehingga manajemen lebih terdorong melakukan praktik manajemen laba. Begitu pula,



perusahaan yang memiliki modal intelektual tinggi mungkin memanfaatkan manajemen laba untuk mengurangi kesenjangan antara nilai riil perusahaan dan persepsi pasar terhadap kinerja keuangan yang dilaporkan. Dengan demikian, manajemen laba dapat memperkuat, memperlemah, atau bahkan mengaburkan pengaruh struktur modal dan modal intelektual terhadap nilai perusahaan, sehingga menjadikannya penting untuk diuji sebagai variabel moderasi dalam penelitian ini.

2.2 Tinjauan Empiris

Penelitian oleh Sahara *et al.* (2022) mengungkapkan bahwa struktur modal, yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) memiliki berdampak positif dan signifikan pada nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa pendanaan melalui utang, terlepas dari jumlahnya, dapat meningkatkan nilai perusahaan, mengisyaratkan bahwa penggunaan utang secara optimal memberikan keuntungan bagi perusahaan. Sejalan dengan hal tersebut, Alibasyah & Arief (2024) menegaskan adanya pengaruh positif struktur modal terhadap nilai perusahaan, yang mengindikasikan bahwa investor memandang penggunaan utang sebagai strategi untuk meningkatkan performa dan daya kompetisi perusahaan. Namun, temuan ini berbeda dengan penelitian Suryadi (2022) yang menyimpulkan bahwa struktur modal secara parsial tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menandakan bahwa perubahan struktur modal tidak secara langsung mempengaruhi persepsi investor tentang nilai perusahaan, sehingga faktor lain mungkin lebih berperan.



erkait modal intelektual, Yulianti & Alinsari (2022) menemukan pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Modal intelektual yang terdiri

atas modal manusia, struktural, dan relasional, terbukti menjadi keunggulan bersaing yang sulit ditiru dan mampu meningkatkan nilai perusahaan di mata investor. Sebaliknya, Subaida *et al.* (2018) menyatakan bahwa modal intelektual tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, kemungkinan karena belum adanya standar pengukuran yang konsisten di Indonesia. Hal ini mengindikasikan bahwa efektivitas modal intelektual dalam menciptakan nilai sangat tergantung pada sistem pelaporan, pengungkapan, serta kejelasan manajemen dalam mengelola aset tidak berwujud.

Mengenai hubungan antara manajemen laba dan nilai perusahaan, penelitian Sari *et al.* (2024) menemukan pengaruh positif dan signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor memandang positif praktik manajemen laba dalam menyajikan laporan keuangan yang optimal, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan studi Riswandi & Yuniarti (2020). Suprianto & Setiawan (2018) menambahkan bahwa manajer menggunakan manajemen laba sebagai alat untuk memberikan sinyal positif kepada pemegang saham mengenai prospek kinerja masa depan melalui pendapatan perusahaan. Namun demikian, beberapa penelitian lain oleh Suryadi (2022), Angraini & Fasridon (2021), Serta Alibasyah & Arief (2024) menunjukkan bahwa manajemen laba secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini mengindikasikan bahwa laba perusahaan bukan merupakan pertimbangan utama investor dalam mengevaluasi kinerja perusahaan untuk keputusan investasi.

