

Capital Structure, Asset Efficiency, and Firm Value: Evidence from Indonesian Trading, Services, and Investment Companies Using Fixed Effect Panel Regression

Frisca Aliani¹, Resi Intan Penatari^{2*}, Terrensia Sekar Pamastutiningtyas³

Universitas Muhammadiyah Karanganyar

friscaalliani24@gmail.com, resiintanpenatari@gmail.com*, terensiasekar608@gmail.com

*Corresponding Author

Submitted: Jun 7, 2026

Accepted: Jun 24, 2026

Published: Oct 1, 2026

ABSTRACT

This research investigates the influence of capital structure and asset utilization efficiency on firm value among companies operating in the trading, services, and investment sectors listed on the Indonesia Stock Exchange over the 2019–2024 period. The study was conducted based on the phenomenon of changes in firm value, as indicated by fluctuations in Price to Book Value (PBV), as well as the existence of inconsistent empirical evidence regarding the determinants of firm value. This research adopts a quantitative method by utilizing secondary data collected from companies' annual financial statements. The sample was determined through a purposive sampling technique, producing 101 selected companies with a total of 606 firm-year observations. In this study, firm value is represented by Price to Book Value (PBV), capital structure is evaluated using the Debt to Equity Ratio (DER), and asset efficiency is measured through Total Asset Turnover (TATO). Meanwhile, liquidity, represented by the Current Ratio (CR), is incorporated as a control variable. The data analysis was conducted using panel data regression, with the Fixed Effect Model (FEM) selected based on the results of the Chow test and Hausman test. The empirical findings reveal that capital structure positively and significantly influences firm value. Conversely, asset efficiency does not demonstrate a significant impact on firm value. Additionally, liquidity as a control variable shows a negative and significant relationship with firm value. These results indicate that investors tend to consider companies' financing strategies more prominently than their ability to utilize assets efficiently when evaluating firm value. Therefore, companies are encouraged to establish an optimal capital structure as a strategic effort to improve market valuation and strengthen investor confidence.

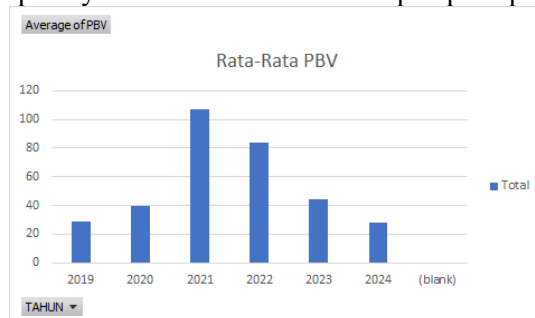
Keywords: Asset Efficiency; Current Ratio; Capital Structure; Debt to Equity Ratio; Firm Value; Likuiditas; Total Asset Turnover

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merupakan gambaran seberapa baik perusahaan dalam menghasilkan laba, memanfaatkan sumber daya yang dimiliki, dan meningkatkan kesejahteraan bagi pemegang saham. Menurut Kristi & Yanto (2020) nilai perusahaan adalah prinsip penting investor dalam pengambilan keputusan investasi, sebab nilai perusahaan sebagai tolak ukur dalam penilaian pasar secara keseluruhan. Nilai perusahaan biasanya dihitung melalui rasio *Price to Book Value (PBV)* yang menunjukkan seberapa tinggi aset bersih perusahaan dihargai pasar. Semakin tinggi PBV, semakin tinggi pula pandangan investor terhadap kesehatan keuangan serta pertumbuhan entitas.

Dalam meningkatkan nilai perusahaan, manajemen dituntut untuk mengambil keputusan keuangan yang tepat serta dapat mengelola aset secara efisien. Keputusan mengenai penggunaan sumber pendanaan dan kemampuan perusahaan menggunakan aset yang dimiliki menjadi faktor yang dapat mempengaruhi pendapat investor terhadap kinerja perusahaan. Perusahaan yang mampu

mengelola sumber daya secara optimal membuat investor memberikan penilaian yang lebih baik sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Namun, apabila keputusan yang diambil kurang tepat dapat menurunkan kepercayaan investor serta berdampak pada penurunan nilai perusahaan.



Gambar 1. Rata-Rata Nilai Perusahaan

Sumber: www.idx.co.id

Pada gambar 1. menunjukkan rata-rata nilai perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi yang mengalami penurunan pada beberapa tahun terakhir. Pada 2019 rata-rata nilai perusahaan sebesar 28,50 kali, pada tahun 2020 menunjukkan peningkatan menjadi 39,44 kali, dan mencapai puncaknya pada tahun 2021 sebesar 107,06 kali. Namun, pada tahun 2022 hingga 2024 terus mengalami penurunan secara berturut-turut sebesar 84,09 kali pada tahun 2022, 44,68 kali pada 2023, dan 27,71 kali pada 2024. Penurunan tersebut menunjukkan melemahnya apresiasi pasar terhadap nilai perusahaan dibandingkan periode sebelumnya. Kondisi tersebut mengindikasikan adanya aspek-aspek yang mempengaruhi penurunan nilai perusahaan, baik dari keputusan pendanaan emiten, kemampuan perusahaan dalam mengelola aset, maupun kondisi likuiditas perusahaan. Menurunnya nilai perusahaan dalam beberapa tahun terakhir menunjukkan harga pasar saham relatif semakin rendah dibandingkan nilai buku perusahaan. Kondisi tersebut dapat menjadi sinyal berkurangnya optimisme investor terhadap prospek perusahaan. Menurut Candratrilaksana (2025) penurunan nilai perusahaan tersebut menunjukkan dinamika pasar modal Indonesia yang sangat dipengaruhi oleh perubahan sentimen investor serta kondisi ekonomi makro yang tidak menentu. Pelemahan pasar saham domestik terjadi akibat menurunnya tingkat kepercayaan investor terhadap prospek ekonomi dan arah kebijakan, meskipun sejumlah indikator makroekonomi masih menunjukkan performa yang relatif stabil. Oleh karena itu, penting untuk menganalisis aspek-aspek yang mempengaruhi nilai perusahaan sehingga perusahaan dapat mempertahankan dan meningkatkan kepercayaan investor.

Struktur modal merupakan satu aspek yang diduga mempengaruhi nilai perusahaan. Struktur modal berkaitan dengan komposisi pendanaan emiten yang bersumber dari utang dan ekuitas dalam membiayai aset operasional (Nguyen, 2024). Struktur pendanaan yang melibatkan utang secara optimal mampu menciptakan nilai tambah bagi perusahaan melalui efisiensi pajak dan mekanisme pengendalian terhadap perilaku manajemen. Namun, apabila proporsi utang melebihi kapasitas perusahaan dalam memenuhi kewajibannya, kondisi tersebut dapat meningkatkan risiko finansial dan berpotensi menurunkan nilai perusahaan di mata investor. Pada penelitian yang dilakukan Nguyen (2024), Jihadi *et al.* (2021) dan Diantimala *et al.* (2021) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun pada penelitian yang dilakukan Firmansyah *et al.* (2020), Adilla *et al.* (2023) dan Wijayaningsih & Yulianto (2021) menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Selain struktur modal, efisiensi aset juga menjadi aspek yang berpotensi menentukan nilai perusahaan. Efisiensi aset memperlihatkan potensi emiten dalam memanfaatkan seluruh aset yang dimiliki untuk menghasilkan penjualan. Semakin tinggi tingkat perputaran aset, semakin efektif perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya. Akan tetapi, peningkatan perputaran aset tidak selalu diikuti oleh peningkatan keuntungan sehingga pengaruhnya terhadap nilai perusahaan masih perlu dilakukan pengujian empiris. Pada penelitian Suriawinata *et al.* (2023) menyatakan bahwa efisiensi aset berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun penelitian Colline (2022), Bama *et al.* (2021), dan Ahmad *et al.* (2022) menyatakan bahwa efisiensi aset tidak berpengaruh

terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini menggunakan teori keagenan sebagai landasan utama untuk menjelaskan hubungan struktur modal, efisiensi aset, dan nilai perusahaan. Teori keagenan mendefinisikan bahwa hubungan keagenan terjadi ketika satu pihak atau lebih sebagai pemilik (principal) memilih pihak lain sebagai pengelola (agent) dalam menjalankan aktivitas perusahaan atas nama mereka, yang kemudian diberikan wewenang dalam pengambilan keputusan kepada agent (Jensen & Meckling, 1976). Perbedaan tersebut dapat menciptakan konflik kepentingan karena manajer tidak selalu berperilaku untuk kebutuhan pemegang saham. Oleh karena itu, diperlukan pengendalian untuk mengurangi konflik keagenan sehingga manajer dapat bertindak sesuai kepentingan pemegang saham melalui kebijakan struktur modal dan efisiensi aset.

Meski penelitian tentang aspek yang mempengaruhi nilai perusahaan sudah banyak dilakukan, masih terdapat celah penelitian. Misalnya penelitian Firmansyah *et al.* (2020) lebih fokus pada pengujian tata kelola perusahaan dan penahanan kas, sementara penelitian Adilla *et al.* (2023) telah menempatkan likuiditas sebagai variabel independen. Sebagian besar penelitian terdahulu menggunakan likuiditas sebagai variabel independen, sementara penelitian yang menggunakan likuiditas sebagai variabel kontrol dalam hubungan struktur modal dan efisiensi aset terhadap nilai perusahaan masih terbatas. Selain itu, penelitian ini menggunakan model *Fixed Effect Model* (FEM) yang dapat mengontrol heterogenitas yang tidak teramati antarperusahaan sehingga memperoleh hasil yang lebih konsisten. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024, mencakup masa sebelum pandemi, masa pandemi, dan pasca pandemi covid-19. Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini bertujuan menguji pengaruh struktur modal dan efisiensi aset terhadap nilai perusahaan dengan memasukkan likuiditas sebagai variabel kontrol.

STUDI LITERATUR

Teori Keagenan

Teori keagenan yang dikemukakan Jensen & Meckling (1976) menegaskan bahwa hubungan keagenan timbul ketika satu pihak atau lebih sebagai pemilik (principal) memilih pihak lain sebagai pengelola (agent) dalam menjalankan aktivitas perusahaan atas nama mereka, kemudian diberikan tanggung jawab dalam pengambilan keputusan kepada agent. Masalah kepentingan dapat muncul karena manajer tidak selalu bertindak untuk kebutuhan pemegang saham tetapi termotivasi oleh kebutuhan pribadi Fama & Jensen (1983). Perbedaan informasi antara manajer dan pemegang saham dapat memperburuk keadaan, sebab manajer memiliki informasi lebih banyak tentang kinerja serta prospek emiten. Oleh karena itu, diperlukan mekanisme pengendali untuk meminimalkan konflik tersebut. Dalam penelitian ini, struktur modal yang tepat dapat mengurangi konflik keagenan melalui mekanisme pengawasan terhadap manajemen, sementara efisiensi pengelolaan aset menunjukkan kemampuan manajemen dalam mengoptimalkan sumber daya emiten untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.

Signaling Theory

Signaling Theory diperkenalkan oleh Spence (1973) melalui gagasan mekanisme penyampaian sinyal dalam pasar tenaga kerja yang kemudian diperluas dalam konteks keuangan perusahaan oleh Ross (1977). Menurut teori ini emiten memiliki informasi yang lebih baik mengenai kondisi dan prospek perusahaan dibandingkan pihak eksternal, sehingga dapat memberikan sinyal dari informasi keuangan atau operasional. Dalam penelitian ini, struktur modal yang dihitung menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), efisiensi aset yang dihitung menggunakan *Total Asset Turnover* (TATO), serta likuiditas yang dihitung dengan *Current Ratio* merupakan informasi keuangan yang dapat menjadi sinyal bagi investor dalam menilai prospek dan kondisi perusahaan. Investor akan merespons sinyal tersebut dalam kebijakan investasi yang dapat memengaruhi nilai perusahaan.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah persepsi investor pada keberhasilan manajemen dalam mengelola entitas bisnis yang sering dikaitkan dengan harga saham. Kenaikan harga saham dapat

memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Kondisi tersebut dapat tercapai apabila para pemegang saham memberikan pengelolaan perusahaan kepada pihak yang profesional dalam bidangnya. Menurut Kurniasari *et al.* (2023), nilai perusahaan merupakan representasi dari hasil capaian kinerja korporasi, baik dari segi aspek keuangan maupun non-keuangan. Dalam penelitian ini nilai perusahaan dihitung dengan *Price to Book value* (PBV), yaitu rasio yang membandingkan harga saham dengan nilai buku perusahaan. Berdasarkan teori keagenan, nilai perusahaan merepresentasikan tingkat keberhasilan manajemen dalam mengelola perusahaan sesuai dengan kebutuhan pemegang saham. Investor akan memberikan apresiasi tinggi kepada emiten yang mampu menunjukkan kinerja keuangan yang baik dan efektivitas pengelolaan perusahaan yang dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Struktur Modal

Struktur modal adalah komposisi pendanaan suatu entitas bisnis yang memadukan kewajiban eksternal dengan ekuitas internal. Menurut Ulbert *et al.* (2022), struktur modal melakukan perbandingan antara penggunaan utang dan ekuitas sebagai sumber dana emiten. Berdasarkan teori keagenan, penggunaan utang dapat digunakan untuk mengendalikan perilaku manajemen agar lebih disiplin dalam mengelola dana perusahaan karena terdapat tanggung jawab membayar bunga dan pokok pinjaman. Salah satu tolak ukur yang digunakan adalah *Debt to Equity Ratio* (DER).

Efisiensi Aset

Efisiensi aset adalah kemampuan emiten menggunakan seluruh asetnya demi memperoleh pendapatan. Jika semakin tinggi efisiensi aset, maka semakin baik emiten menggunakan aset untuk memperoleh pendapatan dan mendukung operasional. Menurut Kurniasari *et al.* (2023), efisiensi aset dapat dilihat dari tingkat kecepatan perusahaan dalam memutar aset untuk menghasilkan pendapatan dalam satu periode. Berdasarkan teori keagenan, efisiensi aset menunjukkan kemampuan manajer dalam mengelola sumber daya perusahaan yang dipercayakan oleh pemegang saham. Efisiensi aset dihitung dengan *Total Asset Turnover* (TATO), yaitu rasio yang memperlihatkan tingkat perputaran aktiva emiten dalam memperoleh penjualan.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Menurut teori keagenan, struktur modal dengan penggunaan utang dapat berfungsi sebagai sarana pengendalian perilaku manajemen. Dengan memiliki utang terdapat kewajiban untuk memenuhi pelunasan utang dan pembayaran bunga yang dapat mendorong manajer agar lebih cermat dalam mengalokasikan sumber daya dan meningkatkan efisiensi operasional. Berdasarkan *signaling theory*, keputusan pendanaan melalui *Debt to Equity Ratio* (DER) dapat menjadi sinyal bagi investor mengenai prospek dan keyakinan manajemen terhadap kinerja emiten. Oleh karena itu, optimalisasi penggunaan utang diperkirakan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Analisis yang dilakukan Ahmad *et al.* (2022), Setiawati *et al.* (2024), Maulidya & Prajawati (2024), dan Viandika & Tjahjono (2025) menyatakan bahwa *Debt to Equity Ratio* berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

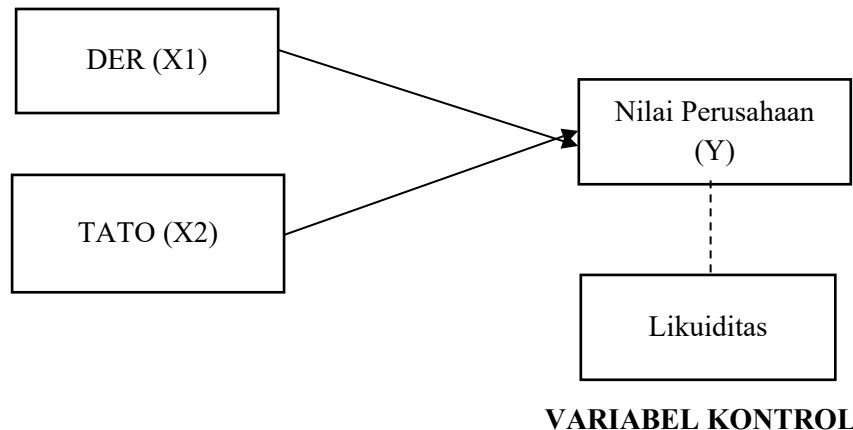
H1: Struktur Modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Efisiensi Aset

Menurut teori keagenan, efisiensi aset menunjukkan kecakapan emiten dalam mendayagunakan seluruh kekayaan guna menciptakan pendapatan. Tingginya efisiensi aset memperlihatkan potensi manajemen dalam mengoptimalkan aset emiten sehingga dapat meningkatkan kinerja operasional. Berdasarkan *signaling theory*, tingkat efisiensi aset yang tinggi yang tercermin melalui *Total Asset Turnover* (TATO) merupakan sinyal positif mengenai efektivitas operasional perusahaan. Hal tersebut dapat membuat investor tertarik terhadap prospek emiten sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Analisis yang dilakukan Afriyani *et al.* (2026), Ahmad & Nuryaman (2024), dan Suriawinata *et al.* (2023) menyatakan bahwa perputaran aset berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H2: Efisiensi Aset berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

VARIABEL INDEPENDENT



Gambar 2. Kerangka Berpikir
Sumber: Data diolah, 2026

METODE

Studi ini memakai pendekatan kuantitatif. Menurut Sugiyono (2022) penelitian kuantitatif adalah metode berlandaskan filsafat positifisme yang mengedepankan kaidah ilmiah secara konkret, objektif, serta teukur dalam melakukan pembuktian empiris. Penelitian ini ingin menguji pengaruh struktur modal dan efisiensi aset terhadap nilai perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi.

Sumber data yang digunakan adalah data sekunder yang berupa laporan keuangan tahunan perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019-2024. Prodesur perolehan data dilakukan melalui situs resmi BEI dan situs lain yang relevan. Populasi penelitian meliputi seluruh perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi periode 2019-2024. Penentuan sampel menggunakan teknik *Purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel dengan kriteria tertentu.

Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel

No	Karakteristik Sampel	Jumlah
1	Perusahaan perdagangan, jasa, dan investasi yang terdaftar di BEI	180
2	Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan pada tahun 2019-2024	31
3	Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap mengenai variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu PBV, DER, TATO, dan Current Ratio	48
Jumlah Perusahaan dalam Sampel		101
Total Observasi (101 x 6 Tahun)		606

Sumber: Data Hasil Penelitian Tahun 2019-2024

Tabel 2. Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Pengukuran	Sumber
Nilai Perusahaan	$PBV = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Nilai Buku}}$	Nurdin <i>et al.</i> (2023)
Struktur Modal	$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}}$	Nurdin <i>et al.</i> (2023)

Efisiensi Aset	$TATO = \frac{Penjualan Bersih}{Total Asset}$	Seto <i>et al.</i> (2023)
Likuiditas	$CR = \frac{Aset Lancar}{Hutang Lancar}$	Seto <i>et al.</i> (2023)

Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi data panel dengan bantuan perangkat lunak eviews versi 12. Analisis dimulai dengan pengujian statistik deskriptif untuk menggambarkan karakteristik data. Lalu pemilihan model regresi data panel melalui uji chow, uji hausman, dan uji lagrange multiplier. Dalam analisis ini persamaan model regresi antara lain:

$$PBV_{it} = a + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 TATO_{it} + \beta_3 CR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

PBV_{it} : Nilai Perusahaan

a : Konstanta

β : Koefisien regresi untuk variabel independen

DER_{it} : Struktur Modal

$TATO_{it}$: Efisiensi Aset

CR_{it} : Likuiditas

ε_{it} : Error Term

Berikutnya uji asumsi klasik yang mencakup uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Dalam analisis ini ditemukan adanya variasi nilai yang cukup besar antarperusahaan, karena karakteristik perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi yang memiliki skala usaha berbeda. Penelitian tidak melakukan eliminasi terhadap nilai ekstrem karena nilai tersebut menunjukkan kondisi aktual perusahaan. Kemudian dilakukan uji hipotesis terdiri dari uji F, uji t, dan koefisien determinan. Uji F untuk mengetahui kelayakan model dan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Uji t untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Selanjutnya, koefisien determinan digunakan untuk mengukur kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen dalam model penelitian. Untuk memastikan kestabilan hasil estimasi, penelitian melakukan *robustness analysis* menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *White cross-section robust standard errors*.

HASIL

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 3. Hasil Uji Statistik Deskriptif

Statistik	PBV	DER	TATO	CR
Mean	51.991220	13.925530	1.339505	6.697739
Median	1.220000	0.605000	0.820000	1.440000
Maximum	8,809.460000	5,018.900000	26.560000	368.540000
Minimum	-72.610000	-21.590000	-0.340000	-3.240000
Std. Dev.	483.526800	211.376500	2.048751	28.349650
Skewness	14.582860	22.318930	6.502733	8.736159
Kurtosis	238.899600	522.438300	69.154370	90.507360
Jarque-Bera	1,426,606.00	6,863,168.00	114,774.900000	201,061.200000
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	31,506.680000	8,438.870000	811.740000	4,058.830000
Sum Sq. Dev.	1.41E+08	2.70E+07	2,539.416000	486,240.200000
Observations	606	606	606	606

Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2026

Hasil uji statistik deskriptif pada tabel 3. Variabel *Price to Book Value* (PBV) memiliki nilai rata-rata 51,99122, dengan nilai maksimum 8809,460, dan nilai standar deviasi 483,5268. *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan nilai mean 13,92553, dengan nilai maksimum 5018,900, dan nilai standar deviasi 211,3765. *Total Asset Turnover* (TATO) menunjukkan nilai minimum 1,339505, nilai maksimum 26,56000, dan nilai standar deviasi 2,048751. *Current Ratio* (CR) menunjukkan nilai minimum 6,697739, nilai maksimum 368,5400, dan standar deviasi 28,34965. Hasil tersebut menunjukkan adanya variasi karakteristik keuangan antarperusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi.

Pemilihan Model Regresi

Tabel 4. Pemilihan Model Regresi

Uji	Statistik	Probabilitas	Keputusan
Chow	15.510222	0,0000	FEM
Hausman	36.105458	0,0000	FEM
Lagrange Multiplier	615.2383	0,0000	REM

Sumber: Data Diolah, 2026

Berdasarkan tabel 4. menunjukkan hasil pemilihan model regresi melalui uji chow, uji hausman, dan uji lagrange multiplier. Hasil uji chow pada penelitian ini didapatkan nilai statistik sebesar 15,510222 dengan nilai probabilitas cross-section F sebesar 0,0000. Nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hasil ini dapat disimpulkan bahwa model yang lebih tepat digunakan dalam analisis ini adalah *Fixed Effect Model (FEM)* dibandingkan *Common Effect Model (CEM)*.

Berikutnya pada uji hausman didapatkan nilai statistik sebesar 36,105458 dengan nilai probabilitas *cross-section random* sebesar 0,0000. Rendahnya nilai probabilitas yang berada dibawah 0,05 yang menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima, sehingga model yang paling tepat diaplikasikan adalah *Fixed Effect Model (FEM)* dibandingkan *Random Effect Model (REM)*. Disisi lain, pada uji *lagrange multiplier* menghasilkan nilai statistik sebesar 615,2383 disertai probabilitas *breusch-pagan* sebesar 0,0000. Nilai signifikan lebih kecil dari 0,05 yang mengindikasikan bahwa model *Random Effect Model (REM)* lebih baik dibandingkan *Common Effect Model (CEM)*.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut model regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect Model (FEM)*. Pemilihan model ini tidak hanya berdasarkan hasil pengujian statistik, tetapi juga pada karakteristik data panel penelitian. Menurut Baltagi (2021), *Fixed Effect Model (FEM)* digunakan pada data panel ketika terdapat karakteristik khusus pada masing-masing unit observasi yang bersifat tetap dan karakteristik tersebut memiliki kemungkinan berkorelasi dengan variabel independen dalam penelitian. Pada penelitian ini, setiap entitas usaha mempunyai kualitas internal yang berbeda, seperti strategi bisnis, kualitas manajemen, struktur kepemilikan, kebijakan operasional, dan reputasi entitas usaha yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Karakteristik tersebut merupakan aspek spesifik entitas usaha yang tidak seluruhnya dapat diamati dalam model penelitian, sehingga penggunaan FEM dapat mengendalikan perbedaan karakteristik antarperusahaan melalui efek individu. Oleh karena itu, estimasi pengaruh struktur modal, efisiensi aset, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan dapat diperoleh secara lebih akurat.

Analisis Regresi Data Panel

Tabel 5. Hasil Uji Model Regresi

Dependent Variable: PBV
 Method: Panel Least Squares
 Date: 04/15/26 Time: 19:18
 Sample: 2019 2024
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 101
 Total panel (balanced) observations: 606

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.953048	0.101077	39.10910	0.0000
DER	0.194429	0.028955	6.714899	0.0000
TATO	-0.080814	0.054775	-1.475386	0.1407
CR	-0.069722	0.032215	-2.164250	0.0309

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
Root MSE	0.240412	R-squared	0.790149
Mean dependent var	4.383315	Adjusted R-squared	0.747092
S.D. dependent var	0.525241	S.E. of regression	0.264143
Akaike info criterion	0.330305	Sum squared resid	35.02542
Schwarz criterion	1.086602	Log likelihood	3.917472
Hannan-Quinn criter.	0.624585	F-statistic	18.35125
Durbin-Watson stat	1.362774	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Data Diolah, 2026

Dari tabel 5, dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

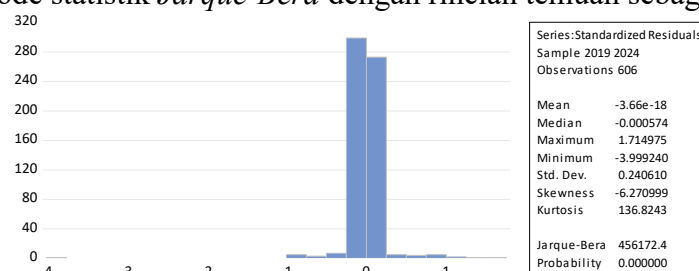
$$PBV = \alpha + 0,194429 \text{ DER} + (-0,080814) \text{ TATO} + (-0,069722) \text{ CR} + \varepsilon$$

Berdasarkan persamaan regresi tersebut dapat dilihat koefisien regresi variabel DER sebesar 0,194429 yang mengindikasikan bahwa kenaikan sebesar 1% akan meningkatkan PBV sebesar 0,194% dengan catatan aspek lain tidak berubah. Temuan tersebut memperlihatkan peningkatan pendanaan eksternal dalam batas wajar dapat memperkuat keyakinan investor terhadap entitas usaha. Pada koefisien variabel TATO sebesar -0,080814 yang menunjukkan bahwa setiap peningkatan *Total Asset Turnover* (TATO) 1% nilai PBV akan mengalami koreksi turun sekitar 0,081% dengan satuan asumsi variabel lain tetap. Hasil tersebut menandakan bahwa kecepatan perputaran aset belum menjadi indikator utama bagi pelaku pasar dalam menilai kinerja emiten, sebab tingginya aktivitas perputaran aset tidak selalu berbanding lurus dengan pertumbuhan laba entitas usaha. Sementara itu, variabel CR menunjukkan pengaruh yang berbanding terbalik dengan koefisien sebesar (-0,069722). Artinya, dengan mengasumsikan variabel lain konstan setiap lonjakan *Current Ratio* (CR) sebesar 1% akan menyebabkan penurunan nilai PBV sebesar 0,070%. Hal tersebut dapat dimaknai bahwa likuiditas yang terlampau tinggi dapat dianggap kurang efektif oleh investor, karena mencerminkan adanya dana menganggur yang tidak digunakan secara produktif untuk memacu profitabilitas.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Dalam pemodelan regresi, pengecekan terhadap sebaran nilai eror (residual) merupakan tahapan esensial untuk memastikan apakah distribusinya mengikuti pola normal atau sebaliknya. Guna memvalidasi terpenuhinya asumsi kenormalan tersebut, studi ini menerapkan metode statistik *Jarque-Bera* dengan rincian temuan sebagai berikut:



Gambar 3. Hasil Uji Normalitas

Sumber: Data Diolah, 2026

Mengacu gambar 3 angka signifikansi Jarque-Bera tercatat sebesar 0,000 yang lebih kecil dari batas toleransi 0,05. Hal tersebut memperlihatkan bahwa data dalam analisis ini tidak mengikuti pola berdistribusi normal. Berdasarkan teori *Central Limit Theorem* yang merupakan perkembangan dari *Teorema de Moivre Laplace* menguraikan bahwa sebaran rata-rata sampel akan mendekati distribusi normal seiring dengan bertambahnya ukuran sampel. Dengan melibatkan total 606 observasi, sampel yang diamati dalam studi ini sudah masuk kategori berskala besar. Hal tersebut sejalan dengan argumentasi ilmiah (Kwak & Kim, 2017), yang menegaskan bahwa distribusi sampling secara otomatis akan pada jumlah observasi yang besar distribusi sampling secara otomatis akan berintegrasi normal apabila jumlah pengamatan tergolong besar. Maka, pemodelan regresi yang dibangun tetap layak dioperasikan untuk analisis lanjutan karena distribusi residualnya telah mendekati normal berkat besarnya ukuran observasi. Oleh karena itu, meskipun nilai probabilitas *Jarque-Bera* dibawah 0,05 masih tetap dapat digunakan untuk pengujian hipotesis karena didukung oleh jumlah observasi yang memadai.

Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas diaplikasikan dalam analisis statistik dengan maksud untuk mengevaluasi sejauh mana indikator-indikator independen memiliki korelasi yang terlampau erat. Dalam studi ini, deteksi gejala multikolinearitas dilakukan dengan mengobservasi nilai Centered Variance Inflation Factor (VIF).

Tabel 6. Hasil Uji Multikolinearitas

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
DER	0.001948	50.87039	1.025405
TATO	0.001368	2.579418	1.000901
CR	0.000970	9.823485	1.026083
C	0.021320	54.29747	NA

Sumber: Data Diolah, 2026

Berdasarkan tabel 6 hasil uji multikolinearitas diperoleh hasil variabel DER mencatatkan angka centered VIF sebesar 1,025405, disusul oleh TATO dengan 1,000901, dan CR pada level 1,026083. Hal tersebut memperlihatkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas dalam studi ini karena keseluruhan nilai VIF dari ketiga variabel tersebut jauh di bawah ambang batas maksimal yakni 10. Sehingga seluruh variabel yang digunakan dalam studi ini layak untuk dibawa ke tahap estimasi berikutnya, yakni pemodelan regresi data panel.

Uji Heteroskedastisitas

Maksud utama dilakukannya uji heteroskedastisitas untuk mendeteksi ada tidaknya ketimpangan varians residual dari seluruh pengamatan di dalam model regresi. Guna mendeteksi ada atau tidaknya ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya, studi ini mengaplikasikan metode uji glejser. Dasar pengambilan keputusan dalam evaluasi bebas heteroskedastisitas ini merujuk pada tingkat signifikansi (probabilitas) yang diperoleh masing-masing variabel independen, dengan rincian temuan sebagai berikut:

Tabel 7. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.456521	0.119159	-3.831184	0.0001
DER	-0.023056	0.036020	-0.640104	0.5223
TATO	0.040555	0.030185	1.343549	0.1796
CR	0.353172	0.025410	13.89873	0.0000

Sumber: Data Diolah, 2026

Berdasarkan tabel 7 hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan nilai probabilitas untuk DER (0,522) dan TATO (0,180) berada di atas taraf signifikansi 0,05, yang mengindikasikan terpenuhinya asumsi homoskedastisitas pada variabel tersebut. Namun, variabel CR mencatatkan nilai probabilitas 0,000 ($< 0,05$), yang menandakan adanya gejala heteroskedastisitas dalam model. Menurut Gujarati & Porter (2013) model regresi yang ideal harus memiliki varians residual konsisten (homoskedastisitas). Kondisi heteroskedastisitas tercermin ketika sebaran varians dari nilai eror (residual) antar-observasi menunjukkan ketidaksamaan atau fluktuasi. Meski demikian, keberadaan masalah tersebut tidak menghentikan proses analisis, dan pengujian empiris tetap dilanjutkan ke tahap berikutnya. Keputusan metodologis ini diambil karena fokus esensial dari studi ini adalah menganalisis interaksi hubungan antarvariabel dalam struktur data panel, di mana ukuran observasi yang dilibatkan sudah tergolong cukup besar sehingga keandalan model tetap terjaga.

Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi diterapkan untuk melacak ada tidaknya hubungan ketergantungan antara nilai kesalahan (residual) pada suatu periode pengamatan dengan periode terdahulu. Prosedur deteksi dalam riset ini mengandalkan *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test*, di mana hasil akhir diambil dengan mencermati besaran angka probabilitas statistik ujinya. dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 8. Hasil Autokorelasi

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DER	-0.008776	0.033349	-0.263152	0.7925
TATO	-0.013956	0.027963	-0.499090	0.6179
CR	-0.012407	0.023535	-0.527187	0.5983
C	0.060661	0.110337	0.549781	0.5827

Sumber: Data Diolah, 2026

Merujuk pada tabel 8, dapat ditegaskan bahwa model regresi dalam studi ini terbebas dari masalah autokorelasi. Kesimpulan ilmiah ini divalidasi oleh besaran nilai probabilitas pada setiap variabel yang seluruhnya melampaui batas taraf nyata ($\alpha = 0,05$). Hasil pengujian mencatat angka signifikansi variabel DER berada pada 0,7925. Pada variabel TATO juga terlihat hal serupa dengan nilai probabilitas sebesar 0,6179, serta variabel CR sebesar 0,5983. Karena ketiga variabel independen tersebut mutlak berada jauh di atas ambang batas 0,05, maka asumsi non-autokorelasi telah terbukti terpenuhi.

Uji Hipotesis

Uji Parsial (Uji t)

Tabel 9. Hasil Uji Parsial

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.953048	0.101077	39.10910	0.0000
DER	0.194429	0.028955	6.714899	0.0000
TATO	-0.080814	0.054775	-1.475386	0.1407
CR	-0.069722	0.032215	-2.164250	0.0309

Sumber: Data diolah, 2026

Berdasarkan output Fixed Effect Model (FEM) yang disajikan pada tabel 9, variabel struktur modal (DER) mencatatkan nilai koefisien regresi sebesar 0,194 dengan probabilitas sebesar 0,000. Oleh karena nilai signifikansi tersebut berada jauh di bawah alfa 0,05, dapat disimpulkan bahwa arah pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah positif dan signifikan. Secara empiris, temuan ini memvalidasi hipotesis penelitian yang diajukan sehingga dapat disimpulkan bahwa struktur modal secara signifikan mampu memberikan dampak terhadap valuasi perusahaan.

Pada perhitungan efisiensi aset (TATO) mencatatkan koefisien regresi bernilai -0,080814. Di samping itu, tingkat signifikansinya tercatat pada angka 0,1407. Karena perolehan probabilitas ini melampaui batas alfa 0,05, dapat ditarik kesimpulan empiris bahwa tinggi rendahnya efisiensi aset tidak memberikan dampak yang bermakna terhadap fluktuasi nilai perusahaan. Sebagai konsekuensinya, dugaan awal atau hipotesis yang menunjukkan adanya pengaruh antara efisiensi aset dan nilai perusahaan harus ditolak. Sementara pada variabel CR sebagai variabel kontrol diperoleh koefisien sebesar -0,070 dengan nilai probabilitas 0,0309. Tingkat signifikansi yang berada di bawah ambang batas 0,05 ini menunjukkan bahwa peningkatan likuiditas, yang dihitung oleh Current Ratio, justru direspons secara negatif oleh pasar dalam konteks nilai perusahaan.

Uji Simultan (Uji F)

Tabel 10. Hasil Uji Simultan

Root MSE	0.240412	R-squared	0.790149
Mean dependent var	4.383315	Adjusted R-squared	0.747092
S.D. dependent var	0.525241	S.E. of regression	0.264143
Akaike info criterion	0.330305	Sum squared resid	35.02542
Schwarz criterion	1.086602	Log likelihood	3.917472
Hannan-Quinn criter.	0.624585	F-statistic	18.35125
Durbin-Watson stat	1.362774	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Data diolah, 2026

Berdasarkan tabel 10 menunjukkan hasil uji simultan pada model Fixed Effect Model (FEM), menghasilkan angka F-statistic sebesar 18,35125 dengan nilai Prob (F-statistic) sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05. Model regresi yang dibangun dalam studi ini terbukti layak untuk mengestimasi dinamika variabel dependen. Kelayakan tersebut divalidasi oleh adanya bukti empiris bahwa kombinasi antara struktur modal dan efisiensi aset dengan memasukkan likuiditas sebagai variabel kontrol mampu memberikan kontribusi yang nyata serta signifikan terhadap pembentukan nilai perusahaan.

Koefisien Determinan

Tabel 11. Hasil Uji Koefisien Determinan

Root MSE	0.240412	R-squared	0.790149
Mean dependent var	4.383315	Adjusted R-squared	0.747092
S.D. dependent var	0.525241	S.E. of regression	0.264143
Akaike info criterion	0.330305	Sum squared resid	35.02542
Schwarz criterion	1.086602	Log likelihood	3.917472
Hannan-Quinn criter.	0.624585	F-statistic	18.35125
Durbin-Watson stat	1.362774	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Data Diolah, 2026

Merujuk pada output Fixed Effect Model (FEM) di Tabel 11, diperoleh angka Adjusted R-squared senilai 0,747092. Temuan ini merepresentasikan bahwa kombinasi variabel struktur modal (DER), efisiensi aset (TATO), beserta likuiditas (CR) memiliki daya penjelas sebesar 74,70% terhadap fluktuasi nilai perusahaan (PBV). Adapun sisa proporsi sebesar 25,30% merupakan varians yang tidak dapat dijelaskan oleh model ini, melainkan dibentuk oleh determinan eksternal semacam dinamika makroekonomi, kebijakan pembagian dividen, atau sentimen pasar yang tidak dilibatkan dalam kerangka penelitian.

Robustness AnalysisTabel 12. Hasil *Robustness Analysis*

Dependent Variable: PBV				
Method: Panel Least Squares				
Date: 07/23/26 Time: 09:47				
Sample: 2019 2024				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 101				
Total panel (balanced) observations: 606				
White cross-section (period cluster) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Standard error and t-statistic probabilities adjusted for clustering				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.953048	0.254792	15.51481	0.0000
DER	0.194429	0.098152	1.980899	0.1045
TATO	-0.080814	0.049228	-1.641630	0.1616
CR	-0.069722	0.036824	-1.893400	0.1168
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.240412	R-squared	0.790149	
Mean dependent var	4.383315	Adjusted R-squared	0.747092	
S.D. dependent var	0.525241	S.E. of regression	0.264143	
Akaike info criterion	0.330305	Sum squared resid	35.02542	
Schwarz criterion	1.086602	Log likelihood	3.917472	
Hannan-Quinn criter.	0.624585	F-statistic	18.35125	
Durbin-Watson stat	1.362774	Prob(F-statistic)	0.000000	

Sumber: Data diolah, 2026

Untuk memastikan konsistensi hasil estimasi, penelitian ini melakukan *robustness analysis* menggunakan Fixed Effect Model (FEM) dengan metode White cross-section robust standard errors. Pengujian ini dilakukan untuk menangani kemungkinan adanya masalah heteroskedastisitas serta menghasilkan estimasi standar error yang lebih reliabel. Hasil *robustness analysis* menunjukkan bahwa arah koefisien tetap konsisten, meskipun tingkat signifikansi berubah setelah koreksi standar error. Struktur modal (DER) tetap menunjukkan hubungan positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan efisiensi aset (TATO) dan likuiditas (CR) tetap menunjukkan arah hubungan yang negatif. Namun, setelah dilakukan *robustness analysis* tingkat signifikansi variabel penelitian mengalami perubahan. Variabel struktur modal yang awalnya berpengaruh positif signifikan menjadi berpengaruh positif tidak signifikan, serta likuiditas yang awalnya berpengaruh negatif signifikan menjadi berpengaruh negatif tidak signifikan. Namun, pada variabel efisiensi aset tidak mengalami perubahan tingkat signifikansi. Perubahan tingkat signifikansi tersebut memperlihatkan hasil pengaruh struktur modal dan likuiditas memiliki sensitivitas terhadap metode estimasi standar error. Oleh karena itu, temuan penelitian perlu dianalisis secara hati-hati terutama terkait pengaruh struktur modal dan likuiditas terhadap nilai perusahaan.

PEMBAHASAN**Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan**

Melalui pengujian secara parsial (Uji t) dengan pendekatan Fixed Effect Model (FEM), didapatkan hasil bahwa variabel struktur modal yang diukur melalui Debt to Equity Ratio (DER) menghasilkan koefisien regresi bernilai 0,194 serta tingkat probabilitas sebesar 0,000. Tingkat signifikansi yang berada jauh di bawah α 0,05 menandakan struktur modal memiliki dampak

positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sehingga bukti empiris tersebut memberikan dukungan statistik yang kuat bagi penerimaan hipotesis pertama penelitian. Arah koefisien regresi yang positif mengindikasikan bahwa ekspansi struktur modal melalui instrumen utang berbanding lurus dengan peningkatan valuasi perusahaan.

Berdasarkan teori keagenan, penggunaan utang dapat digunakan untuk mengawasi perilaku manajerial. Menurut Jensen & Meckling (1976) memaparkan bahwa diskrepansi tujuan antara pemilik modal (pemegang saham) dan pengelola (manajer) kerap memicu benturan kepentingan yang berujung pada timbulnya biaya keagenan (*agency cost*). Di samping itu, landasan *signaling theory* menegaskan bahwa pemilihan struktur utang sebenarnya bertindak sebagai sinyal optimisme bagi investor, di mana langkah tersebut mencerminkan keyakinan manajemen terhadap cerah masa depan operasional dan kehandalan mereka dalam mengelola dana demi menjaga tren pertumbuhan emiten. Temuan dalam studi ini memberikan konfirmasi empiris yang memperkuat kesimpulan dari Rahmanuzzahr *et al.* (2024), Larasati & Gantino (2024), dan Sahara *et al.* (2022) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun pada Studi yang dilakukan oleh Afriyani *et al.* (2026), Hutama (2022), dan Santoso & Junaeni (2022) mengemukakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Namun, hasil *robustness analysis* memperlihatkan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan (probabilitas 0,1045) walaupun masih memiliki arah yang positif dengan koefisien 0,194429. Hal tersebut membuktikan bahwa hubungan positif DER terhadap nilai perusahaan masih terlihat, namun sensitif terhadap metode estimasi standar error. Maka dari itu, meskipun struktur modal menunjukkan hubungan positif terhadap nilai perusahaan, hasil *robustness analysis* menunjukkan bahwa pengaruh tersebut sensitif terhadap metode estimasi standar error. Sehingga struktur modal dapat menjadi salah satu faktor yang dapat dipertimbangan investor, namun bukan merupakan satu-satunya faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan.

Pengaruh Efisiensi Aset Terhadap Nilai Perusahaan

Melalui estimasi parsial menggunakan Fixed Effect Model (FEM), diperoleh hasil pengujian untuk variabel efisiensi aset yang diwakili oleh Total Asset Turnover (TATO). Indikator ini mencatatkan koefisien regresi sebesar -0,081 dengan nilai probabilitas mencapai 0,1407. Karena tingkat signifikansi ini berada di atas standar kriteria 0,05, analisis statistik membuktikan bahwa efisiensi pengelolaan aset tidak memberikan dampak nyata bagi nilai perusahaan. Dampaknya, dugaan pada hipotesis kedua yang mengasumsikan adanya pengaruh efisiensi aset terhadap valuasi perusahaan dinyatakan tidak terbukti secara empiris. Temuan dalam penelitian ini mengindikasikan bahwa rasio perputaran aset tidak memegang peranan mutlak yang dijadikan acuan utama oleh para investor dalam mengukur nilai suatu entitas. Tingginya utilisasi aset pada suatu perusahaan tidak serta-merta menjadi jaminan atas melonjaknya profitabilitas atau meningkatnya kemakmuran para pemilik modal. Alih-alih terpaku pada efisiensi pemanfaatan aktiva, investor cenderung memberikan atensi lebih pada kapasitas perusahaan dalam mencetak laba bersih, konsistensi performa keuangan, serta potensi ekspansi bisnis di masa mendatang.

Berdasarkan teori keagenan, Berdasarkan teori keagenan, tingginya efisiensi aset belum tentu menunjukkan bahwa manajemen telah melakukan sepenuhnya sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Menurut Jensen & Meckling (1976), adanya keterbatasan pemegang saham dalam mengamati tindakan manajer menyebabkan tidak semua indikator operasional dapat menunjukkan keberhasilan manajemen dalam meningkatkan kesejahteraan bagi pemegang saham. Menurut *signaling theory* informasi mengenai TATO belum dapat memberikan sinyal yang kuat untuk investor karena peningkatan perputaran aset belum tentu diikuti dengan peningkatan profitabilitas. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang Colline (2022), Bama *et al.* (2021) dan Ahmad *et al.* (2022) yang menyatakan bahwa *Total Assets Turnover* (TATO) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun, pada penelitian lain menunjukkan hasil yang berbeda, seperti penelitian yang dilakukan Afriyani *et al.* (2026), Ahmad & Nuryaman (2024), dan Suriawinata *et al.* (2023) yang menyatakan bahwa perputaran aset berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pada hasil *robustness analysis* menunjukkan bahwa TATO tidak berpengaruh signifikan dengan probabilitas 0,1616 dan memiliki arah koefisien negatif (-0,080814). Hal ini menunjukkan bahwa pada sektor perdagangan, jasa, dan investasi efisiensi aset bukan faktor utama yang

digunakan investor dalam menilai perusahaan, karena investor juga mempertimbangkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan prospek pertumbuhan.

Peran Likuiditas sebagai Variabel Kontrol Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil estimasi parsial menggunakan pendekatan FEM memperlihatkan bahwa variabel current ratio (CR) yang bertindak sebagai aspek pengontrol mencatatkan koefisien sebesar -0,069722 dengan tingkat signifikansi 0,0309. Rendahnya probabilitas yang berada di bawah taraf nyata 5% tersebut menegaskan bahwa likuiditas membawa efek koreksi yang signifikan dan searah negatif terhadap pembentukan nilai perusahaan. Keberadaan CR sebagai variabel kontrol berperan esensial untuk memisahkan ketidakakuratan dari faktor likuiditas, guna memastikan bahwa efek dari struktur modal dan efisiensi aset terhadap nilai perusahaan dapat dinilai secara objektif dan akurat. Realitas statistik ini mengindikasikan bahwa perolehan rasio likuiditas yang terlampaui tinggi kerap disatukan dengan kelemahan manajemen dalam mengelola efisiensi aset. Besarnya aset lancar mencerminkan penghambatan dana atau penumpukan kas yang gagal dimaksimalkan pada proyek-proyek investasi produktif, sehingga pada akhirnya berimbas pada tertahannya potensi laba dan depresiasi nilai pasar perusahaan.

Berdasarkan teori keagenan, tingginya likuiditas dapat meningkatkan konflik kepentingan apabila manajemen tidak dapat mengalokasikan dana secara produktif. *Signaling theory* menegaskan bahwa likuiditas yang berlebihan dapat memicu sentimen kurang menguntungkan dari pasar, karena investor memandangnya sebagai indikasi penumpukan dana menganggur (*idle cash*) yang gagal dimaksimalkan untuk ekspansi bisnis. Oleh sebab itu, pemeliharaan rasio likuiditas pada level yang ideal menjadi langkah fundamental agar seluruh instrumen kas perusahaan dapat diberdayakan secara produktif guna memaksimalkan valuasi emiten dan kekayaan pemegang saham.

Riset-riset terdahulu mengenai interaksi antara likuiditas dan nilai perusahaan pada kenyataannya masih menunjukkan gambaran empiris yang dinamis dan beragam. Di satu sisi, temuan dalam studi ini di mana likuiditas yang difungsikan sebagai variabel kontrol terbukti berkorelasi negatif terhadap nilai perusahaan selaras dengan argumentasi (Santoso & Junaeni, 2022). Mereka menegaskan bahwa rasio likuiditas yang terlampaui tinggi kerap dievaluasi pasar sebagai bentuk inefisiensi, karena melambangkan banyaknya aset lancar yang pasif dan tidak berkontribusi pada penciptaan laba. Sebaliknya, perspektif yang berlawanan diungkapkan melalui observasi Jihadi *et al.* (2021) menyimpulkan bahwa ketersediaan likuiditas yang memadai justru berpotensi mendongkrak nilai pasar perusahaan, terutama jika investor memandangnya sebagai jaminan atas kemampuan dan keamanan finansial emiten dalam melunasi utang-utang lancarnya.

Pada hasil *robustness analysis* menunjukkan bahwa variabel likuiditas tetap mempertahankan arah koefisien yang berbanding terbalik (negatif) di angka -0,069722. Namun, tingkat signifikansinya bertransformasi menjadi tidak signifikan karena angka probabilitasnya mengalami lonjakan hingga menyentuh level 0,1168 ($p > 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa likuiditas sebagai variabel kontrol memiliki sensitivitas terhadap metode estimasi standar error, sehingga pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan perlu dijelaskan dengan hati-hati.

KESIMPULAN

Studi ini mengkaji determinan nilai perusahaan melalui pengujian struktur modal dan efisiensi aset, dengan menyertakan likuiditas sebagai variabel kontrol, pada emiten sektor perdagangan, jasa, dan investasi di BEI periode 2019–2024. Berdasarkan analisis yang telah dijalankan, ditarik tiga simpulan pokok. Pertama, kebijakan utang yang berada pada level optimal terbukti mampu mengangkat kepercayaan investor terhadap perusahaan; hal ini divalidasi oleh variabel struktur modal (*Debt to Equity Ratio* / DER) yang mencatatkan pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai emiten. Kedua, aktivitas perputaran aset yang direpresentasikan oleh *Total Asset Turnover* (TATO) tidak terbukti berpengaruh secara signifikan, yang menyiratkan bahwa pasar belum memandang parameter efisiensi tersebut sebagai tolok ukur utama dalam melakukan penilaian saham perusahaan. Ketiga, aspek likuiditas melalui indikator *Current Ratio* (CR) yang dilibatkan untuk mengendalikan model justru menunjukkan pengaruh yang berbanding terbalik (negatif) dan signifikan terhadap dinamika nilai perusahaan.

Secara akademis, penelitian ini berkontribusi memperdalam literatur keuangan mengenai dinamika nilai perusahaan yang dipengaruhi oleh struktur modal dan efisiensi aset, dengan melibatkan likuiditas sebagai parameter kontrol pada sektor perdagangan, jasa, dan investasi. Adapun dari perspektif praktis, output pengujian ini memberikan masukan berharga bagi manajemen dalam merancang kebijakan struktur modal dan manajemen aset yang efektif. Lebih jauh lagi, analisis ini juga dapat dimanfaatkan oleh investor sebagai indikator tambahan untuk mengevaluasi variabel-variabel utama yang memengaruhi valuasi emiten di pasar modal.

Studi ini memiliki keterbatasan antara lain yang pertama observasi dibatasi pada industri perdagangan, jasa, dan investasi di BEI periode 2019–2024, sehingga temuan empiris tidak dapat digeneralisasikan pada sektor lain yang memiliki struktur risiko serta operasional yang berbeda. Kedua, model belum mengakomodasi determinan esensial lain seperti tata kelola (GCG), komitmen ESG, dan kinerja profitabilitas yang secara teoritis punya daya jelas tinggi terhadap dinamika nilai perusahaan. Ketiga, analisis dijalankan tanpa memperhitungkan variabel eksternal ekonomi makro (inflasi, suku bunga, kurs, dan kondisi pasar modal secara umum) yang kerap memicu pergeseran nilai dan sentimen investor di bursa saham. Keempat hasil *robustness analysis* menunjukkan bahwa pengaruh struktur modal memiliki sensitivitas terhadap metode estimasi standar error, sehingga penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan penggunaan pendekatan estimasi yang lebih robust untuk memperoleh hasil yang lebih konsisten.

Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, pada riset mendatang disarankan untuk menyertakan variabel moderasi kebijakan deviden, profitabilitas, atau risiko perusahaan untuk memahami mekanisme hubungan antara faktor keuangan dan nilai perusahaan. Selain itu, penggunaan pendekatan yang lebih dinamis seperti *Dynamic Panel Model* dengan pendekatan *System Generalized Method of Moments* (System GSM) dapat mejadi pertimbangan dalam mengatasi masalah endogenitas. Riset mendapat juga dapat memperluas objek penelitian melalui perbandingan antar sektor industri serta menggabungkan variabel non keuangan seperti tata kelola perusahaan dan pengungkapan ESG (*Environmental, Social, and Governance*) untuk memperoleh pemahaman yang lebih luas mengenai faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan.

REFERENSI

- Adilla, C. P., Nusa, M., Soe, K., & Uluan, S. (2023). the Effect of Liquidity, Leverage and Profitability on Company Value. *International Journal of Accounting, Management, Economics and Social Sciences (IJAMESC)*, 1(5), 715–725. <https://doi.org/10.61990/ijamesc.v1i5.94>
- Afriyani, L. A., Nurlaela, S., & Suhendro, S. (2026). Determinants of Firm Value in LQ45 Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *Owner*, 10(2), 1496–1512. <https://doi.org/10.33395/owner.v10i2.3051>
- Ahmad, D., & Nuryaman, N. (2024). Beyond Numbers: Exploring Factors Influencing Company Value In Indonesian Consumer Goods (2018-2022). *Owner*, 8(3), 2432–2440. <https://doi.org/10.33395/owner.v8i3.2197>
- Ahmad, Muslim, M., & Syahrah, N. (2022). Several Factors Affecting Firm Value Manufacturing in Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 26(1), 127. <https://doi.org/10.24912/ja.v26i1.821>
- Baltagi, B. H. (2021). Econometric Analysis of Panel Data. In *The Econometrics Journal* (Vol. 14, Issue 1). Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5>
- Bama, I., Maksum, A., & Adnans, A. A. (2021). The Effect of Total Asset Turnover and Profitability on Firm value with Good Corporate Governance as Moderating Variable in Food and Beverage Subsector Manufacturing Companies Listed on the IDX 2010-2019. *International Journal of Research and Review*, 8(8), 559–567. <https://doi.org/10.52403/ijrr.20210875>
- Candratrilaksita, W. (n.d.). *IHSG Turun: Paradoks Fiskal dan Makroekonomi serta Ketidakpercayaan Investor*. Kompas.Com. Retrieved March 19, 2025, from https://money.kompas.com/read/2025/03/19/095340226/ihsg-turun-paradoks-fiskal-dan-makroekonomi-serta-ketidakpercayaan-investor?utm_source
- Colline, F. (2022). The Mediating Effect of Debt Equity Ratio on The Effect of Current Ratio, Return on Equity and Total Asset Turnover on Price to Book Value. *Jurnal Keuangan Dan*

- Perbankan*, 26(1), 75–90. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v26i1.6882>
- Diantimala, Y., Syahnur, S., Mulyany, R., & Faisal, F. (2021). Firm size sensitivity on the correlation between financing choice and firm value. *Cogent Business and Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1926404>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Corporate Governance: Values, Ethics and Leadership*, 163–188. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Firmansyah, A., Setiawan, T. A., & Fathurahman, F. (2020). Nilai Perusahaan: Kebijakan Utang, Good Corporate Governance, Cash Holding. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 20(2), 237. <https://doi.org/10.46367/jas.v8i2.2076>
- Ghozali, I. (2021). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2013). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Hutama, J. F. D. (2022). Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Indeks Lq45 (2015-2019). 8(1), 1–11. <https://doi.org/10.33479/parsimonia.2021.8.1.1-11>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jihadi, M., Vilantika, E., Hashemi, S. M., Arifin, Z., Bachtiar, Y., & Sholichah, F. (2021). The Effect of Liquidity, Leverage, and Profitability on Firm Value: Empirical Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 423–431. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0423>
- Kristi, N. M., & Yanto, H. (2020). Accounting Analysis Journal The Effect of Financial and Non-Financial Factors on Firm Value ARTICLE INFO ABSTRACT. *Accounting Analysis Journal*, 9(2), 131–137. <https://doi.org/10.15294/aaaj.v8i2.37518>
- Kurniasari, E., Akhmadi, A., & Ichwanudin, W. (2023). The efficiency asset utilization financial performance and capital structure on manufacturing firm value on the Indonesia stock exchange (IDX). *Enrichment: Journal of Management*, 13(2), 1056–1068. <https://www.enrichment.iocspublisher.org/index.php/enrichment/article/view/1394>
- Kwak, S. G., & Kim, J. H. (2017). Cornerstone of Modern Statistics. *Korean Journal of Anesthesiology*, 70(2), 144–156.
- Larasati, D., & Gantino, R. (2024). Pengaruh Corporate Governance, Leverage, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, 8(4), 4263–4277. <https://owner.polgan.ac.id/index.php/owner/article/view/2255>
- Maulidya, D., & Prajawati, M. I. (2024). DETERMINANTS OF FIRM VALUE : THE ROLE OF CORPORATE SOCIAL. 14(04), 864–879. <https://doi.org/10.22219/jrak.v14i4.36272>
- Nguyen, T. H. (2024). The impact of capital structure on the performance of state-invested enterprises in Vietnam. *Cogent Economics and Finance*, 12(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2024.2399955>
- Rahmanuzzahr, L., Wahyu Setiyowati, S., & Fariz Irianto, M. (2024). Pengaruh Struktur Modal Profitabilitas dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan. *Co-Value Jurnal Ekonomi Koperasi Dan Kewirausahaan*, 15(01), 4524–4534. <https://doi.org/10.59188/covalue.v15i01.4427>
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Sahara, H., Titisari, K. H., & Siddi, P. (2022). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Struktur Modal, Leverage dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan. *Owner*, 6(1), 322–335. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i1.580>
- Santoso, & Junaeni, I. (2022). Pengaruh Profitabilitas , Leverage , Ukuran Perusahaan , Likuiditas , dan Pertumbuhan Perusahaan. *Owner (Riset Dan Jurnal Akuntansi)*, 6(April), 1597–1609. <https://owner.polgan.ac.id/index.php/owner/article/view/795/364>
- Setiawati, C., Orbaningsih, D., Muawanah, U., & Gajayana, U. (2024). FINANCIAL PERFORMANCE AND COMPANY VALUE : GOOD CORPORATE GOVERNANCE AS MODERATION. 8(2), 341–363. <https://doi.org/https://doi.org/10.46367/jas.v8i2.2076>

- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sugiyono. (2022). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif Dan R&D*. Alfabeta.
- Suriawinata, I. S., Budiyan, E. T., Mais, R. G., & Anhar, M. (2023). Cash Conversion Cycle, Asset Turnover, Capital Expenditure and Firm Value: The Mediating Role of Profitability. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 13(3), 674–695. <https://doi.org/10.22219/jrak.v13i3.25161>
- Ulbert, J., Takács, A., & Csapi, V. (2022). Golden ratio-based capital structure as a tool for boosting firm's financial performance and market acceptance. *Heliyon*, 8(6). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e09671>
- Viandika, A., & Tjahjono, A. (2025). The Role of Management Ownership in Moderating the Effect of Company Size, Profitability, and Leverage on Company Value. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 13(1), 207–218. <https://doi.org/10.37641/jiakes.v12i2.2504>
- Wijayaningsih, S., & Yulianto, A. (2021). The Effect of Capital Structure, Firm Size, and Profitability on Firm Value with Investment Decisions as Moderating ARTICLE INFO ABSTRACT. *Accounting Analysis Journal*, 10(3), 150–157. <https://doi.org/10.15294/aaj.v10i3.50744>