

DISERTASI

PERAN MODERASI *OPERATING EFFICIENCY* DAN SUKU BUNGA PADA PENGARUH PROFITABILITAS DAN *LEVERAGE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

**(Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di *Jakarta
Islamic Index* Bursa Efek Indonesia)**

MODERATION ROLE OF OPERATING EFFICIENCY AND INTEREST RATE ON THE INFLUENCE OF PROFITABILITY AND LEVERAGE ON FIRM VALUE

***(Empirical Study on Firms Listed on The Jakarta Islamic Index Indonesian
Stock Exchange)***

ELWISAM

A013182018



**PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2022**

DISERTASI

PERAN MODERASI *OPERATING EFFICIENCY* DAN SUKU BUNGA PADA PENGARUH PROFITABILITAS DAN *LEVERAGE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

(Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di *Jakarta Islamic Index*
Bursa Efek Indonesia)

MODERATION ROLE OF OPERATING EFFICIENCY AND INTEREST RATE ON THE INFLUENCE OF PROFITABILITY AND LEVERAGE ON FIRM VALUE

(*Empirical Study on Firms Listed on The Jakarta Islamic Index Indonesian Stock
Exchange*)

disusun dan diajukan oleh

ELWISAM

A013182018



Kepada

PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2022

DISERTASI

PERAN MODERASI *OPERATING EFFICIENCY* DAN SUKU BUNGA PADA PENGARUH PROFITABILITAS DAN *LEVERAGE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

(Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di *Jakarta Islamic Index*
Bursa Efek Indonesia)

disusun dan diajukan oleh

ELWISAM
A013182018

Telah diperiksa dan disetujui untuk diuji

Makassar, 14 Maret 2022

Promotor



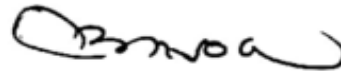
Prof. Dr. Cepi Pahlevi, S.E., M.Si
NIP: 196011131993031001

Kopromotor I



Dra. Andi Reni, M.Si., Ph.D
NIP: 196412311990112001

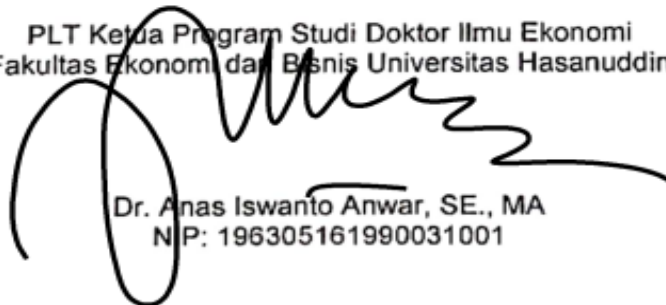
Kopromotor II



Dr. Mursalim Nohong, S.E., M.Si
NIP: 197106192000031001

Mengetahui

PLT Ketua Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin



Dr. Anas Iswanto Anwar, SE., MA
NIP: 196305161990031001

LEMBAR PENGESAHAN DISERTASI

PERAN MODERASI *OPERATING EFFICIENCY* DAN SUKU BUNGA PADA PENGARUH PROFITABILITAS DAN *LEVERAGE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

(Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di *Jakarta Islamic
Index* Bursa Efek Indonesia)

disusun dan diajukan oleh:

ELWISAM

A013182018

telah dipertahankan di hadapan Panitia Ujian yang dibentuk
dalam rangka Penyelesaian Studi Program Doktor Program Studi
Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas
Hasanuddin pada tanggal 1 April 2022 dan dinyatakan telah
memenuhi syarat kelulusan

Menyetujui
Promotor



Prof. Dr. Cepi Pahlevi, S.E., M.Si.

NIP : 196011131993031001

Copromotor I



Dra. Andi Reni, M.Si., Ph.D

NIP: 196412311990112001

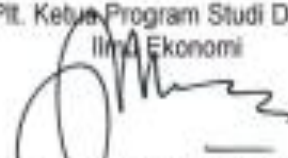
Copromotor II



Dr. Mursalin Nohong, S.E., M.Si

NIP : 197106192000031001

Pt. Ketua Program Studi Doktor
Ilmu Ekonomi



Dr. Anas Swanto Anwar, SE., MA

NIP: 196305161990031001

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis



Prof. Dr. Abdul Rahman Kadir, M.Si. CIPM

NIP: 196402051988101001

PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini,

Nama : Elwisam

NIM : A013182018

jurusan/Program studi : Ilmu Ekonomi

menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa disertasi yang berjudul

**PERAN MODERASI *OPERATING EFFICIENCY* DAN SUKU BUNGA
PADA PENGARUH PROFITABILITAS DAN *LEVERAGE* TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN**

**(Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di *Jakarta Islamic Index*
Bursa Efek Indonesia)**

adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang pengetahuan saya di dalam naskah tesis/disertasi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan/ditulis/diterbitkan sebelumnya, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila dikemudian hari ternyata di dalam naskah Disertasi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No.20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70)

Makasar, 20 Maret 2022

Yang Membuat pernyataan,



PRAKATA

Puji dan Syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT, karena dengan limpahan rahmat dan hidayah-Nya penulis dapat menyelesaikan pendidikan doktor pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis (FEB) Universitas Hasanuddin Makassar dengan disertasi berjudul **“Peran Moderasi *Operating Efficiency* dan Suku Bunga Pada Pengaruh Profitabilitas dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index Bursa Efek Indonesia”**. Shalawat dan salam juga penulis ucapkan kepada Junjungan umat islam Rasulullah Muhammad SAW yang telah membawa umat manusia melewati masa jahiliyah menuju masa depan yang lebih baik.

Penelitian dan penulisan disertasi ini dapat diselesaikan dengan baik tidak terlepas dari dukungan, perhatian dan bantuan dari banyak pihak. Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan penghargaan, rasa hormat dan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada yang terhormat:

1. Prof. Dr. Aries Tina Pulubuhu, M.A., Rektor Universitas Hasanuddin Makassar beserta jajarannya.
2. Prof. Dr. Abdul Rahman Kadir, SE., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin beserta jajarannya, yang telah berkenan menerima penulis untuk menempuh pendidikan di Program Doktor Ilmu Ekonomi.
3. Dr. Anas Iswanto Anwar, SE., MA., selaku Ketua Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi FEB Unhas, yang telah banyak membantu dan memberikan fasilitas dan kesempatan menyelesaikan studi di PDIE Unhas.
4. Prof. Dr. Cepi Pahlevi, S.E., M.Si., selaku promotor serta Dra. Andi Reni, M.Si., Ph.D., dan Dr. Mursalim Nohong, SE., M.Si., selaku kopromotor, yang mana dengan penuh kesabaran, perhatian dan keikhlasan telah meluangkan waktu untuk mengarahkan dan membimbing penulis selama proses penulisan disertasi.
5. Prof. Dr. Nurdin Brasit, SE., M.Si., Prof. Dr. Ria Mardiana Y, SE., M.Si., Dr. Nurdjanah Hamid, SE., M.Agr., dan Dr. Anas Iswanto Anwar, SE., MA selaku tim penilai internal serta Dr. Suryono Efendi, SE., MBA., MM., selaku penilai eksternal, yang telah banyak membantu memberikan kritik dan saran yang sifatnya membangun untuk kesempurnaan disertasi ini.

6. Dosen dan Civitas Akademika dalam lingkup Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin yang tidak dapat saya sebutkan satu persatu.
7. Dr. Ramlan Siregar, M.Si., selaku Ketua Pengurus Yayasan Memajukan Ilmu dan Budaya (YMIK) beserta jajarannya yang menaungi FEB Prodi Manajemen Universitas Nasional yang telah memberikan izin bagi penulis untuk studi lanjut S3 pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin.
8. Dr. El Amry Bermawi Putera, M.A., selaku Rektor Universitas Nasional Jakarta beserta jajarannya yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk studi S3 pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin.
9. Kumba Digdowiseiso, S.E., M.App. Ec., Ph.D., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Nasional beserta jajarannya yang banyak memberikan dukungan selama penulis melanjutkan studi S3 di PDIE Unhas.
10. Kedua orang tua saya, (alm) H. Djam'an Karim Jum'ah, MA., dan (alm) Hj. Djusmaniar Amir Hakim yang telah mendidik dan membesarkan anak-anaknya dengan luar biasa, semoga Allah merahmati mereka, Aamiin. Kakanda Fairuz, MHum dan Adinda Mirfat, M.Si., terima kasih atas dukungan dan bantuannya.
11. Kedua mertua saya, (alm) Rahim Laili dan (alm) Salmiyah yang selalu mendoakan anak menantunya, semoga Allah merahmati mereka, Aamiin.
12. Istri tercinta, Ernawati beserta Ananda Faizil Akmal Ersyam dan Fadia Zahra Ersyam. Terima kasih atas segala pengertian dan dukungan selama ayah menyelesaikan S3, kalian adalah cahaya kehidupan ayah.
13. Rekan-rekan mahasiswa-mahasiswi angkatan 2018 kelas Jakarta yang tidak dapat disebutkan satu per satu, terima kasih atas kebersamaan kita selama ini baik dalam senang maupun susah dan semoga kita semua dapat menyelesaikan studi S3 PDIE Universitas Hasanuddin Makassar.
14. Kepada pihak-pihak lain yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu. Terima kasih atas perhatian dan bantuannya kepada penulis dan semoga Allah SWT memberikan ganjaran pahala yang setimpal, Aamiin.

Penulis menyadari masih banyak kelemahan dan kekurangan dalam karya disertasi ini karena kesempurnaan hanya milik Allah SWT. Besar harapan penulis disertasi ini dapat memberikan manfaat bagi pihak yang membutuhkan.

Makassar, 1 April 2022

Elwisam

ABSTRAK

**PERAN MODERASI *OPERATING EFFICIENCY* DAN SUKU BUNGA PADA
PENGARUH PROFITABILITAS DAN *LEVERAGE* TERHADAP NILAI
PERUSAHAAN
(Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di *Jakarta Islamic Index*
Bursa Efek Indonesia)**

Elwisam
Cepi Pahlevi
Andi Reni
Mursalim Nohong

Tujuan utama penelitian ini untuk menguji pengaruh *leverage* yang diukur dengan nilai prediksi determinan struktur modal dan profitabilitas yang diukur dengan nilai prediksi determinan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Indeks, Bursa Efek Indonesia periode 2015 – 2019. Penelitian ini juga menguji peran karakteristik perusahaan yaitu *operating efficiency* dan variabel makro yaitu suku bunga apakah mampu memoderasi pengaruh *leverage* dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Studi empiris dilakukan menggunakan metode analisis regresi data panel dengan Eviews 9. Temuan penelitian mengungkapkan bahwa *leverage* dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) yang mendukung *signaling theory*. Hasil penelitian juga mengkonfirmasi bahwa *operating efficiency* sebagai variabel memoderasi memperkuat pengaruh positif *leverage* dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan, yang menunjukkan bahwa efisiensi operasional merupakan sinyal baik dan diterima secara positif oleh pasar. Hasil estimasi variabel suku bunga menunjukkan bahwa turunnya suku bunga akan memperkuat pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan. Hasil ini juga menunjukkan bahwa naiknya suku bunga akan memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: *leverage*, profitabilitas, nilai perusahaan, *operating efficiency*, suku bunga

ABSTRACT

MODERATION ROLE OF OPERATING EFFICIENCY AND INTEREST RATE ON THE INFLUENCE OF PROFITABILITY AND LEVERAGE ON FIRM VALUE

(Empirical Study on Firms Listed on The Jakarta Islamic Index Indonesian Stock Exchange)

Elwisam
Cepi Pahlevi
Andi Reni
Mursalim Nohong

The main purpose of this study is to examine the effect of leverage as measured by the predictive value of the determinant of capital structure and profitability as measured by the predictive value of the determinant of profitability on firm value in companies listed on the Jakarta Islamic index, Indonesia Stock Exchange period 2015 – 2019. This study also examines the moderating role of firm characteristics (operating efficiency) and macro variables (interest rates) on the effect of leverage and profitability on firm value. The empirical study was conducted using the panel data regression analysis method with Eviews9. Research findings reveal that leverage and profitability have a significant positive effect on firm value (Tobin's Q) which supports signaling theory. The results also confirm that operating efficiency as a moderating variable strengthens the positive influence of leverage and profitability on firm value, which indicates that operational efficiency is a good signal and is received positively by the market. The results of the estimation of the interest rate variable indicate that a decrease in interest rates will strengthen the effect of leverage on firm value. These results also indicate that rising interest rates will weaken the effect of profitability on firm value.

Keywords: leverage, profitability, firm value, operating efficiency, interest rates

DAFTAR ISI

HAL JUDUL DISERTASI	i
HAL PERSETUJUAN DISERTASI.....	ii
PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN.....	iv
PRAKATA	v
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB I 1	
PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Rumusan Masalah	11
1.3. Tujuan Penelitian	12
1.4. Kegunaan Penelitian	13
BAB II 14	
TINJAUAN PUSTAKA	14
2.1 Tinjauan Teori dan Konsep	14
2.1.1 <i>Signaling Theory</i>	14
2.1.2 <i>Trade Off Theory</i>	17
2.1.3 <i>Pecking Order Theory</i>	18
2.1.4 <i>Theory of The Firms</i>	19
2.1.5 <i>MacroFinance Theory</i>	20
2.2 Nilai Perusahaan.....	21
2.3 Profitabilitas Perusahaan.	24
2.4 Financial Leverage.....	31
2.5 Karakteristik Perusahaan dan Faktor Ekonomi Makro	39

2.5.1	Karakteristik Perusahaan	39
2.5.2	Faktor Ekonomi Makro	40
BAB III	43	
KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	43	
3.1	Kerangka Konseptual.....	43
3.2	Hipotesis	44
3.2.1.	Pengaruh Determinan Profitabilitas	44
3.2.2.	Pengaruh Determinan Struktur Modal	47
3.2.3.	Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan	50
3.2.4.	Pengaruh Leverage Terhadap Nilai Perusahaan	50
3.2.5.	Pengaruh Profitabilitas dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan di Moderasi oleh Operating Efficiency	51
3.2.6.	Pengaruh Profitabilitas dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan di Moderasi oleh Variabel Suku bunga.	52
BAB IV	54	
METODE PENELITIAN	54	
4.1	Rancangan Penelitian	54
4.2	Lokasi Dan Waktu Penelitian	54
4.3	Populasi, Sampel dan Tehnik Pengambilan Sampel	54
4.4	Jenis dan Sumber Data.....	56
4.5	Metode Pengumpulan Data.....	56
4.6	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	56
4.6.1	Nilai Perusahaan	57
4.6.2	Profitabilitas.....	57
4.6.3	Leverage	57
4.6.4	Operating Efficiency	57
4.6.5	Suku Bunga.....	58
4.7	Instrumen Penelitian	58
4.8	Teknik Analisis Data.....	59
4.8.1	Analisis Deskriptif	59
4.8.2	Analisis Regresi Data Panel	59
4.8.3	Uji Penentuan Metode Estimasi.....	61
4.8.4	Pengujian Variabel Moderasi.....	64
4.8.5	Model Persamaan Matematis	66
BAB V	69	

HASIL PENELITIAN.....	69
5.1 Diskripsi Data Penelitian	69
5.2 Analisis Hasil Penelitian	73
5.2.1 Hasil Pengujian Determinan Profitabilitas.....	74
5.2.2 Hasil Pengujian Pengaruh Determinan Struktur Modal..	78
5.2.3 Hasil Pengujian Pengaruh <i>Leverage</i> Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Menggunakan Nilai Prediksi <i>Leverage</i> Dan Profitabilitas	82
5.2.4 Uji Variabel Moderasi <i>Operating Efficiency</i>	85
5.2.5 Uji Variabel Moderasi Suku Bunga Riil	89
BAB VI 93	
HASIL PEMBAHASAN	93
6.1. Pengaruh Determinan Profitabilitas.....	93
6.1.1. Pengaruh <i>Leverage</i> Terhadap Profitabilitas.....	93
6.1.2. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas...	93
6.1.3. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas.....	94
6.1.4. Pengaruh <i>Capital Intensity</i> Terhadap Profitabilitas.	95
6.1.5. Pengaruh Umur Perusahaan (<i>Firms Age</i>) Terhadap Profitabilitas.....	96
6.2. Pengaruh Determinan Struktur Modal Terhadap <i>Leverage</i>	97
6.2.1. Pengaruh Profitabilitas Terhadap <i>Leverage</i>	97
6.2.2. Pengaruh Ukuran Perusahaan (<i>Firm's Size</i>) Terhadap <i>Leverage</i>	98
6.2.3. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan (<i>Firm's Growth</i>) Terhadap <i>Leverage</i>	99
6.2.4. Pengaruh Risiko Perusahaan (<i>Firms Risk</i>) Terhadap <i>Leverage</i>	100
6.2.5. Pengaruh Likuiditas Terhadap <i>Leverage</i>	101
6.3. Pengaruh Profitabilitas dan <i>Leverage</i> Terhadap Nilai Perusahaan	102
6.3.1. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. ...	102
6.3.2. Pengaruh <i>Leverage</i> Terhadap Nilai Perusahaan.....	104
6.4. Pengaruh Profitabilitas dan <i>Leverage</i> Terhadap Nilai Perusahaan Yang Di Moderasi Oleh <i>Operating Efficiency</i>	106
6.5. Pengaruh Profitabilitas dan <i>Leverage</i> Terhadap Nilai Perusahaan Yang Di Moderasi Oleh Suku Bunga.....	108

BAB VII 110

KESIMPULAN DAN SARAN.....	110
7.1. Kesimpulan	110
7.2. Implikasi Hasil Penelitian	112
7.3. Implikasi Kebijakan Praktis	114
7.4. Keterbatasan Penelitian	116
7.5. Saran	117
DAFTAR PUSTAKA.....	119

DAFTAR GAMBAR

Gambar 3. 1 Kerangka Konseptual Penelitian	43
--	----

DAFTAR TABEL

Tabel 1. 1. Nilai Perusahaan Yang terdaftar Pada Jakarta Islamic Indeks (Tobin's Q)	2
Tabel 1. 2. Research Gap Pengaruh Profitabilitas dan Tingkat Hutang terhadap Nilai perusahaan.....	9
Tabel 4. 1. Daftar Perusahaan yang Memenuhi Kriteria Penelitian	55
Tabel 4. 2. Variabel Penelitian dan Pengukuran	58
Tabel 4. 3. Variabel Penelitian dan Pengukuran	68
Tabel 5. 1 Hasil Statistik Deskriptif.....	69
Tabel 5. 2 Hasil Estimasi Determinan Profitabilitas	76
Tabel 5. 3 Hasil Estimasi Determinan Struktur Modal	80
Tabel 5. 4 Hasil Estimasi Pengaruh Leverage dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan	84
Tabel 5. 5 Hasil Estimasi Model 1 Variabel Moderasi Operating Efficiency.....	88
Tabel 5. 6 Hasil Estimasi Variabel Moderasi Suku Bunga Riil Rekapitulasi Model 2	92

DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN 1: Determinan Profitabilitas (Fixed Model).....	126
LAMPIRAN 2: Determinan Struktur Modal. (Fixed Model)	127
LAMPIRAN 3: Pengaruh Leverage dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan (Fixed Model).....	128
LAMPIRAN 4: Model 1. (Pers 4 & 5) Uji Variabel Moderasi Operating Efficiency (Fixed Model).....	129
LAMPIRAN 5: Model 2. (Pers 6 & 7) Uji Variabel Moderasi Suku bunga (Fixed Model).....	131
LAMPIRAN 6: Data Awal Penelitian.....	133

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Nilai perusahaan merupakan aspek terpenting untuk menganalisis kesehatan keuangan perusahaan atau untuk mengambil alih perusahaan. Semakin besar nilainya, semakin baik posisi perusahaan secara finansial dan semakin baik prospek perusahaan tersebut bagi calon investor (Rajhans dan Kaur (2013)). Nilai perusahaan mewakili kinerja perusahaan di masa lalu, sekarang, dan masa depan serta minat jangka panjang investor yaitu pemegang saham dan pemangku kepentingan (Bhullar, 2017).

Nilai perusahaan pada penelitian ini diukur dengan menggunakan *proxy* Tobin's Q yang dikembangkan pertama kali oleh Professor James Tobin (1967). Tobin's Q merupakan rasio nilai pasar aset terhadap biaya penggantian aset (nilai buku aset) yang mencerminkan penilaian pasar perusahaan dan kinerja saham untuk mengukur kekayaan pemegang saham riil (Pui-Yan dan Wei-Theng, 2019). Nilai pasar perusahaan merupakan kapitalisasi pasar yaitu harga saham dikali jumlah saham yang beredar. Dengan demikian upaya memaksimalkan harga saham akan berdampak kepada peningkatan nilai perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan kekayaan pemegang saham yang merupakan tujuan utama setiap perusahaan (Sucuahi dan Cambarihan, 2016).

Phenomena nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Jakarta Islamic Index di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2015 – 2019 memperlihatkan kondisi dimana nilai perusahaan yang terdaftar pada kelompok indeks tersebut cenderung mengalami penurunan. Sebagaimana yang di ilustrasikan pada tabel 1.1., dapat dilihat dari tahun 2015 – 2019 secara rata-rata

nilai perusahaan yang diukur dengan menggunakan Tobin's Q mengalami trend penurunan selama periode pengamatan tersebut.

Tabel 1.1. juga memperlihatkan bahwa dari empat belas perusahaan yang selalu terdaftar pada Jakarta Islamic Indeks selama periode 2015 – 2019, terdapat hanya lima perusahaan yang mengalami trend kenaikan nilai perusahaan, sedangkan sisanya sebanyak sembilan perusahaan mengalami trend penurunan. Trend penurunan nilai perusahaan yang diukur dengan menggunakan Tobin's Q tersebut disebabkan rata-rata pertumbuhan nilai pasar asset yang tercermin dari kapitalisasi pasar hanya bertumbuh rata-rata 25,18 persen dibandingkan nilai buku asset yang tumbuh jauh lebih besar yaitu rata-rata 60,52 selama periode 2015 – 2019 tersebut.

Tabel 1. 1. Nilai Perusahaan Yang terdaftar Pada Jakarta Islamic Indeks (Tobin's Q)

NO	KODE	PERUSAHAAN	2015	2016	2017	2018	2019
1	ADRO	Adaro Energy Tbk.	0.47	0.80	0.77	0.57	0.67
2	AKRA	AKR Corporindo Tbk.	2.08	1.73	1.67	1.01	0.96
3	ASII	Astra International Tbk.	1.12	1.39	1.26	1.16	0.97
4	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk.	1.06	1.01	0.86	0.65	0.57
5	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.	2.91	3.39	3.22	3.59	3.34
6	INCO	Vale Indonesia Tbk.	0.50	0.90	0.92	0.93	1.10
7	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	0.64	1.06	0.96	0.94	0.93
8	KLBF	Kalbe Farma Tbk	4.30	4.44	4.54	3.69	3.55
9	LPPF	Matahari Department Store Tbk.	13.59	9.29	5.58	3.54	2.74
10	PTPP	PP (Persero) Tbk.	1.04	0.72	0.39	0.28	0.28
11	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.	2.04	2.38	2.45	2.03	2.06
12	UNTR	United Tractors Tbk.	0.89	1.02	1.50	1.03	0.82
13	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.	18.37	18.14	22.99	17.40	15.97
14	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.	0.93	0.55	0.30	0.29	0.41
		Rata-Rata	3.57	3.35	3.39	2.65	2.45

Sumber: Laporan Tahunan Perusahaan (Data diolah)

Perusahaan-perusahaan syariah yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* yang digunakan dalam penelitian ini, selain harus melakukan kegiatan usaha yang

tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah islam, juga memiliki aturan rasio keuangan terkait pendanaan hutang dan pendapatan usaha (*revenue*). **Pertama**, keunikan karakteristik perusahaan-perusahaan dengan adanya ketentuan dalam struktur modalnya, dimana total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45%. **Kedua**, total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10% (<https://www.idx.co.id/idx-syariah/>).

Riset mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan adalah topik yang sangat menarik bagi setiap pelaku bisnis dan peneliti (Ngoc Dang dkk, 2019). Terdapat banyak penelitian yang mempelajari profitabilitas dan *leverage* sebagai faktor-faktor penentu terhadap nilai perusahaan, seperti Chowdhury dan Chowdhury (2010), Rajhans dan Kaur (2013), Kodongo, Mokoaleli-Mokoteli dan Maina (2014), Sucuahi dan Cambarihan (2016), Ur Rehman (2016), Aggarwal dan Padhan (2017), Gharaibeh dan Qader (2017), Zuhroh (2019), Hirdinis (2019). Berbagai penelitian tersebut memiliki persamaan dan perbedaan hasil karena penggunaan pengukuran dan metode yang berbeda.

Kajian antara profitabilitas dan *leverage* terhadap nilai perusahaan adalah bagian penting dalam pengambilan keputusan pada keuangan korporasi. Berdasarkan perspektif *signaling theory* kemampuan perusahaan memperoleh laba (profitabilitas) dan *leverage* dapat digunakan sebagai sinyal untuk membedakan apakah suatu perusahaan berkualitas bagus atau tidak dibandingkan perusahaan lain. Menurut Ross (1977) hutang perusahaan merupakan sinyal kualitas perusahaan karena hanya perusahaan yang berkualitas tinggi yang memiliki kemampuan untuk membayar kembali hutang tersebut dalam jangka panjang. Sementara itu kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tinggi juga memberikan sinyal kualitas perusahaan karena memiliki peluang investasi yang lebih bernilai serta mampu untuk membayar deviden yang lebih

besar (Ghozali, 2020). Dengan demikian, berdasarkan *signaling theory*, semakin tinggi profitabilitas dan *leverage* akan berdampak kepada meningkatnya nilai perusahaan.

Tingginya tingkat persaingan antar perusahaan memaksa setiap perusahaan untuk memaksimalkan tingkat keuntungan perusahaan yang pada gilirannya bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kekayaan pemegang saham (*shareholder wealth*). Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba yang diikuti dengan tingkat pertumbuhan laba yang konsisten adalah indikator penting untuk menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang karena dengan profitabilitas yang tinggi menunjukkan perusahaan mempunyai kinerja keuangan yang baik. Perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang baik dapat dilihat dari tingkat pertumbuhan laba yang tinggi dan terus menerus, sehingga nilai perusahaan tersebut dimata investor akan semakin tinggi.

Sucuahi dan Cambarihan (2016) meneliti pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan yang melakukan diversifikasi usaha di Bursa Philipina. Hasil riset menunjukkan bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan memperoleh laba semakin tinggi nilai perusahaan yang diukur dengan menggunakan Tobin's Q. Hal ini menunjukkan peningkatkan kinerja perusahaan dapat menciptakan nilai bagi perusahaan. Perusahaan yang memiliki nilai yang sangat baik akan menarik lebih banyak investor dan pihak lain untuk mengambil bagian dalam perusahaan.

Pengaruh positif dan signifikan antara profitabilitas dan nilai perusahaan juga didukung oleh penelitian Zuhroh (2019), dengan menggunakan *path analisis* pada perusahaan properti dan real estate yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode tahun 2012 – 2016. Semakin tinggi kemampuan perusahaan memperoleh laba semakin besar bagian dari laba dalam bentuk deviden yang bisa

dibagikan kepada pemegang saham. Hal ini pada akhirnya akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Penelitian ini mengkonfirmasi pendekatan teori signal terkait pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Selain profitabilitas, studi ini juga menemukan bahwa tingkat hutang yang diukur dengan *debt to equity ratio* pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berbeda dengan penelitian diatas, Aggarwal dan Padhan (2017) dalam studinya mengenai dampak struktur modal dan kualitas perusahaan terhadap nilai perusahaan pada sektor industri *hospitality* di India periode 2001 – 2015. Data dianalisa dengan menggunakan metode regresi *pool data*, dan hasil dari studi ini menunjukkan bahwa profitabilitas yang di *proxy* dengan ROA (*return on asset*) sebagai salah satu variabel kualitas perusahaan mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur baik dengan dengan *Enterprise value* (EV), *Market Capitalization* maupun *Price to book ratio* (PB). Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu perusahaan akan berdampak dengan semakin menurunnya nilai perusahaan. Sifat padat modal *hospitality industry* yang memiliki masa persiapan operasional yang panjang, maka dana perusahaan lebih difokuskan untuk menjamin kelancaran operasi perusahaan sehingga kualitas operasi lebih berdampak positif terhadap nilai perusahaan daripada kemampuan memperoleh laba.

Sedangkan Hirdinis (2019) pada penelitiannya menemukan bahwa profitabilitas yang ketika diukur dengan *return on asset* (ROE) memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan *price book value ratio* (PBV). Penelitian ini dilakukan pada perusahaan sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011 -2015, dengan metode analisa data menggunakan regresi berganda. Studi Astuti, Sugeng dan Mawardi (2019) pada perusahaan perbankan di bursa efek Indonesia periode 2012 – 2016 dengan variabel *proxy* berbeda juga menemukan hasil yang sama,

dimana naik turunnya tingkat profitabilitas perusahaan tidak menentukan naik turunnya nilai perusahaan (Tobin's Q).

Nilai perusahaan juga dipengaruhi oleh *leverage* (struktur modal) yang dianggap sebagai indikator kekuatan finansial perusahaan. Penelitian Ur-Rehman (2016) yang bertujuan untuk mengetahui dampak dari struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Pakistan periode 2006 – 2013. Hasil penelitian dengan menggunakan analisis regresi panel menemukan bahwa struktur modal dengan menggunakan proxy *debt ratio* (*Total debt to total asset*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang menggunakan *Tobin's Q*. yang diukur dengan *cross sectional time series* untuk periode 2006-2013 di Pakistan. Penelitian ini membuktikan sekalipun risiko keuangan yang ikut meningkat sejalan dengan peningkatan penggunaan hutang pada perusahaan non keuangan di Pakistan, nilai perusahaan tersebut juga akan ikut meningkat

Sebaliknya Ngoc Dang, dkk (2019) dalam mempelajari pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada 214 perusahaan yang terdaftar di pasar saham Vietnam untuk periode 2012-2016 menunjukkan *sign* yang berbeda. Hasil riset dengan *structural pathways analysis* menemukan bahwa *leverage* (*total debt to total assets*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan baik yang diukur dengan *Enterprise Value* (EV) maupun *Tobin's Q*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar penggunaan hutang oleh perusahaan akan menurunkan nilai perusahaan, sejalan dengan meningkatnya *financial distress cost*. Sejalan dengan penelitian ini, Astuti, Sugeng dan Mawardi (2018) juga memperoleh hasil yang sama dimana tingkat hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan variabel proksi yang sama yaitu *total debt to total assets* dan *Tobin's Q*.

Beberapa studi yang menguji pengaruh tingkat hutang terhadap nilai perusahaan memberikan hasil yang tidak signifikan. Hasil riset Rajhans dan Kaur (2013) terhadap 16 perusahaan dari 4 sektor (*Fast Moving Consumer Goods* (FMCG), *Information Technology* (IT) and *Automobile industry*) yang melantai di *Bombay Stock Exchange* (BSE) dari 2002 – 2011, membuktikan bahwa struktur modal yang diukur dengan *debt to equity ratio* tidak berpengaruh terhadap *market capitalization* sebagai proksi nilai perusahaan.

Sedangkan penelitian Kodongo, Mokoaleli-Mokoteli dan Maina (2014) pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di *Nairobi Securities Exchange* Tahun 2002 – 2011, menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara rasio *total liabilities to total assets* sebagai ukuran *leverage* dengan Tobin's Q nya nilai perusahaan. Selain itu Gharaibeh dan Qader (2017) dengan menggunakan variabel proksi yang sama juga menemukan pengaruh yang tidak signifikan antara *leverage* dengan nilai perusahaan dengan menggunakan sampel 40 perusahaan dari 6 sektor yang dominan (*petrochemical, retail, agriculture and food, cement, industrial investment, and building and construction*) di *Saudi Stock Exchange* (TADAWUL) periode 2005 – 2014.

Dalam studinya Endri dan Fathony (2020) mengenai faktor-faktor penentu nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2013 – 2017, juga mendapati *leverage* dengan menggunakan *debt to equity ratio* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Hasil ini menunjukkan bahwa kenaikan atau penurunan penggunaan hutang dalam membiayai operasi perusahaan tidak selalu menjadi penyebab tinggi atau rendahnya nilai perusahaan.

Adanya perbedaan hasil penelitian tersebut menunjukkan masih terdapatnya inkonsistensi yang berkaitan dengan pengaruh profitabilitas dan *leverage* terhadap nilai perusahaan. Beberapa penelitian menyatakan bahwa

profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan hasil penelitian lainnya menemukan hasil yang signifikan tapi negatif, selain itu juga terdapat hasil penelitian lainnya menyatakan tidak terdapat pengaruh yang signifikan. Ketidak-konsistenan hasil penelitian juga terjadi pada pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan. Beberapa hasil penelitian menyatakan terdapat pengaruh yang signifikan baik positif atau negatif, disisi lain juga ditemukan hasil menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan. Perbedaan hasil penelitian tersebut ditunjukkan pada tabel 1.2.

Berdasarkan *research gap* tersebut maka terdapat ruang untuk melakukan pengembangan model empiris, metodologi dan teori yang digunakan. Penelitian ini mengajukan beberapa pendekatan untuk mengisi *research gap* yang ada, yaitu: Pertama, dengan menambah variabel moderasi *operating efficiency* (efisiensi operasional) yang merupakan bagian dari karakteristik perusahaan sebagai faktor internal perusahaan dan indikator ekonomi makro dengan menggunakan variabel suku bunga yang merupakan faktor eksternal perusahaan. Variabel moderasi yang digunakan diharapkan dapat menutup celah penelitian yang ada serta mampu menjelaskan apakah variabel moderasi tersebut akan memperkuat atau memperlemah pengaruh profitabilitas dan *leverage* terhadap nilai perusahaan.

Kedua, berdasarkan asumsi bahwa profitabilitas dan *leverage* perusahaan dipengaruhi oleh apa yang umumnya disebut sebagai faktor faktor penentu profitabilitas (*determinants of profitability*) dan *leverage* (*determinants of capital structure*), maka dalam penelitian ini akan digunakan nilai prediksi baik untuk profitabilitas maupun *leverage* dengan menggunakan faktor faktor penentu profitabilitas (*determinants of profitability*) dan *leverage* (*determinants of capital structure*) untuk memperoleh hasil estimasi yang lebih efisien.

Tabel 1. 2. *Research Gap* Pengaruh Profitabilitas dan *Leverage* Terhadap Nilai perusahaan

<i>Research Gap</i>	Peneliti	Hasil Penelitian
Terdapat perbedaan hasil penelitian pengaruh profitabilitas dengan nilai perusahaan	Sucuahi dan Cambarihan (2016). Zuhroh (2019).	profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan
	Aggarwal dan Padhan (2017).	profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan
	Hirdinis (2019). Astuti, Sugeng dan Mawardi (2019)	Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan
Terdapat perbedaan hasil penelitian pengaruh <i>leverage</i> dengan nilai perusahaan	Ur Rehman (2016). Zuhroh (2019).	<i>leverage</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan
	Ngoc Dang, dkk (2019). Astuti, Sugeng dan Mawardi (2018)	<i>leverage</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan
	Rajhans dan Kaur (2013). Kodongo, Mokoaleli dan Maina (2014). Gharaibeh dan Qader (2017). Endri dan Fathony (2020).	<i>leverage</i> tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Sumber : Hasil Review Jurnal

Secara metodologi masih sangat terbatas penelitian terdahulu yang menggunakan kedua pendekatan, baik penggunaan variabel moderasi efisiensi operasional dan suku bunga maupun pendekatan model simultan untuk profitabilitas dan *leverage* sebagai model yang komprehensif untuk menutup *research gap* tersebut. Alasan penggunaan variabel efisiensi operasional dan suku

bunga sebagai variabel pemoderasi karena peneliti terdahulu hanya menempatkan variabel tersebut sebagai variabel independen dengan berbagai perbedaan hasil terhadap nilai perusahaan.

Konsep efisiensi operasional sangat penting untuk keuangan perusahaan, mengacu pada efisiensi penggunaan sumber daya yang optimal dalam operasional perusahaan. Kinerja operasi bisnis yang efisien sangat membantu perusahaan dalam menghadapi persaingan usaha yang semakin ketat, dan bagi investor akan sangat menguntungkan bagi strategi investasi mereka dan bersifat jangka panjang (Goel, 2012). Efisiensi operasional perusahaan adalah salah satu faktor yang penting dalam valuasi kegiatan operasional dan juga dianggap sebagai sumber utama penghasil kas (Bhullar, 2017).

Penelitian tentang pengaruh efisiensi operasional terhadap nilai perusahaan juga menemukan hasil yang beragam. Bhatnagar *et. al.*, (2014) meneliti dengan menggunakan data 90 perusahaan dari berbagai industri di India dari tahun 2004 sampai tahun 2012 dengan data panel menemukan bahwa efisiensi operasional dengan *proxy Fixed Asset Turnover Ratio* (FATO) berpengaruh signifikan dan positif terhadap Nilai perusahaan. Sedangkan penelitian data panel Bhullar, (2017) dengan data 30 perusahaan sektor *fast moving consumer goods* (FMCG) dan sektor *pharmaceutical* di India dengan *proxy* yang sama menemukan bahwa efisiensi operasional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sebaliknya Mohammed (2017) pada penelitiannya menemukan bahwa efisiensi operasional yang ketika diukur dengan *turnover* dibagi dengan *total assets* memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Penelitian ini dilakukan pada 10 perusahaan sektor kesehatan (*healthcare*) yang terdaftar di Bursa Efek Nigeria periode 2008 -2015, dengan metode analisa data menggunakan regresi data panel.

Penggunaan variabel suku bunga sebagai variabel pemoderasi berdasarkan hasil penelitian Lin *et al.*, (2018) yang membuktikan bahwa nilai perusahaan dengan menggunakan proksi Tobin's Q sensitif terhadap perubahan suku bunga. Studi yang dilakukan oleh Ater (2018) di Bursa Efek Nairobi terhadap perusahaan-perusahaan *non-financial* membuktikan terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara suku bunga riil terhadap nilai perusahaan Tobin's Q.

Beberapa penelitian tentang pengaruh suku bunga terhadap nilai perusahaan di Indonesia juga menemukan hasil yang berbeda. Kusumowardhani (2020) dalam penelitiannya pada industri semen di Indonesia menemukan pengaruh antara suku bunga dengan nilai perusahaan adalah positif dan signifikan. Sedangkan studi Jubaedah *et al.*, (2016) serta Pangestuti dan Louisa (2020) menemukan bahwa suku bunga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan perbedaan hasil penelitian empirik yang telah diuraikan maka rumusan masalah yaitu “Ditemukan inkonsistensi hasil penelitian pengaruh antara profitabilitas dan *leverage* terhadap nilai perusahaan”.

Mengacu pada rumusan masalah tersebut maka masalah penelitian (*research problem*) yang diajukan adalah “Bagaimana mengembangkan model penelitian empirik untuk mengatasi inkonsistensi pengaruh antara profitabilitas dan *leverage* terhadap nilai perusahaan”.

Model penelitian empirik yang dikembangkan adalah dengan menggunakan model simultan untuk profitabilitas maupun *leverage* dengan menggunakan determinan profitabilitas dan determinan struktur modal. Model penelitian ini juga menggunakan variabel *operating efficiency* dan suku bunga sebagai variabel moderasi pengaruh profitabilitas dan *leverage* terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan rumusan masalah tersebut maka pertanyaan penelitian adalah sebagai berikut:

- a. Apakah *Capital Intensity, Firms Age, Growth Firms, Firms Size, Leverage* sebagai variabel determinan berpengaruh terhadap Profitabilitas.
- b. Apakah *Firms Size, Growth Opportunity, Firms Risk, Liquidity, Profitabilitas* sebagai variabel determinan berpengaruh terhadap *Leverage*.
- c. Apakah Profitabilitas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.
- d. Apakah *Leverage* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.
- e. Apakah Profitabilitas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan yang dimoderasi oleh *Operating Efficiency*.
- f. Apakah *Leverage* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan yang dimoderasi oleh *Operating Efficiency*.
- g. Apakah Profitabilitas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan yang dimoderasi oleh Suku Bunga.
- h. Apakah *Leverage* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan yang dimoderasi oleh Suku Bunga.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis secara empiris:

- a. Pengaruh *Capital Intensity, Firms Age, Growth Firms, Firms Size, Leverage* sebagai variabel determinan terhadap Profitabilitas.
- b. Pengaruh *Firms Size, Growth Opportunity, Firms Risk, Liquidity, Profitabilitas* sebagai variabel determinan terhadap *Leverage*.
- c. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan.
- d. Pengaruh *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan.

- e. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan yang dimoderasi oleh *Operating Efficiency*.
- f. Pengaruh *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan yang dimoderasi oleh *Operating Efficiency*.
- g. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan yang dimoderasi oleh Suku Bunga.
- h. Pengaruh *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan yang dimoderasi oleh Suku Bunga.

1.4. Kegunaan Penelitian

Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi pengembangan ilmu manajemen keuangan dan pasar modal. Dengan membangun model konseptual baru diharapkan *gap* antara pengaruh profitabilitas dan *leverage* terhadap nilai perusahaan dapat hilang dan bisa menjadi acuan investor dalam memahami perilaku perusahaan di pasar modal.

Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan tambahan bukti empiris kemampuan teori *signaling* dan teori *macrofinance* atas pengaruh profitabilitas yang akan di proksi dengan menggunakan determinan profitabilitas dan *leverage* yang akan di proksi dengan determinan struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan *operating efficiency* dan suku bunga sebagai variabel moderasi (*moderating variable*). Hasil penelitian ini diharapkan dapat dipergunakan sebagai referensi penelitian selanjutnya.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Teori dan Konsep

Teori utama yang dijadikan dasar dalam penelitian ini, yaitu teori sinyal (*signaling theory*) untuk menjelaskan hubungan antara profitabilitas dan *leverage* terhadap nilai perusahaan. Teori sinyal juga akan digunakan untuk menjelaskan peran moderasi variabel *operating efficiency* sebagai proksi dari karakteristik perusahaan, sedangkan teori *macrofinance* digunakan untuk menjelaskan peran moderasi variabel suku bunga sebagai indikator makroekonomi. Teori-teori pendukung lain yang digunakan adalah teori *trade-off* dan teori *pecking-order* untuk menjelaskan keputusan pembiayaan investasi dan *theory of the firms* untuk menjelaskan profitabilitas.

2.1.1 Signaling Theory

Sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2007). *Signaling theory* mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pihak lainnya. Manajer biasanya mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pihak luar (investor) karena itu bisa dikatakan terjadi asimetri informasi antara pihak manajer dengan pihak investor.

Signaling theory dapat digunakan untuk menggambarkan perilaku individu atau organisasi yang memiliki akses ke informasi yang berbeda, dimana salah satu

pihak akan memilih bagaimana mengkomunikasikan informasi tersebut (memberi sinyal) sedangkan pihak lain harus memilih cara untuk menginterpretasikan sinyal tersebut (Connelly, dkk, 2011)). Manajer sebagai pengelola perusahaan memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pemilik perusahaan (investor), sehingga dapat menimbulkan asimetri informasi, dengan demikian *signaling theory* secara fundamental berkaitan dengan mengurangi asimetri informasi antara dua pihak tersebut.

asimetri informasi mulai dikenal berdasarkan tulisan Akerlof (1970) yang juga merupakan awal dari *signaling theory*. Dimana asimetri informasi timbul karena barang dengan kualitas yang berbeda dapat dijual dengan harga yang sama. Akerlof (1970) mencontohkan bahwa di pasar mobil, pembeli mobil baru bisa saja mendapatkan mobil yang bagus atau mobil yang tidak bagus (*lemons*) dengan harga sama. Hal ini karena penjual memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan pembeli. Menurut Lofgren, Persson & Weibull (2002) asimetri informasi menimbulkan masalah *adverse selection*, *signaling* dan *moral hazard*.

Konsep *signaling* dikembangkan oleh Spence (1973) yang menunjukkan bahwa penjual dan pembeli dalam beberapa pasar memberikan sinyal-sinyal informasi tentang kualitas produk. Spence (1973) menggunakan pasar tenaga kerja sebagai contoh terjadinya asimetri informasi, dimana kualitas tenaga kerja yang baru direkrut oleh suatu perusahaan baru bisa diketahui setelah pekerja tersebut mulai bekerja di perusahaan beberapa lama. Maka pendidikan merupakan sinyal yang kuat dalam pasar tenaga kerja.

Masalah asimetri informasi pada level perusahaan (level mikro) antara perusahaan yang mempunyai nilai yang baik (*good value*) dengan perusahaan yang kurang baik (*bad value*) dapat dikurangi dengan sinyal informasi keuangan perusahaan yang dapat dipercaya *market*. Teori keseimbangan sinyal (*signal equilibrium theory*) oleh Spence (1973), menunjukkan sinyal yang dianggap

kredibel oleh pasar tentang kualitas perusahaan, hanya jika perusahaan yang kurang baik tidak dapat mengirim sinyal yang sama dengan perusahaan yang baik, sehingga sinyal tersebut bisa dipercaya.

Rasio penggunaan hutang atau ekuitas yang dilakukan oleh manajemen dapat dianggap sebagai sinyal (Leland dan Pyle (1977)). Manajer perlu memberikan sinyal berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh pihak manajemen dalam merealisasikan keinginan stakeholder dalam bentuk laporan keuangan. Manajer selalu memiliki keunggulan informasi dibandingkan pihak luar, dengan demikian informasi tingkat profitabilitas dan struktur utang perusahaan dapat dianggap sebagai sinyal ke pasar.

Model Ross (1977) menunjukkan bahwa nilai perusahaan akan naik dengan leverage, karena, meningkatnya *leverage* akan memberi sinyal kepada pasar bahwa manajemen perusahaan yakin mengenai kemampuan pembayaran biaya bunga, dan karenanya yakin tentang prospek masa depan perusahaan. Sehingga, peningkatan *leverage* akan meningkatkan nilai perusahaan karena investor akan menganggap ini sebagai sinyal positif dari ukuran dan stabilitas arus kas masa depan. Pada sisi lain, fakta bahwa hutang (*leverage*) yang tinggi menyiratkan risiko kebangkrutan yang lebih tinggi (dan biaya) untuk perusahaan berkualitas rendah.

Issue utama terkait keputusan pendanaan perusahaan adalah bagaimana perusahaan mengoptimalkan penggunaan hutang atau ekuitas dalam struktur keuangannya. Struktur modal yang optimal akan berdampak pada biaya modal yang minimal dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Raju dan Roy (2000) nilai informasi yang disediakan manajemen akan berkontribusi pada profitabilitas perusahaan terutama untuk perusahaan besar dan perusahaan yang berkompetisi dalam industri yang bersaing ketat. Oleh karena itu, pelepasan informasi yang kredibel oleh manajer memengaruhi

kinerja suatu perusahaan dan berdampak pada persepsi yang dipegang oleh pasar eksternal tentang suatu perusahaan. Apabila laba yang dilaporkan meningkat maka informasi tersebut adalah informasi yang baik yang mengindikasikan kondisi perusahaan dalam kondisi baik serta menunjukkan bahwa nilai perusahaan juga meningkat.

2.1.2 Trade Off Theory

Teori *trade-off* dari struktur modal awalnya dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1958 dan 1963) menunjukkan pembiayaan investasi menggunakan dana eksternal dalam bentuk hutang bermanfaat karena memiliki insentif dalam bentuk *debt tax shield*. Teori *trade-off* membenarkan rasio utang yang moderat. Dikatakan bahwa perusahaan akan meminjam sampai titik di mana nilai marjinal penghematan pajak dari tambahan hutang dapat mengimbangi kenaikan nilai sekarang dari biaya *financial distress*. *Financial distress* mengacu pada biaya kebangkrutan (*costs of bankruptcy*), dan biaya agensi (*agency costs*) yang muncul ketika kelayakan kredit perusahaan diragukan. Prospek *financial distress* akibat hutang dapat menurunkan nilai pasar perusahaan (Myers (2001).

Menurut teori tersebut, meningkatnya ancaman kebangkrutan terkait dengan peningkatan hutang, membuat dana pinjaman kurang menarik bagi perusahaan. Namun, manfaat pajak dari modal hutang membuatnya menarik untuk digunakan. Dengan demikian, dalam proses pembentukan struktur modal, perusahaan harus menemukan kompromi antara manfaat dan biaya menarik hutang (Klimenok 2014).

Struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat penggunaan hutang dengan biaya menggunakan hutang. Perusahaan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan hutang (perlakuan pajak

perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi (Brigham dan Houston, 2007).

2.1.3 Pecking Order Theory

Teori *pecking-order* awalnya dikemukakan oleh Donaldson (1961), yang menyatakan bahwa penggunaan laba ditahan (*internal fund*) lebih disukai oleh *owner-managers* untuk membiayai investasi dari pada *exsternal fund* seperti hutang. Myers (1977, 1984) kemudian mengembangkan urutan hierarki dari sumber-sumber keuangan perusahaan yang disukai. Laba di tahan merupakan prioritas pertama digunakan jika memungkinkan. Apabila digunakan dana yang berasal dari eksternal maka urutan dana yang digunakan adalah pertama dari utang baru kemudian diikuti penerbitan ekuitas baru.

Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan, sehingga kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba merupakan hal penting dalam teori *pecking order*. Penggunaan *internal fund* dalam bentuk laba ditahan mempunyai keuntungan tersendiri karena perusahaan tidak perlu membuka diri terhadap sorotan investor luar. Penggunaan utang dalam bentuk obligasi lebih disukai daripada penerbitan saham baru karena dua alasan. Pertama adalah pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru, hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, faktor informasi asimetrik sehingga manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai sinyal yang tidak baik oleh investor (Brealey, Myers, dan Marcus, 2007).

Teori ini juga menegaskan bahwa hirarki pembiayaan tertentu akan memaksimalkan nilai perusahaan (Myers and Majluf, 1984). Dengan asumsi rasio hutang terhadap ekuitas yang optimal tidak ada maka perusahaan akan

memanfaatkan semua dana internal yang tersedia sebelum memilih keuangan eksternal, terutama ekuitas eksternal, untuk menghindari pelemahan (*dilution*) kontrol perusahaan. Semakin besar profitabilitas perusahaan semakin rendah leverage keuangannya.

2.1.4 Theory of The Firms

Perusahaan adalah suatu institusi yang menggunakan faktor-faktor produksi dan memanfaatkan faktor-faktor produksi tersebut untuk memproduksi dan menjual barang-barang dan jasa. Tujuan utama sebuah perusahaan dalam berbisnis adalah memaksimalkan laba (Parkin, 2019). Perusahaan akan memaksimalkan laba dengan cara memperbesar selisih antara pendapatan dan biaya.

Teori perusahaan (*theory of the firms*) menjelaskan perilaku perusahaan dalam memaksimalkan laba, seperti bagaimana menentukan harga dan jumlah output yang akan diproduksi, memperkirakan permintaan pasar, dan bagaimana perusahaan mengalokasikan faktor-faktor produksi secara optimal untuk meminimalkan biaya produksi. Teori ini dikembangkan oleh para ekonom klasik dan neoklasik (Prakarsa dan Firmansyah, 2019).

Teori perusahaan modern dewasa ini, seringkali membedakan upaya perusahaan memaksimalkan laba sebagai tujuan jangka pendek (*short-run motivations*), dengan tujuan jangka panjang (*long-run motivations*) seperti *sustainability* perusahaan (Murphy, 2020). Hal ini menegaskan, sekalipun tujuan meningkatkan profitabilitas perusahaan sangat penting untuk menjelaskan perilaku dan outcome organisasi, perlu juga mempertimbangkan tujuan organisasi lainnya.

Perusahaan-perusahaan yang semakin bertumbuh besar dan efisien dalam jangka panjang umumnya akan mencapai apa yang disebut sebagai skala

ekonomi (*economies of scale*). Skala ekonomi adalah kondisi dimana biaya produksi perunit barang menurun sejalan dengan meningkatnya output atau produksi (Parkin, 2019). Perusahaan yang mampu memproduksi dengan skala ekonomi akan memiliki daya saing tinggi sekaligus memiliki kemampuan yang lebih besar untuk meningkatkan laba dibandingkan perusahaan lainnya.

2.1.5 MacroFinance Theory

Keterkaitan antara pasar keuangan dan ekonomi makro semakin menjadi perhatian saat terjadinya krisis keuangan global tahun 2007–2009. Arah keterkaitannya menurut Morley (2015) lebih dominan dari sektor makro ke pasar keuangan ketimbang sebaliknya, dimana ketika perekonomian mengalami resesi akan diikuti anjloknya pasar saham. Namun, penurunan pasar saham yang besar tidak serta merta memicu resesi.

Implikasi tidak langsungnya adalah bahwa keputusan investasi perusahaan (seperti berapa banyak peralatan modal baru untuk dibeli) didorong oleh kondisi makroekonomi bukan perkembangan pasar keuangan. Indikator makro ekonomi seperti suku bunga ditentukan oleh produk marjinal modal (*marginal product of capital*) atau mungkin kebijakan moneter dalam jangka pendek berpengaruh terhadap pembiayaan investasi perusahaan yang pada akhirnya mempengaruhi kondisi perusahaan.

Namun, setelah krisis keuangan global tahun 2007–2009 memberikan perspektif baru mengenai peran pasar keuangan dalam mendorong siklus bisnis, dimana memburuknya kondisi keuangan di level perusahaan bisa mempengaruhi kondisi makro ekonomi secara keseluruhan (Morley, 2015). Hal tersebut sejalan dengan pemahaman banyak ekonom tentang hubungan timbal balik antara sektor keuangan dengan sektor riil yang biasa disebut sebagai *financial accelerator*.

2.2 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah aspek yang paling penting dalam menganalisis kesehatan keuangan atau kepemilikan perusahaan. Nilai perusahaan yang semakin besar menunjukkan kondisi keuangan perusahaan yang semakin baik dan semakin menarik bagi investor potensial (Rajhans and Kaur, 2013). Menurut Husnan (2013) nilai perusahaan atau juga disebut dengan nilai pasar perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Sedangkan Bhullar (2017) Nilai perusahaan mewakili kinerja perusahaan di masa lalu, sekarang, dan masa depan serta minat jangka panjang investor (pemegang saham dan pemangku kepentingan).

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, hal tersebut dapat diwujudkan dengan memaksimalkan harga saham, harga saham yang tinggi akan meningkatkan kapitalisasi pasar dari perusahaan. Kapitalisasi Pasar ditentukan dengan mengalikan jumlah saham beredar dan harga pasar saat ini dari satu saham. Dengan asumsi jumlah saham beredar konstan (kecuali dalam kasus pembelian atau pembagian saham), nilai perusahaan sebagian besar dipengaruhi oleh harga pasar perusahaan.

Nilai perusahaan didasarkan atas tiga kelompok utama aset, yaitu: (a) *Financial asset*, seperti kas surat-surat berharga yang sering disebut juga dengan *financial capital*. (b) *Physical asset*, terdiri atas peralatan, gedung, tanah, disebut juga dengan *tangible asset*. (c) *Intangible asset*, yaitu *organizational capital*, seperti aliansi bisnis, *customer capital*, merek, reputasi kualitas dan pelayanan, dan (d) *intellectual capital* (paten, desain produk, dan teknologi), *goodwill*, dan *human capital*.

Pengukuran nilai suatu perusahaan dapat dilihat dari perbandingan nilai pasar perusahaan terhadap nilai bukunya (*price to book value*). Nilai buku

merupakan nilai saham menurut pembukuan perusahaan. Nilai pasar merupakan nilai saham di pasar saham. Menurut Brigham dan Houston (2007), rasio harga pasar terhadap nilai buku (*price to book value*) mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus bertumbuh. *Price to book value* menunjukkan kinerja atau kemampuan perusahaan menciptakan nilai perusahaan dalam bentuk harga saham terhadap modal yang tersedia. Perusahaan yang mendapatkan tingkat pengembalian asset yang tinggi, maka rasio *price to book value* nya akan relatif tinggi yaitu lebih dari 1. Semakin besar rasio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai oleh investor relatif dibandingkan dengan dana yang telah ditanamkan di perusahaan.

Pengukuran nilai perusahaan yang juga banyak digunakan adalah dengan menggunakan Tobin's Q. Model ini dikemukakan oleh James Tobin pada tahun 1967, dan telah digunakan untuk menjelaskan berbagai fenomena dalam perusahaan, seperti hubungan antara kepemilikan ekuitas manajemen dan nilai perusahaan serta hubungan antara kinerja manajemen dan peningkatan nilai aset (Chung dan Pruitt, 1994). Model Tobin's Q yang merepresentasikan rasio nilai pasar saham perusahaan ditambah nilai buku hutangnya dengan nilai buku asetnya merupakan salah satu model ekonomi untuk evaluasi perusahaan (Salehi, 2009).

Tobin's Q menawarkan penjelasan nilai dari suatu perusahaan. Menurut Sucuahi dan Cambarihan (2016) jika Tobin's Q ratio lebih rendah dari satu ($Q < 1$) perusahaan dinilai terlalu rendah (*undervalued*) karena pembelian aset perusahaan lebih mahal daripada membeli saham mereka. Sebaliknya jika Tobin's Q ratio lebih besar dari satu ($Q > 1$) berarti pembelian saham perusahaan lebih tinggi daripada pembelian asetnya sehingga perusahaan dinilai terlalu tinggi

(*overvalued*). Sedangkan nilai sama dengan satu ($Q=1$) menunjukkan nilai pasar saham perusahaan sama dengan harga penggantian asetnya

Menurut Salehi (2009) Tobin's Q dapat berguna bagi perusahaan untuk membantu mereka memilih apakah menggunakan investasi mereka dalam permesinan modal atau aktivitas lainnya. Jika $Q = 1$ maka perusahaan memanfaatkan semua peluang investasi dengan baik. Jika $Q > 1$ maka perusahaan sangat termotivasi untuk berinvestasi, karena *capital return* lebih dari *capital cost rate* dan proses investasi berlanjut sampai perusahaan Q turun menjadi 1

Menurut Sudiyatno dan Puspitasari (2010) nilai Tobin's $Q < 1$ menunjukkan Potensi pertumbuhan investasi rendah karena pengelolaan aktiva perusahaan oleh Manajemen kurang berhasil. Tobin's $Q = 1$ Menggambarkan Potensi pertumbuhan investasi tidak berkembang karena Manajemen stagnan dalam mengelola aktiva. Sedangkan Tobin's $q > 1$ mengindikasikan potensi pertumbuhan investasi tinggi sebagai implikasi keberhasilan manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan.

Dengan demikian, rasio Tobin's Q yang lebih besar dari satu menunjukkan situasi keuangan perusahaan semakin baik dan tingkat profitabilitas yang makin baik (Salehi, 2009). Perusahaan yang operasionalnya berlangsung dengan baik umumnya mempunyai nilai Tobin's Q di atas 1, yang berarti bahwa nilai pasar perusahaan lebih besar dari nilai buku total asset. Semakin tinggi nilai Tobin's Q perusahaan berarti semakin berhasil menciptakan nilai bagi pemegang saham (Sudana dan Rachmawati, 2017).

Untuk meningkatkan nilai perusahaan, pertanyaan penting adalah menentukan faktor-faktor yang memainkan peran kunci dalam mempengaruhi harga pasar perusahaan. Mengambil bukti dari berbagai literatur, profitabilitas dan *Leverage* dapat diidentifikasi sebagai faktor-faktor penentu (determinan) utama terhadap nilai perusahaan (Chowdhury dan Chowdhury (2010), Rajhans dan Kaur

(2013), Kodongo, Mokoaleli-Mokoteli dan Maina (2014), Sucuahi dan Cambarihan (2016), Ur Rehman (2016), Aggarwal dan Padhan (2017), Gharaibeh dan Qader (2017), Zuhroh (2019), Hirdinis (2019).

2.3 Profitabilitas Perusahaan.

Profitabilitas mengacu pada pendapatan perusahaan yang dihasilkan dari seluruh penerimaan perusahaan setelah dikurangi semua biaya yang dikeluarkan selama periode tertentu. Profitabilitas dianggap sebagai salah satu tujuan terpenting yang ingin dicapai oleh manajemen setiap perusahaan dan tanpa profitabilitas yang memadai dapat mengakibatkan perusahaan berhenti beroperasi (Al-Jafari dan Al-Samman, 2015). Menurut Ifeduni (2018) profitabilitas dapat digunakan untuk mengukur efektivitas dan efisiensi suatu perusahaan. Kemampuan perusahaan memperoleh laba yang besar mencerminkan pengelolaan sumber daya yang lebih efektif, sedangkan tingkat profitabilitas yang rendah dapat memperlambat laju kemajuan perusahaan untuk mencapai target yang telah ditetapkan.

Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba mencerminkan seberapa baik manajemen perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya investasi riil perusahaan (Sucuaci dan Cambarihan, 2016). Selain itu karena profitabilitas mengukur *return* yang dihasilkan dari aset yang dibiayai oleh perusahaan maka dapat digunakan untuk membandingkan efisiensi dan kinerja operasional perusahaan (Kaguri, 2013 dalam Sucuaci dan Cambarihan, 2016). Pada akhirnya, tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemegang sahamnya dengan meningkatkan nilai saham mereka, sehingga kemampuan perusahaan memperoleh laba merupakan hal yang penting dalam operasi perusahaan supaya dapat bertahan dalam jangka panjang.

Jenis-jenis rasio profitabilitas yang lazim digunakan dalam praktek untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba adalah, (a) *Profitability in relation to investment* menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan dana yang diinvestasikan, rasio ini sangat berguna dalam menilai keefektifan manajemen perusahaan secara keseluruhan. Rasio ini antara lain *return on assets*, *return on equity*, dan *return on investment* (b) *Profitability in relation to sales* mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan penjualan yang dicapai perusahaan seperti *gross profit margin*, *operating profit margin*, dan *net profit margin* (Petty, dkk., 1993)

Berdasarkan asumsi bahwa profitabilitas perusahaan dipengaruhi oleh apa yang umumnya disebut sebagai faktor faktor penentu profitabilitas (*determinants of profitability*), dan tingkat profitabilitas perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan maka secara rasional dapat dijelaskan bahwa faktor faktor penentu profitabilitas secara simultan juga akan mempengaruhi nilai perusahaan melalui nilai prediksi profitabilitas.

2.3.1 Determinan Profitabilitas

Perdebatan tentang faktor faktor penentu profitabilitas menunjukkan bukti empiris yang bervariasi, namun pada penelitian tentang faktor penentu profitabilitas di banyak negara menunjukkan bahwa *Capital Intensity*, *Firm's Age*, *Growth Firm's*, *Firm's Size*, *leverage*) adalah variabel yang paling sering digunakan (lihat antara lain, Al-Jafari dan Al Samman (2015), Hamida, Abdullah dan Kamaruzzaman (2015), Škuflić (2018), Ifeduni dan Charles (2018), Pervan, Pervan dan Curak (2019).

2.3.1.1 *Firms Size Dan Profitabilitas*

Ukuran perusahaan merupakan salah satu variabel yang penting dalam berbagai penelitian empiris sebagai determinan profitabilitas. Menurut Glancey (1998), berdasarkan sudut pandang *economies of scale* pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap profitabilitas adalah diharapkan positif, dimana perusahaan-perusahaan yang besar dan berada dalam kondisi skala ekonomi akan memperoleh tingkat keuntungan yang lebih besar dibanding perusahaan yang lebih kecil dan tidak mampu mencapai skala yang ekonomis. Di sisi lain, perusahaan yang tumbuh pada tingkat yang lebih cepat daripada yang dapat dikelola oleh manajemen, mungkin mengalami *dis-economies of scale* yang mengurangi profitabilitas.

Škuflić *et al* (2018) dalam penelitiannya mengenai determinan profitabilitas pada perusahaan-perusahaan sektor konstruksi di Kroasia periode 2003 – 2014, menemukan pengaruh positif dan signifikan yang sangat kuat antara ukuran perusahaan dengan profitabilitas. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan dan mampu beroperasi dengan skala yang ekonomis maka margin keuntungan yang diperoleh juga akan semakin besar. Hasil ini sejalan dengan berbagai penelitian sebelumnya seperti Al-Jafari dan Al-Samman (2015), dan Ilaboya dan Ohiokha (2016).

Penelitian Margaretha dan Supartika (2016) pada perusahaan *Small and Medium Enterprises* (SMEs) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menemukan bahwa ukuran perusahaan (proksi menggunakan *log total assets*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas (proksi menggunakan ROA). Hasil ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan-menengah dan kecil mengalami kesulitan mengelola efektivitas organisasi sehingga berdampak terhadap kemampuan perusahaan memperoleh laba. Hasil ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan oleh Salman dan Yazdanfar (2012) pada

perusahaan-perusahaan kecil (mikro) sektor kesehatan, transportasi, perdagangan serta metal di Swedia *health, transport, trade and metal*.

2.3.1.2 *Leverage dan Profitabilitas*

Pengaruh antara *leverage* sebagai salah satu determinan terhadap profitabilitas merupakan hubungan yang sangat penting. Kelangsungan perusahaan dalam jangka panjang sangat tergantung pada kemampuan perusahaan tersebut memperoleh laba. Oleh karena itu, penting untuk menguji pengaruh antara leverage dan profitabilitas perusahaan untuk membuat keputusan *debt financing* yang baik. Secara empiris pengaruh leverage terhadap profitabilitas memberikan hasil yang beragam.

Penambahan hutang pada struktur modal dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan, karena pembayaran bunga atas hutang bersifat *tax deductible*, penambahan hutang pada struktur modal akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Gill, Biger, dan Mathur (2011) menggunakan data 272 perusahaan jasa dan manufakturing yang terdaftar di New York Stock Exchange untuk periode 2005 – 2007, dengan menggunakan analisis regresi menemukan tingkat hutang baik diukur menggunakan rasio hutang jangka pendek, hutang jangka panjang maupun total hutang terhadap total aset berpengaruh positif terhadap profitabilitas yang diukur dengan *return on equity* (ROE).

Di sisi lain, perusahaan yang memiliki jumlah hutang yang besar membutuhkan waktu yang lama untuk melunasinya, sehingga dana yang seharusnya bisa dialokasikan untuk pengembangan bisnis yang potensial harus dialihkan untuk membayar beban bunga pinjaman. Dengan demikian semakin besar *leverage* maka semakin rendah profitabilitas perusahaan. Hamida, Abdullah dan Kamaruzzaman (2015) menguji pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas di Malaysia menggunakan data 46 *family firms* and 46 *non-family firms*

periode 2009 – 2011. Hasil penelitian menemukan pengaruh negatif dan signifikan antara struktur modal dengan proksi hutang jangka panjang maupun total hutang terhadap total aset berpengaruh negatif terhadap profitabilitas yang diukur dengan *return on equity* (ROE).

Pengaruh negatif dan signifikan juga diperoleh pada penelitian Khan dan Khokhar (2015), dimana semakin besar leverage yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) maka semakin rendah profitabilitas perusahaan yang diukur dengan *net profit margin* (NPM) pada perusahaan semen di Saudi Arabia periode 2008 – 2012.

2.3.1.3 Firms Age dan Profitabilitas

Umur perusahaan merupakan salah satu karakteristik perusahaan yang cukup banyak digunakan dalam penelitian empiris mengenai determinan profitabilitas, adalah lamanya waktu keberadaan suatu perusahaan dari saat mulai berdiri sampai saat ini (*on going processs*). Usia perusahaan selain juga bisa didefinisikan sebagai tahun pendirian perusahaan yang berbadan hukum, juga bisa didefinisikan sebagai tahun mulai perusahaan terdaftar (*listing*) di Bursa (Ilaboya dan Ohiokha, 2016).

Seiring dengan berjalannya waktu, perusahaan yang lebih tua dengan memanfaatkan skala ekonomi yang dinamis dan belajar dari pengalaman serta reputasi bisnisnya, memungkinkan perusahaan-perusahaan tersebut memperoleh margin penjualan yang lebih tinggi (Glancey, 1998).

Beberapa penelitian melaporkan hasil yang menunjukkan pengaruh positif antara umur perusahaan dengan profitabilitas. Ilaboya dan Ohiokha (2016) menggunakan data sampel 30 perusahaan yang terdaftar di *Nigerian Stock Exchange Market* periode 2006 – 2012, menemukan bahwa profitabilitas dengan

proksi *log of profit before interest and tax* akan meningkat sejalan dengan bertambahnya usia perusahaan menggunakan tahun pendiriannya.

Pervan, Pervan dan Ćurak (2019) juga menemukan pengaruh positif dan signifikan yang sangat kuat antara umur perusahaan yang di proksi dengan tahun pendirian (*Number of years the firm operates in the market*) dengan profitabilitas menggunakan *return on assets*. Penelitian dilakukan di Kroasia pada 9359 perusahaan industri manufaktur selama periode 2006 – 2015. Efek positif usia pada profitabilitas mengindikasikan kemampuan perusahaan menerapkan pengalaman dan pengetahuan yang diperoleh di berbagai bidang operasi bisnis untuk menekan biaya operasional yang pada gilirannya akan meningkatkan laba.

Namun demikian pengaruh umur perusahaan terhadap profitabilitas masih dalam perdebatan, karena terdapat juga penelitian yang melaporkan hasil negatif dan signifikan. Profitabilitas perusahaan menurun seiring dengan semakin tua umur perusahaan seperti penelitian Salman dan Yazdanfar (2012) pada perusahaan small and medium (SME,s) di Swedia serta penelitian Hirsch dan Hartmann (2014) dengan sampel data 590 perusahaan *dairy processing* dari lima negara Eropa (Belgia, Prancis, Italia, Spanyol, Inggris). Sedangkan Glancey (1998), Margaretha dan Supartika (2016) melaporkan hasil negatif tapi tidak signifikan.

2.3.1.4 Growth Firm dan Profitabilitas

Salah satu karakteristik perusahaan yang paling sering digunakan sebagai determinan profitabilitas adalah *Growth Firm* (pertumbuhan perusahaan). Secara teori dan penelitian empiris memberikan hasil yang beragam mengenai pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas.

Menurut Glancey (1998) tingkat profitabilitas akan semakin tinggi sejalan dengan semakin tingginya tingkat pertumbuhan perusahaan melalui efek

pembelajaran yang meningkatkan efisiensi. Sejalan dengan pandangan ini, menurut Fuertes-Callén dan Cuellar-Fernández (2019) hubungan positif ini disebabkan pertumbuhan bisnis akan mendorong timbulnya skala ekonomi, kekuatan negosiasi yang semakin meningkat serta kurva pembelajaran, sehingga memungkinkan perusahaan meningkatkan profitabilitas. Salman dan Yazdanfar (2012), Hirsch dan Hartmann (2014), Škuflić *et al* (2018) dan Fuertes-Callén dan Cuellar-Fernández (2019) memberikan bukti pengaruh positif pertumbuhan perusahaan terhadap kemampuan perusahaan memperoleh laba.

Di sisi lain, menurut Glancey (1998) pengaruh pertumbuhan terhadap profitabilitas juga bisa negatif, terutama jika manajemen tidak mampu mengendalikan pertumbuhan perusahaan sehingga mendorong timbulnya *diseconomies of scale* serta jika pertumbuhan dicapai tidak melalui diversifikasi tapi melalui pengurangan margin di pasar. Kedua hal ini bisa terjadi jika pemilik usaha terlalu terlibat dalam tugas manajerial sehari-hari ketimbang mengambil peran yang lebih strategis dalam menentukan arah perusahaan. Margaretha dan Supartika (2016) melaporkan pengaruh negatif antara pertumbuhan dengan profitabilitas.

2.3.1.5 Capital Intensity dan Profitabilitas

Industri padat modal dicirikan melalui pemanfaatan modal dalam proses produksi yang jauh lebih besar dibandingkan industri padat karya. Investasi modal baik untuk peralatan dan teknologi bertujuan untuk meningkatkan produktifitas perusahaan yang pada gilirannya akan mendorong meningkatnya tingkat profitabilitas perusahaan.

Untuk mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi merupakan tantangan dalam industri padat modal. Perusahaan membutuhkan investasi tetap yang lebih tinggi dan juga modal kerja untuk operasi sehari-hari. Selain itu, biaya awal awal

jauh lebih tinggi dibandingkan dengan sektor non-intensif lainnya (Sahabuddin dan Synthia, 2020). Investasi yang substansial dalam aset tetap mendorong timbulnya skala ekonomi sehingga membatasi jumlah perusahaan yang dapat beroperasi secara menguntungkan dalam suatu industri, hal tersebut akan menciptakan hambatan masuk (*barrier entry*). Selain itu, biaya modal yang tinggi pada tahap awal bisnis membutuhkan sumber daya finansial besar juga dapat menjadi penghalang untuk masuk pasar bagi pendatang baru (Pervan, Pervan dan Ćurak, 2019).

Penelitian tentang pengaruh *capital intensity* terhadap profitabilitas memberikan hasil yang beragam. Goldar dan Aggarwal (2005) menemukan pengaruh positif antara *capital intensity* (*capital-output ratio*) and profitabilitas (*price – cost margin*). Hasil yang sama juga ditemukan oleh Hossain (2020) dimana *capital intensity* yang diproksi dengan rasio *total asset* terhadap *total revenue* berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas baik diproksi dengan ROA maupun ROE. Hasil sebaliknya dilaporkan oleh Ifoastri *et-al* (2020) dimana *capital intensity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas. Sementara itu Pervan *et-al* (2019), Sahabuddin dan Synthia (2020) melaporkan pengaruh positif antara *capital intensity* dan profitabilitas tapi pengaruhnya tidak signifikan secara statistik.

2.4 Financial Leverage

Pembiayaan hutang (*debt financing*) merupakan salah satu elemen dalam struktur modal dan disebut juga dengan *financial leverage* (Hamida *et al.*, 2015). Studi awal yang tentang pembiayaan hutang yang dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1958) dengan asumsi terdapatnya pasar modal yang sempurna, ekspektasi yang homogen, tanpa tarif pajak dan tanpa biaya transaksi, menyimpulkan bahwa *financial leverage* (leverage keuangan) tidak mempengaruhi

nilai pasar perusahaan. Namun, setelah memasukkan manfaat pajak sebagai penentu struktur modal perusahaan, studi lanjutan Modigliani dan Miller (1963) yang dikenal dengan MM II menunjukkan terdapatnya pengaruh positif antara tingkat hutang dengan nilai perusahaan, hal itu dilandasi fakta bahwa sekalipun pembiayaan hutang memiliki beban bunga (*interest rate*) yang harus ditanggung oleh perusahaan tersebut, memiliki insentif keuntungan terkait pajak perusahaan (*corporate tax*), dimana beban bunga hutang tersebut dapat mengurangi pajak dalam bentuk *tax shield*, sehingga semakin besar pembiayaan hutang maka penghematan pajak juga semakin besar dan pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan (Modigliani dan Miller (1963)).

Terdapatnya pembiayaan hutang akan meningkatkan *total cash flow* perusahaan karena sistem pajak di banyak negara memungkinkan biaya bunga sebagai pengurang pajak (*tax deductible*). Dengan demikian pajak yang dibayar oleh perusahaan yang memiliki hutang lebih rendah dari perusahaan yang tidak berutang, dan jumlah hutang ditambah ekuitas pada perusahaan yang berutang akan lebih besar dibanding perusahaan yang tidak berutang. (Cooper and Nyborg, 2007).

Pada dasarnya, informasi penggunaan hutang oleh perusahaan untuk membiayai operasinya sangat penting bagi pengguna informasi keuangan, seperti pemegang saham, kreditor, investor, regulator, analis, dan pemangku kepentingan lainnya karena menunjukkan keyakinan perusahaan akan kemampuan untuk membayar hutang tersebut plus bunganya. dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Berdasarkan studi-studi sebelumnya, pembiayaan hutang mampu meningkatkan nilai perusahaan, dimana semakin tinggi penggunaan hutang semakin tinggi nilai perusahaan (Ur Rehman, 2016), (Zuhroh, 2019).

Financial leverage akan diukur dengan rasio antara jumlah hutang dengan total asset. Dalam laporan keuangan posisi tingkat hutang terdiri dari hutang

jangka pendek dan hutang jangka panjang, sedangkan total asset terdiri dari total asset lancar, asset tetap dan asset lain-lainnya. Tingkat hutang yang semakin besar menunjukkan bahwa sumber pendanaan perusahaan baik untuk operasional maupun investasi makin besar berasal dari luar perusahaan, hal ini dapat memicu semakin tingginya resiko keuangan perusahaan.

Berdasarkan asumsi bahwa *leverage* perusahaan dipengaruhi oleh apa yang umumnya disebut sebagai faktor faktor penentu struktur modal (*determinants of capital structure*) dan tingkat hutang perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan maka secara rasional dapat dijelaskan bahwa faktor faktor penentu struktur modal secara simultan juga akan mempengaruhi nilai perusahaan melalui nilai prediksi tingkat hutang.

2.4.1 Determinan Struktur Modal

Perdebatan tentang faktor faktor penentu (determinan) struktur modal menunjukkan bukti empiris yang bervariasi, namun pada penelitian tentang faktor penentu struktur modal di banyak negara menunjukkan bahwa *profitability*, *firms size*, *firms risk*, *growth opportunity* serta *liquidity* adalah variabel yang paling sering digunakan (lihat antara lain, Titman dan Wessel, 1988), (Mondher, 2012), (Pahlevi, 2012), (Onofrei et al, 2015), (Son gul, 2015) dan (Mursalim, et al., 2017).

2.4.1.1 Firms Size Dan Leverage

Firms Size (Ukuran perusahaan) adalah salah satu karakteristik perusahaan yang paling sering digunakan sebagai determinan *leverage* dalam penelitian mengenai struktur modal. Dari sudut pandang teoritis, pengaruh ukuran terhadap *leverage* adalah ambigu (Bauer, 2004, Jensen, 2013), dalam perspektif *trade-off* adalah positif dimana semakin besar ukuran perusahaan semakin tinggi leverage. Sebaliknya dari perspektif *pecking-order* pengaruh ukuran perusahaan terhadap

leverage adalah negatif, dimana semakin besar perusahaan semakin rendah tingkat *leverage*.

Interpretasi ukuran untuk perusahaan besar dalam perspektif *trade-off* dikaitkan kecenderungan perusahaan besar yang lebih terdiversifikasi sehingga memiliki resiko gagal bayar yang rendah dan volatilitas arus kas yang juga rendah (Rajan dan Zingales, 1995., Frank dan Goyal, 2009). Teori *trade-off* memprediksi bahwa ukuran perusahaan berhubungan positif dengan *leverage*.

Di sisi lain perusahaan-perusahaan besar relatif lebih dikenal, maka *asymmetric-information* yang timbul tidak terlalu besar dan biaya terkait hal tersebut juga tidak besar. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan besar dapat menerbitkan ekuitas dengan biaya yang lebih rendah yang berarti rasio *leverage* yang lebih rendah dan selanjutnya perusahaan yang lebih besar diasumsikan memiliki kesempatan untuk mempertahankan pendapatan (Frank & Goyal, 2009). Jadi menurut teori *pecking-order*, perusahaan besar akan mengurangi penggunaan hutangnya.

Studi empiris juga tidak memberi kita informasi yang jelas. Beberapa penulis menemukan hubungan positif antara ukuran dan *leverage*, misalnya Huang dan Song (2002), Bauer (2004). Dalam penelitiannya pada perusahaan kecil dan menengah di Brasil, Forte et-al (2013) juga menemukan hasil yang positif walaupun dengan tingkat signifikansi statistik yang lemah. Di sisi lain, beberapa penelitian melaporkan adanya hubungan negatif dan signifikan, misalnya Titman-Wessels, (1988), Saeedi dan Mahmoodi, (2012) untuk *book leverage* namun negatif menggunakan *market leverage* dan Onofrei et-al, (2015). Selain itu, hasilnya seringkali lemah sejauh menyangkut tingkat signifikansi statistik.

Untuk mewakili ukuran perusahaan, digunakan logaritma natural dari total aset dalam studi ini (seperti dalam kebanyakan studi tentang karakter yang

serupa). Kemungkinan lain adalah untuk mewakili ukuran perusahaan dengan logaritma natural penjualan.

2.4.1.2 Profitabilitas Dan Leverage

Profitabilitas merupakan salah satu karakteristik perusahaan yang paling banyak diuji dalam penelitian empiris mengenai pembiayaan hutang (*debt financing*) perusahaan. Menurut Bauer (2004) Pengaruh profitabilitas terhadap *leverage* dapat dilihat dari dua sudut pandang teori yang digunakan. Dari sudut pandang teori *trade-off*, memiliki leverage yang lebih tinggi akan menguntungkan perusahaan karena lebih banyak pendapatan untuk dilindungi dari pajak. Namun, dari sudut pandang teori *pecking-order*, perusahaan lebih memilih pembiayaan internal daripada eksternal. Jadi, memiliki *leverage* yang lebih rendah lebih menguntungkan bagi perusahaan sehingga kebutuhan untuk pembiayaan eksternal lebih rendah.

Teori *trade-off* memprediksi, perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung memiliki biaya hutang lebih rendah disebabkan risiko financial distress dan kebangkrutan juga lebih kecil. Jadi menurut teori ini tingkat profitabilitas yang tinggi akan diikuti tingkat hutang yang tinggi juga (Jensen, 2013). Sementara itu dalam sudut pandang teori *pecking-order*, profitabilitas perusahaan yang lebih tinggi memungkinkan perusahaan untuk memanfaatkan laba ditahan sebagai sumber pendanaan yang lebih disukai karena yang tidak mengalami undervaluation oleh penyedia modal luar atau pembatasan dan kontrol yang ingin mereka terapkan, sehingga tingkat *leverage* akan lebih rendah (Forte et-al., 2013)

Kebanyakan studi empiris mengamati pengaruh negatif antara profitabilitas dan *leverage*, misalnya (Titman - Wessels, 1988), (Rajan - Zingales, 1995), (Huang - Song, 2002), (Bauer, 2004), (Forte et-al., 2013), (Onofrei et-al., 2015).

Dalam studi ini, profitabilitas diproksikan dengan *return on assets* (ROA) yang didefinisikan sebagai *net income after tax* dibagi dengan *total assets*.

2.4.1.3 Growth Firms Dan Leverage

Menurut Myers (1977), perusahaan dengan peluang pertumbuhan masa depan yang tinggi harus menggunakan lebih banyak pembiayaan ekuitas, karena perusahaan dengan *leverage* yang lebih tinggi kemungkinan besar akan melewatkan peluang investasi yang menguntungkan. Huang dan Song (2002) juga memprediksi pengaruh negatif antara peluang pertumbuhan dengan *leverage* karena pembiayaan hutang untuk investasi yang menguntungkan sama halnya dengan mentransfer kekayaan dari pemegang saham ke pemegang hutang. Rajan dan Zingales (1995) juga memprediksi pengaruh negatif karena perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi akan memiliki *financial distress costs* yang lebih tinggi.

Berbeda dengan teori *trade-off* yang memprediksi pengaruh negatif antara pertumbuhan perusahaan dengan *leverage*, teori *pecking-order* sebaliknya memprediksi bahwa semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka semakin tinggi juga *leverage*. Menurut Viviani (2013) berdasarkan pada argumen *pecking-order*, perusahaan yang sedang berkembang menempatkan permintaan yang lebih besar pada dana internal perusahaan. Akibatnya, perusahaan dengan pertumbuhan yang relatif tinggi akan cenderung menerbitkan sekuritas yang tidak terlalu terpengaruh oleh *asymmetric-information*, yaitu utang jangka pendek. Hal ini akan membuat perusahaan dengan pertumbuhan yang relatif lebih tinggi memiliki lebih banyak *leverage*.

Beberapa studi empiris mengkonfirmasi prediksi teoritis yang negatif, seperti penelitian Titman dan Wessels, (1988), Rajan - Zingales, (1995), atau penelitian Bauer (2013) jika *leverage* diukur berdasarkan nilai pasar (market

value), serta Onofrei *et-al.*, (2015). Namun, misalnya, Huang dan Song (2002) dan Forte (2013) menunjukkan hubungan positif antara pertumbuhan perusahaan dan *leverage*.

Dalam studi ini, pertumbuhan total penjualan tahunan (rasio selisih penjualan dibagi dengan penjualan tahun sebelumnya) digunakan sebagai proksi peluang pertumbuhan.

2.4.1.4 Firm Risk Dan Leverage

Risiko perusahaan yang dicerminkan dengan tingkat variabilitas pendapatan yang tinggi akan menyebabkan probabilitas kebangkrutan juga semakin tinggi, sehingga perusahaan dengan variabilitas pendapatan yang lebih tinggi memiliki *leverage* yang lebih rendah (Titman and Wessels, 1988). Perusahaan yang memiliki risiko operasi tinggi dapat menurunkan volatilitas laba bersih dengan cara menurunkan tingkat hutang. Dalam perspektif teori pecking-order, perusahaan dengan volatilitas pendapatan yang tinggi akan mengakumulasi kas selama tahun-tahun baik, untuk menghindari masalah kurangnya investasi di masa depan (Viviani, 2008)

Resiko gagal bayar dan biaya kebangkrutan yang besar dapat terjadi bagi perusahaan dengan tingkat *leverage* yang berbahaya, sehingga secara intuitif risiko perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage* (Forte, *et al*, 2013).

Beberapa studi yang menggunakan hasil laporan perusahaan terdaftar yang kompatibel dengan logika ini (Titman and Wessels, 1988; Akhtar dan Oliver, 2009).

Dalam studi ini, Volatilitas pendapatan (standar deviasi dari persentase perubahan EBIT/TA) digunakan sebagai proksi *firm risk*.

2.4.1.5 Liquidity Dan Leverage

Likuiditas merupakan jumlah modal yang tersedia yang digunakan untuk investasi dan atau pengeluaran. Likuiditas perusahaan dapat dijadikan indikasi kekuatan keuangan perusahaan, karena menunjukkan kemampuan perusahaan dalam kewajiban lancarnya dan merupakan salah satu sumber pendanaan internal (Alkhatib, 2012). Ciri-ciri dari perusahaan yang likuid adalah jika perusahaan dapat dengan cepat merubah asetnya menjadi uang tunai.

Pengaruh likuiditas perusahaan terhadap leverage secara empiris dalam riset keuangan masih menimbulkan perdebatan. Perusahaan dengan lebih banyak likuiditas lebih memilih menggunakan ekuitas dalam struktur permodalan mereka daripada hutang (Onofrei *et al*, 2015), sehingga diharapkan pengaruh antara likuiditas dengan leverage adalah negatif. Namun, perusahaan yang likuid adalah perusahaan yang mampu segera membayar semua kewajiban. Oleh karena itu, ketersediaan pembiayaan eksternal pada umumnya mudah bagi perusahaan yang likuid karena kondisi finansialnya memenuhi persyaratan lembaga keuangan (Ghasemi dan Ab Razak, 2016).

Beberapa penelitian seperti Saeedi dan Mahmoodi (2012), Onofrei et-al, (2015), Ghasemi dan Ab Razak (2016) menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap leverage. Sedangkan penelitian Alkhatib (2012) melaporkan hasil yang positif dan signifikan antara likuiditas dengan leverage.

Dalam penelitian ini, rasio aset lancar (current assets) terhadap kewajiban lancar (current liabilities) digunakan untuk mengukur likuiditas perusahaan.

2.5 Karakteristik Perusahaan dan Faktor Ekonomi Makro

2.5.1 Karakteristik Perusahaan

Karakteristik perusahaan menurut Stainer (2006) adalah pola perilaku operasi perusahaan dalam upaya mencapai tujuan organisasi selama periode operasi tertentu. Karakteristik perusahaan bervariasi dari satu entitas bisnis ke yang lainnya yang ditentukan berdasarkan informasi relevan yang diungkapkan pada laporan keuangan untuk periode akuntansi tertentu. Karakteristik perusahaan dapat juga didefinisikan sebagai informasi yang sangat bervariasi yang diungkapkan dalam laporan keuangan entitas bisnis yang berfungsi sebagai prediktor kualitas informasi dan kinerja akuntansi perusahaan (Lang & Lundholm, 1993)

Studi empiris telah dilakukan untuk menguji hubungan antara karakteristik perusahaan dan kinerja entitas bisnis di seluruh dunia. Dean, Bulent & Christopher (2000) mengemukakan bahwa karakteristik perusahaan adalah penentu penting dari kinerja perusahaan serta keberhasilannya dalam bisnis. Wiklund dan Shepherd (2005) berpandangan bahwa perusahaan yang mampu menyelaraskan atribut perusahaan dengan karakteristik lingkungan berkinerja lebih baik daripada perusahaan lain. Karakteristik perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah *operating efficiency*.

Operating efficiency (efisiensi operasional) mengacu pada penggunaan sumber daya (keuangan) yang menguntungkan, efisien dan bijaksana yang tersedia bagi organisasi yang sejalan dengan kebijakan keuangan terkait dengan operasional perusahaan. Efisiensi operasional perusahaan dianggap sebagai faktor yang penting dalam valuasi kegiatan operasional dan juga dianggap sebagai sumber inti dari penghasil kas (Bhullar, 2017).

Salah satu tujuan terpenting dari kepemimpinan korporasi adalah untuk memaksimalkan kinerja keuangan dan operasional saat ini dan di masa depan karena berdampak pada harga pasar per saham dan pada akhirnya akan meningkatkan kekayaan pemegang saham. praktik bisnis umum menyiratkan bahwa *Operating efficiency* (OE) memainkan peran penting dalam meningkatkan kinerja perusahaan saat ini dan masa depan (Flemming, et.al, 2005).

Operating Efficiency dalam penelitian ini diukur dengan $FATO = \text{Net sales} / \text{Total fixed assets}$ (Bhullar, 2017). Ratio ini membandingkan penjualan perusahaan dengan aset tetapnya. Rasio ini dapat menunjukkan seberapa efektif dan efisien perusahaan menggunakan aset tetapnya untuk menghasilkan pendapatan. Perputaran aset tetap yang tinggi mengindikasikan bahwa *fixed assets* atau aktiva tetap digunakan secara efisien dan jumlah penjualan yang dihasilkan hanya dengan menggunakan jumlah aset yang kecil. Sebaliknya, rasio perputaran aset tetap yang rendah menunjukkan perusahaan tidak menggunakan asetnya secara efisien dan efektif.

2.5.2 Faktor Ekonomi Makro

Evaluasi yang akurat atas perusahaan sangat penting bagi investor, dan banyak faktor kunci yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Secara umum, faktor-faktor ini dapat dibagi menjadi faktor internal perusahaan dan faktor ekonomi makro, keduanya harus dipertimbangkan saat menetapkan penilaian perusahaan (Wang, 2014). Kondisi makro ekonomi dalam suatu perekonomian sangat berpengaruh terhadap peningkatan atau penurunan kinerja perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung, sekalipun indikator makroekonomi adalah faktor-faktor yang berada di luar perusahaan (Nurlaily dkk, 2012)

Menurut (Wang, 2014) faktor ekonomi makro seperti volatilitas harga komoditas, suku bunga dan kebijakan keuangan lain yang diambil oleh

pemerintah, sekalipun secara implisit tidak muncul dalam laporan keuangan perusahaan dapat berpengaruh dalam bentuk ketidakpastian dari risiko sistematis terhadap kondisi perusahaan. Dengan demikian perusahaan perlu untuk mengkalkulasi dampak ketidakpastian pada kinerja perusahaan sehingga dapat mengevaluasi nilai perusahaan secara lebih tepat.

Salah satu faktor makro ekonomi yang paling sering digunakan dalam riset tentang nilai perusahaan adalah suku bunga. Analisis Lin dkk (2018) menunjukkan bahwa nilai perusahaan sensitif terhadap perubahan suku bunga. Meningkatnya suku bunga tabungan dan deposito membuat alternatif menyimpang *idle money* dalam sistem perbankan lebih menarik dibanding memegang saham perusahaan di pasar modal. Pada sisi lain meningkatnya suku bunga pinjaman juga akan berpengaruh terhadap rencana ekspansi perusahaan karena *debt financing cost* menjadi lebih mahal. Pada akhirnya naiknya suku bunga akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Ater (2017) juga menemukan hasil yang serupa bahwa pergerakan suku bunga berdampak signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan.

Pergerakan suku bunga juga berdampak pada tingkat profitabilitas perusahaan karena naiknya suku bunga berarti beban pembayaran bunga pinjaman akan meningkat, sehingga laba bersih perusahaan akan menurun. Tuncay dan Cengiz (2017) menemukan pengaruh signifikan dan negatif antara suku bunga dengan profitabilitas perusahaan. Pada sisi lain, suku bunga yang tinggi juga berpengaruh pada tingkat hutang perusahaan, karena suku bunga tinggi akan mendorong investor untuk menjual sahamnya dan menabung di bank sehingga sumber dana yang tersedia untuk dipinjam oleh perusahaan menjadi mahal dan mempengaruhi rencana ekspansi perusahaan. Riset Memon, et al (2015) membuktikan pengaruh signifikan dan negatif antara suku bunga dengan

tingkat hutang, dimana semakin tinggi suku bunga maka perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang.

Implikasi dari pengaruh suku bunga sebagai indikator makroekonomi baik terhadap nilai perusahaan maupun faktor-faktor penentu nilai perusahaan seperti profitabilitas serta tingkat hutang, menunjukkan suku bunga mampu untuk memoderasi hubungan keduanya terhadap nilai perusahaan.

Suku bunga adalah suatu ukuran dari harga yang harus dibayar oleh peminjam (debitur) kepada pemberi pinjaman (kreditur) untuk penggunaan sumber dana yang diterima debitor dari kreditur (Fabozzi dan Modigliani, 2009). Terdapat beberapa ukuran suku bunga yang biasa dipakai dalam riset keuangan sebagai indikator makro ekonomi seperti suku bunga pinjaman, suku bunga deposito atau BI 7-days (*Reverse*) *Repo Rate* yang berlaku efektif sejak 19 Agustus 2016, menggantikan BI Rate. Suku bunga yang digunakan dalam penelitian ini adalah suku bunga riil yang mempertimbangkan pengaruh inflasi.