

Pengaruh Leverage, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2019–2024

Muhammad Benito Awaludin Robani *¹

Ade Irma Suryani Lating ²

^{1,2} Universitas Islam Negeri Sunan Ampel Surabaya

*e-mail: benito.saja12345@gmail.com¹

Abstrak

Penelitian ini menganalisis pengaruh leverage, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada emiten manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019–2024. Sampel ditentukan menggunakan purposive sampling dan menghasilkan 21 perusahaan dengan data lengkap selama enam tahun (126 observasi). Metode yang digunakan adalah regresi data panel. Pemilihan model terbaik menunjukkan Random Effect Model (REM) paling sesuai. Estimasi model REM menemukan bahwa leverage (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap PBV, sedangkan profitabilitas (ROA) dan ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh negatif namun tidak signifikan. Nilai Adjusted R-squared sebesar 0,06255 mengindikasikan kemampuan penjelasan model yang rendah sehingga mayoritas variasi PBV ditentukan oleh faktor lain di luar model (misalnya kebijakan dividen, risiko pasar, dan kondisi makroekonomi). Dengan demikian, perusahaan perlu menata struktur modal yang efisien (memaksimalkan manfaat tax shield tanpa meningkatkan risiko kebangkrutan) sembari meningkatkan kualitas profit melalui efisiensi berkelanjutan.

Kata kunci: Leverage, Profitabilitas, Ukuran perusahaan, PBV

Abstract

This study analyzes the effect of leverage, profitability, and firm size on firm value among manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2019–2024 period. The sample was determined using purposive sampling and resulted in 21 companies with complete data over six years (126 observations). The method used was panel data regression. Model selection indicated that the Random Effect Model (REM) was the most appropriate. The REM estimation found that leverage (DER) had a positive and significant effect on PBV, while profitability (ROA) and firm size (SIZE) had negative but insignificant effects. The Adjusted R-squared value of 0.06255 indicates a low explanatory power, suggesting that most of the variation in PBV is determined by factors outside the model (such as dividend policy, market risk, and macroeconomic conditions). Therefore, companies should structure their capital efficiently (maximizing tax shield benefits without increasing bankruptcy risk) while improving profit quality through continuous efficiency.

Keywords: Leverage, Profitability, Firm Size, PBV

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merupakan ukuran penting yang mencerminkan seberapa besar kepercayaan investor terhadap prospek masa depan perusahaan. Menurut Ariwangsa & Niron (2024), nilai perusahaan mencerminkan kemampuan entitas dalam menciptakan kesejahteraan bagi pemegang saham melalui peningkatan harga saham di pasar. Pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), nilai perusahaan menjadi indikator utama untuk menilai sejauh mana kebijakan keuangan yang dijalankan perusahaan mampu meningkatkan kepercayaan pasar dan pertumbuhan berkelanjutan. Fenomena naik-turunnya *Price to Book Value* (PBV) menunjukkan adanya fluktuasi kinerja yang dipengaruhi oleh faktor internal seperti leverage, profitabilitas, dan ukuran perusahaan (Praramadhaningtyas, 2024).

Leverage menggambarkan sejauh mana perusahaan menggunakan dana pinjaman untuk membiayai operasinya. Rasio *Debt to Equity Ratio* (DER) menjadi ukuran penting untuk menilai struktur modal dan tingkat risiko keuangan perusahaan. Berdasarkan teori *Trade-Off*, penggunaan utang yang moderat dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat pajak,

namun penggunaan utang berlebih dapat meningkatkan risiko kebangkrutan dan menurunkan nilai perusahaan (Ricca et al., 2021). Hasil penelitian Margono & Gantino (2021) menunjukkan bahwa leverage berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan Dvorsky et al. (2021) menemukan hubungan positif pada perusahaan besar yang mampu mengelola risiko dengan baik. Perbedaan hasil ini menandakan bahwa efek leverage terhadap nilai perusahaan masih berpotensi berbeda tergantung pada kondisi industri, kebijakan keuangan, dan periode penelitian.

Profitabilitas yang diukur dengan *Return on Assets* (ROA) merefleksikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari penggunaan asetnya. Semakin tinggi tingkat profitabilitas, semakin baik kemampuan perusahaan dalam memberikan pengembalian kepada investor, sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Menurut teori *Signaling* (Handoyo et al., 2023), profitabilitas yang tinggi menjadi sinyal positif bagi pasar karena menunjukkan efisiensi manajemen dan keberhasilan strategi operasional. Hasil penelitian Hidayat & Khotimah (2022) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan Askarany & Mao (2024) menyatakan sebaliknya, bahwa pengaruhnya tidak signifikan karena faktor eksternal seperti ketidakstabilan ekonomi dan pandemi COVID-19. Ketidakkonsistenan ini menimbulkan pertanyaan mengenai sejauh mana profitabilitas benar-benar menjadi determinan utama nilai perusahaan pada masa pemulihan ekonomi pascapandemi.

Ukuran perusahaan (*firm size*) yang diproksikan dengan total aset juga berperan penting dalam memengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan dengan total aset besar cenderung memiliki stabilitas keuangan lebih baik dan kepercayaan investor yang tinggi karena dianggap lebih mampu bertahan di tengah ketidakpastian ekonomi (Hajiyeve et al., 2024). Namun, beberapa penelitian menemukan hasil yang berbeda. Alifian & Susilo (2024) menemukan pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, sementara Afinindy et al. (2021) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan karena tidak semua aset mampu dioptimalkan untuk meningkatkan laba. Perbedaan hasil ini memperkuat dugaan bahwa ukuran perusahaan belum tentu menjadi jaminan peningkatan nilai di pasar modal, terutama dalam konteks industri manufaktur yang memiliki struktur aset padat modal dan fluktuasi biaya produksi yang tinggi.

Berdasarkan berbagai kajian empiris tersebut, masih terdapat kesenjangan (*research gap*) mengenai pengaruh leverage, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, khususnya dalam konteks perusahaan manufaktur Indonesia pada periode yang lebih baru, yakni 2019–2024. Penelitian-penelitian sebelumnya sebagian besar dilakukan sebelum pandemi atau tidak secara spesifik mengaitkan variabel-variabel tersebut dalam masa pemulihan ekonomi. Oleh karena itu, penelitian ini memiliki urgensi akademik dan praktis untuk memberikan pemahaman empiris terkini mengenai bagaimana struktur modal, efisiensi operasional, dan skala perusahaan memengaruhi nilai perusahaan manufaktur di BEI.

Dengan demikian, tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis dan menguji pengaruh leverage, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2024. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur empiris dalam bidang keuangan perusahaan dan memberikan kontribusi praktis bagi manajemen dalam menentukan strategi peningkatan nilai perusahaan melalui pengelolaan struktur modal dan kinerja keuangan yang optimal.

KAJIAN PUSTAKA

Perusahaan Manufaktur

Perusahaan manufaktur merupakan entitas yang berfokus pada kegiatan pengolahan bahan mentah menjadi barang jadi melalui proses produksi yang bernilai tambah. Sektor manufaktur menjadi salah satu pilar utama dalam pertumbuhan ekonomi Indonesia karena memberikan kontribusi signifikan terhadap Produk Domestik Bruto (PDB), ekspor, dan penyerapan tenaga kerja. Berdasarkan data Kementerian Perindustrian (2024), kontribusi industri manufaktur terhadap PDB nasional mencapai 18,75%, dengan subsektor makanan-minuman, kimia, farmasi, dan logam dasar sebagai penyumbang terbesar. Ciri utama perusahaan

manufaktur terletak pada struktur asetnya yang padat modal (*capital intensive*), serta kebutuhan akan efisiensi operasional dan pengelolaan keuangan yang optimal (Tanui et al., 2021). Hal ini menyebabkan sektor manufaktur sering dijadikan objek penelitian empiris yang menelaah kinerja keuangan dan nilai perusahaan di pasar modal.

Selain itu, perusahaan manufaktur memiliki karakteristik risiko yang berbeda dibandingkan sektor jasa atau perdagangan karena bergantung pada stabilitas harga bahan baku, energi, dan permintaan global. Menurut Ahmed & Sarkodie (2021), fluktuasi harga komoditas serta ketidakpastian global seperti pandemi COVID-19 berdampak langsung terhadap profitabilitas dan leverage perusahaan manufaktur. Oleh karena itu, investor cenderung memperhatikan laporan keuangan sektor ini untuk menilai kinerja jangka panjang, termasuk kemampuan perusahaan dalam menjaga likuiditas dan meningkatkan nilai pasar saham. Sektor manufaktur juga menjadi indikator penting dalam menilai daya saing industri nasional dan efektivitas kebijakan pemerintah di bidang investasi, energi, dan ekspor (Nikonenko et al., 2022). Dengan kompleksitas tersebut, sektor ini menjadi relevan untuk dikaji dalam konteks pengaruh leverage, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan menggambarkan seberapa besar pasar menilai kinerja dan prospek masa depan suatu entitas bisnis. Nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan kepercayaan investor terhadap kemampuan manajemen dalam mengelola sumber daya untuk menghasilkan keuntungan jangka panjang. Menurut Tannady et al. (2023), peningkatan nilai perusahaan mencerminkan kesejahteraan pemegang saham yang optimal karena diukur melalui harga saham yang mencerminkan ekspektasi pasar. Salah satu indikator yang umum digunakan untuk mengukur nilai perusahaan adalah *Price to Book Value* (PBV). PBV menunjukkan seberapa besar harga pasar saham dibandingkan dengan nilai buku per saham perusahaan, yang dirumuskan sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Nilai Buku per Saham (BVPS)}} \quad (1)$$

Semakin tinggi nilai PBV, semakin besar kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan di masa depan (Utami, 2021). PBV mencerminkan sejauh mana pasar memberikan penilaian lebih terhadap ekuitas yang dimiliki perusahaan dibandingkan dengan nilai tercatatnya dalam laporan keuangan. Dengan demikian, PBV sering digunakan sebagai ukuran nilai perusahaan karena mempertimbangkan sinyal pasar dan kinerja fundamental perusahaan.

Penelitian empiris terdahulu menunjukkan hasil yang bervariasi mengenai faktor-faktor yang memengaruhi PBV. Oktaviani et al. (2024) menemukan bahwa profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap PBV, sementara leverage menunjukkan pengaruh negatif. Sementara itu, Pangestuti et al. (2022) menyatakan bahwa PBV lebih dipengaruhi oleh ekspektasi investor terhadap profitabilitas masa depan dibandingkan dengan faktor keuangan internal. Perbedaan temuan ini memperlihatkan bahwa nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh kinerja keuangan saat ini, tetapi juga oleh persepsi dan ekspektasi pasar terhadap prospek jangka panjang perusahaan.

Leverage

Leverage merupakan kebijakan pendanaan perusahaan yang mengindikasikan sejauh mana perusahaan menggunakan utang untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Rasio leverage yang umum digunakan adalah *Debt to Equity Ratio* (DER), yang dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \quad (2)$$

DER menunjukkan proporsi dana yang berasal dari kreditur dibandingkan dengan modal sendiri. Menurut Akhtar et al. (2022), leverage yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui efek pengganda laba (*financial leverage effect*) selama perusahaan mampu menghasilkan laba lebih tinggi daripada biaya bunga. Namun, penggunaan utang yang berlebihan juga meningkatkan risiko kebangkrutan dan menurunkan kepercayaan investor (Arhinful et al., 2025).

Berdasarkan teori *Trade-Off*, perusahaan akan mencari struktur modal optimal di mana manfaat pajak dari utang seimbang dengan risiko kebangkrutan (Abbana & Marimuthu, 2023).

Penelitian empiris menunjukkan hasil yang beragam. Hapsari dan Mahardika (2021) menemukan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap PBV pada perusahaan manufaktur, karena investor cenderung menghindari perusahaan dengan utang tinggi. Namun, Kalbuana et al. (2021) menyatakan sebaliknya, bahwa leverage justru meningkatkan nilai perusahaan ketika dikelola dengan efisien. Variasi hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh leverage sangat tergantung pada kemampuan manajemen mengelola utang dan kondisi makroekonomi. Oleh karena itu, hipotesis pertama penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1: Leverage berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari sumber daya yang dimiliki. Rasio profitabilitas yang umum digunakan adalah *Return on Assets* (ROA), yang mengukur efisiensi perusahaan dalam menggunakan aset untuk memperoleh laba bersih. Rumus ROA adalah sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}} \quad (3)$$

Semakin tinggi nilai ROA, semakin efisien perusahaan dalam memanfaatkan asetnya untuk menghasilkan laba (Simanullang et al., 2021). Profitabilitas juga menjadi sinyal positif bagi investor karena menunjukkan kemampuan manajemen dalam menciptakan nilai ekonomi. Berdasarkan teori *Signaling* (Rachmah & Susilawati, 2024), perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung mengirimkan sinyal positif ke pasar bahwa mereka memiliki prospek pertumbuhan dan kinerja keuangan yang baik.

Hasil penelitian Rahmawati dan Sari (2022) menunjukkan bahwa ROA memiliki pengaruh positif signifikan terhadap PBV, karena peningkatan laba meningkatkan minat investor dan mendorong harga saham. Namun, penelitian Yunita & Rosihana (2025) menemukan bahwa dalam periode pascapandemi, profitabilitas tidak selalu berpengaruh signifikan karena tekanan biaya operasional dan ketidakpastian permintaan global. Dengan demikian, hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan masih berpotensi berbeda antarperiode dan sektor industri. Oleh karena itu, hipotesis kedua penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H2: Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan (*firm size*) mencerminkan besar kecilnya suatu perusahaan yang diukur berdasarkan total aset, penjualan, atau kapitalisasi pasar. Dalam konteks penelitian ini, ukuran perusahaan diukur menggunakan logaritma natural dari total aset, dengan rumus sebagai berikut:

$$SIZE = \ln(\text{Total Aset}) \quad (4)$$

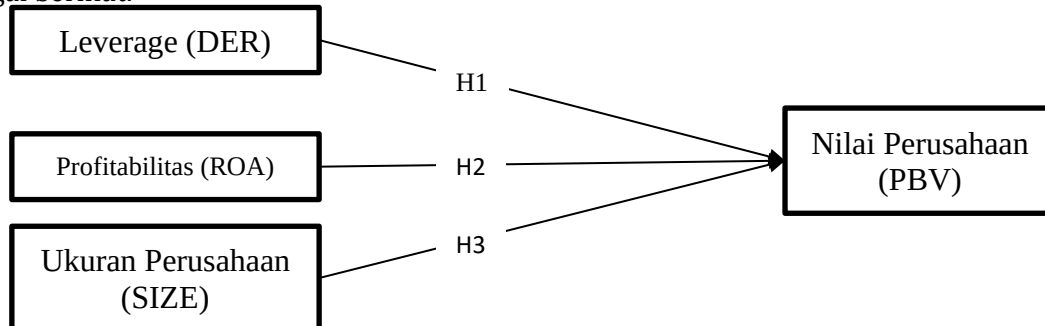
Ukuran perusahaan mencerminkan kapasitas operasional dan kemampuan perusahaan dalam menghadapi risiko bisnis. Menurut Andriani et al. (2021), perusahaan dengan aset besar cenderung memiliki akses yang lebih mudah terhadap sumber pendanaan eksternal serta kepercayaan yang lebih tinggi dari investor. Hal ini dapat meningkatkan stabilitas keuangan dan pada akhirnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Selain itu, perusahaan besar umumnya memiliki sistem tata kelola yang lebih baik dan diversifikasi bisnis yang lebih luas, sehingga risiko kebangkrutan lebih kecil dibandingkan perusahaan kecil (Li et al., 2021).

Namun, penelitian empiris menunjukkan hasil yang tidak selalu konsisten. Pradanimas & Sucipto (2022) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan penelitian oleh Gayatri et al. (2025) menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan karena sebagian aset belum dioptimalkan untuk meningkatkan laba. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya aset tidak selalu menjamin

peningkatan nilai pasar, terutama pada perusahaan dengan efisiensi rendah. Berdasarkan teori *Firm Growth* dan hasil-hasil penelitian tersebut, maka hipotesis ketiga penelitian ini adalah:

H3: Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur

Berdasarkan pengembangan hipotesis di atas, diperoleh kerangka penelitian meliputi sebagai berikut.



Gambar 1. Kerangka Penelitian

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif-deskriptif yang bertujuan untuk menguji pengaruh antar variabel keuangan secara empiris berdasarkan data numerik. Pendekatan kuantitatif dipilih karena mampu memberikan gambaran objektif mengenai hubungan antara variabel independen (leverage, profitabilitas, dan ukuran perusahaan) terhadap variabel dependen (nilai perusahaan) melalui analisis statistik. Sementara sifat deskriptifnya digunakan untuk menjelaskan karakteristik data dan tren keuangan perusahaan manufaktur yang diamati selama periode penelitian. Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya menggambarkan kondisi keuangan secara umum, tetapi juga mengidentifikasi pengaruh signifikan yang dapat menjelaskan variasi nilai perusahaan di pasar modal Indonesia.

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam Situs resmi www.idx.co.id untuk memperoleh annual report dan financial statements setiap perusahaan selama periode 2019–2024. Dari total populasi lebih dari 190 perusahaan manufaktur, penelitian ini menggunakan teknik purposive sampling, yaitu teknik pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang disesuaikan dengan tujuan penelitian. Adapun kriteria yang digunakan meliputi:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sebelum tahun 2019 dan tetap aktif hingga 2024.
2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan lengkap selama enam tahun pengamatan (2019–2024).
3. Perusahaan yang memiliki data yang dibutuhkan untuk menghitung variabel penelitian (total utang, total ekuitas, total aset, laba bersih, dan harga saham).

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 21 perusahaan manufaktur yang memenuhi persyaratan dan memiliki laporan keuangan lengkap selama periode penelitian.

Tabel 1. Kriteria Pengambilan Sampel

Kriteria Seleksi Sampel	Jumlah Perusahaan
Total populasi perusahaan manufaktur di BEI	195
Perusahaan dengan data laporan keuangan lengkap (2019–2024)	21
Periode observasi (6 tahun: 2019–2024)	6
Total Observasi (21 × 6 tahun)	126 observasi

Metode analisis utama yang digunakan adalah regresi data panel, yaitu teknik statistik yang menggabungkan data *cross-section* (beberapa perusahaan) dan *time series* (periode waktu 2019–2024). Metode ini dipilih karena memberikan keunggulan dalam menangkap dinamika perubahan antar waktu sekaligus mengontrol perbedaan karakteristik individu perusahaan (heterogenitas). Model regresi data panel memungkinkan peneliti memperoleh estimasi parameter yang lebih efisien serta mengidentifikasi efek tetap (*Fixed Effect Model*—FEM) maupun

efek acak (*Random Effect Model*—REM) yang mungkin muncul selama periode pengamatan. Pemilihan model terbaik dilakukan melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier (LM).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Hasil pengujian model dalam penelitian ini menunjukkan bahwa pendekatan Random Effect Model (REM) merupakan model yang paling tepat digunakan dalam analisis regresi data panel. Tiga pengujian yang dilakukan meliputi Chow Test, Hausman Test, dan Lagrange Multiplier (LM) Test, masing-masing dengan hasil probabilitas yang ditampilkan pada tabel berikut:

Tabel 2. Pemilihan Model

Pengujian	Hasil Prob.
Chow	0.00
Hausman	0.392
Lagrange Multiplier	0.00

Sumber : Savitri et al. (2021) dan Olahan EViews (2025)

Uji pertama yang dilakukan adalah Chow Test, dengan hasil probabilitas sebesar 0,00 ($< 0,05$). Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan signifikan antara model *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM). Dengan demikian, hipotesis nol (H_0) ditolak dan model yang lebih sesuai untuk tahap selanjutnya adalah Fixed Effect Model (FEM). Artinya, terdapat pengaruh karakteristik individual (perusahaan) yang tidak dapat dijelaskan hanya oleh model umum (CEM). Selanjutnya, dilakukan Hausman Test untuk membandingkan model FEM dengan *Random Effect Model* (REM). Hasil pengujian menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,392 ($> 0,05$), sehingga hipotesis nol (H_0) diterima. Artinya, tidak terdapat perbedaan signifikan antara FEM dan REM, dan model REM lebih efisien dibandingkan FEM karena dapat menangkap variasi antarperusahaan tanpa mengorbankan efisiensi estimasi.

Untuk memastikan model terbaik antara CEM dan REM, dilakukan Lagrange Multiplier (LM) Test. Hasil uji LM menunjukkan probabilitas sebesar 0,00 ($< 0,05$), yang berarti model REM lebih baik dibandingkan CEM. Dengan demikian, hasil keseluruhan pengujian menyimpulkan bahwa model yang paling tepat dan efisien untuk digunakan dalam penelitian ini adalah Random Effect Model (REM). Pemilihan model REM menunjukkan bahwa perbedaan antar perusahaan manufaktur dalam penelitian ini lebih bersifat acak dan tidak sistematis, sehingga variasi antar unit dapat dijelaskan secara efisien oleh model. Dengan kata lain, karakteristik masing-masing perusahaan (seperti skala usaha, struktur modal, dan strategi operasional) memberikan kontribusi acak terhadap nilai perusahaan, tanpa harus diasumsikan memiliki efek tetap dalam setiap periode.

Dependent Variable: PBV
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 10/10/25 Time: 12:52
 Sample: 2019 2024
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 21
 Total panel (balanced) observations: 126
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	28509.68	14682.32	1.941770	0.0545
DER	580.9299	198.7606	2.922761	0.0041
ROA	-3342.654	3347.829	-0.998454	0.3200
SIZE	-2620.295	1428.556	-1.834226	0.0691
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			3580.945	0.9905
Idiosyncratic random			350.9352	0.0095
Weighted Statistics				
Root MSE	345.3169	R-squared		0.085058
Mean dependent var	120.1355	Adjusted R-squared		0.062559
S.D. dependent var	362.4526	S.E. of regression		350.9322
Sum squared resid	15024713	F-statistic		3.780577
Durbin-Watson stat	2.004190	Prob(F-statistic)		0.012341

Sumber : Data Diolah EViews (2025)

Gambar 3. Hasil Output Regresi Data Panel Model Random Effect Model (REM)

Berdasarkan hasil output yang disajikan pada gambar 3, diperoleh estimasi Persamaan Regresi Data Panel Random Effect Model (REM) sebagai berikut.

$$PBV = 28509.68 + 580.9299(DER) - 3342.654(ROA) - 2620.295(SIZE) + e$$

Keterangan :

PBV = Nilai Perusahaan (*Price to Book Value*)

DER = Leverage (*Debt to Equity Ratio*)

ROA = Profitabilitas (*Return on Assets*)

SIZE = Ukuran Perusahaan (Ln Total Aset)

e = Error term Berdasarkan estimasi persamaan regresi di atas, diperoleh:

1. Konstanta (C) sebesar 28.509,68 menunjukkan bahwa jika Leverage (DER), Profitabilitas (ROA), dan Ukuran Perusahaan (SIZE) bernilai nol, maka *Price to Book Value* (PBV) perusahaan manufaktur diperkirakan sebesar 28.509,68. Nilai ini menjadi baseline nilai perusahaan ketika variabel-variabel keuangan utama tidak memberikan pengaruh terhadap harga saham.
2. Leverage (DER) memiliki koefisien positif sebesar 580,93 dengan nilai probabilitas 0,0041 (< 0,05), yang berarti setiap kenaikan 1 unit DER akan meningkatkan PBV sebesar 580,93 poin.
3. Profitabilitas (ROA) memiliki koefisien negatif sebesar -3342,65 dengan nilai probabilitas 0,3200 (> 0,05). Hasil ini menunjukkan bahwa setiap peningkatan ROA sebesar 1 unit justru menurunkan PBV sebesar 3.342,65 poin.
4. Ukuran Perusahaan (SIZE) memiliki koefisien negatif sebesar -2620,30 dengan nilai probabilitas 0,0691 (> 0,05). Ini berarti bahwa setiap peningkatan Ln Total Aset sebesar 1 unit akan menurunkan PBV sebesar 2.620,30 poin.

Uji Hipotesis

Pengujian ini didasarkan pada nilai t-hitung dibandingkan dengan t-tabel sebesar 1,982 pada taraf signifikansi 5%, serta didukung oleh nilai p-value.

Tabel 3. Pengujian Hipotesis Regresi Data Panel Model REM

Hipotesis	t hitung	P-Value	Keputusan
H1	2.922761	0.0041	Diterima
H2	-0.99845	0.32	Ditolak
H3	-1.83423	0.0691	Ditolak

Berdasarkan hasil pengujian regresi data panel menggunakan Random Effect Model (REM), hanya H1 yang diterima, sedangkan H2 dan H3 ditolak. Hal ini dapat dilihat dari nilai *p-value* masing-masing variabel. Hipotesis H1 memiliki nilai *p-value* 0,0041 (< 0,05), yang berarti signifikan secara statistik, sedangkan H2 dan H3 memiliki nilai *p-value* 0,32 dan 0,0691 yang lebih besar dari 0,05, sehingga dinyatakan tidak signifikan.

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) yang digunakan pada Adjusted R-squared karena model melibatkan lebih dari satu variabel independen, sehingga memberikan ukuran yang lebih akurat dibanding R-squared biasa.

Tabel 4. Hasil Koefisien Determinasi (R^2)

Adjusted R-squared	0.06255
---------------------------	---------

Nilai Adjusted R-squared sebesar 0,06255 menunjukkan bahwa variabel independen yang digunakan dalam model ini, yaitu Leverage (DER), Profitabilitas (ROA), dan Ukuran Perusahaan (SIZE), hanya mampu menjelaskan sekitar 6,26% variasi Nilai Perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2019–2024. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan model dalam menjelaskan hubungan antara ketiga variabel tersebut terhadap PBV tergolong rendah, meskipun Leverage terbukti memiliki pengaruh signifikan secara parsial terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, masih terdapat sekitar 93,74% variasi PBV yang dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian ini.

Pembahasan

Pengaruh Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian terhadap hipotesis pertama menunjukkan bahwa Leverage (DER) tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur selama periode 2019–2024 (*t* hitung = 0,29875; *p-value* = 0,766). Artinya, perubahan struktur modal melalui peningkatan atau penurunan proporsi utang terhadap ekuitas tidak memberikan dampak yang berarti terhadap nilai pasar saham. Hasil ini tidak sejalan dengan teori *Trade-Off* yang dikemukakan oleh Pangestu et al. (2022), yang menyatakan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena manfaat pajak dari beban bunga. Penelitian ini juga bertentangan dengan temuan Santi & Sudarsi (2024) yang menunjukkan bahwa leverage berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan di sektor manufaktur Indonesia.

Kemungkinan ketidaksignifikan pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan disebabkan oleh kondisi ekonomi yang fluktuatif pascapandemi COVID-19, di mana investor lebih berhati-hati menilai perusahaan dengan tingkat utang tinggi (Baines & Hager, 2021). Selain itu, kebijakan pembatasan utang (*debt covenant*) dan peningkatan suku bunga juga membatasi peran leverage sebagai alat peningkat nilai. Hal ini sejalan dengan penelitian Wu & Xie (2024) yang menemukan bahwa leverage yang terlalu tinggi justru menurunkan kepercayaan investor karena meningkatnya risiko gagal bayar. Dengan demikian, hasil ini menunjukkan bahwa dalam konteks perusahaan manufaktur Indonesia, penggunaan utang belum tentu meningkatkan nilai pasar, terutama jika tidak diimbangi dengan efisiensi operasional dan kemampuan manajemen risiko keuangan yang baik.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis kedua menunjukkan bahwa Profitabilitas (ROA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (PBV) (*t* hitung = -2.2222; *p-value* = 0.028). Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat laba yang diperoleh perusahaan dari total asetnya, justru diikuti oleh penurunan rasio PBV. Secara teoritis, hal ini dapat dijelaskan melalui *Signaling Theory* (Binz, 2022), di mana profitabilitas tinggi tidak selalu menjadi sinyal positif bagi investor jika disertai peningkatan risiko biaya operasional, inefisiensi manajerial, atau ketidakpastian dalam distribusi laba. Dalam konteks manufaktur, peningkatan laba dapat berasal dari kenaikan harga jual atau pengurangan biaya produksi sementara yang tidak berkelanjutan, sehingga pasar menilai profitabilitas tersebut kurang stabil (Hariyanto et al., 2025).

Hasil ini juga selaras dengan penelitian Bocanet et al. (2021) yang menemukan bahwa profitabilitas tidak selalu meningkatkan nilai perusahaan, terutama dalam periode pascapandemi ketika laba cenderung berfluktuasi akibat gangguan rantai pasokan global. Investor mungkin

menilai bahwa peningkatan ROA tidak menjamin pertumbuhan jangka panjang karena bisa jadi berasal dari efisiensi sementara, bukan inovasi berkelanjutan. Oleh karena itu, perusahaan disarankan untuk memperkuat kualitas profitabilitas melalui peningkatan produktivitas dan pengendalian biaya, bukan sekadar mengejar peningkatan laba jangka pendek.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis ketiga menunjukkan bahwa Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (PBV) (t hitung = 5.84005; p -value = 0.000). Artinya, semakin besar total aset yang dimiliki perusahaan, semakin tinggi nilai perusahaan di pasar modal. Hasil ini sesuai dengan teori *Firm Growth* dan *Signaling Theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki stabilitas keuangan, akses pendanaan eksternal yang lebih luas, dan tingkat kepercayaan investor yang lebih tinggi (Pratiwi & Anindita, 2021). Perusahaan berukuran besar juga dianggap memiliki kemampuan bertahan menghadapi tekanan ekonomi dan fluktuasi pasar yang lebih baik dibandingkan perusahaan kecil (Rashid & Ratten, 2021).

Temuan ini memperkuat penelitian Jannah & Sartika (2022) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena ukuran yang besar menandakan efisiensi operasional dan tata kelola keuangan yang baik. Dalam konteks industri manufaktur, aset besar menunjukkan kemampuan ekspansi dan investasi dalam teknologi serta diversifikasi produk yang mendukung peningkatan nilai pasar. Dengan demikian, hasil ini menegaskan bahwa ukuran perusahaan merupakan faktor penting dalam meningkatkan kepercayaan investor, yang pada akhirnya berdampak positif terhadap peningkatan *Price to Book Value (PBV)*.

KESIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa, dalam konteks perusahaan manufaktur BEI periode 2019–2024, leverage (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV) ketika diestimasi dengan Random Effect Model (REM). Sebaliknya, profitabilitas (ROA) dan ukuran perusahaan (SIZE) menunjukkan pengaruh negatif namun tidak signifikan. Hasil ini menandakan bahwa pasar lebih responsif terhadap sinyal kebijakan pendanaan khususnya struktur utang-ekuitas dibandingkan indikator laba dan skala aset selama masa pemulihan pascapandemi. Nilai Adjusted R-squared = 0,06255 menunjukkan kemampuan jelaskan model yang rendah; dengan demikian, determinan nilai perusahaan manufaktur pada periode ini lebih banyak ditentukan oleh faktor lain seperti kebijakan dividen, risiko pasar, struktur kepemilikan, serta kondisi makroekonomi dan sentimen investor.

Implikasi praktisnya, manajemen perlu menata struktur modal yang optimal dengan memanfaatkan tax shield dari utang tanpa melampaui batas risiko kebangkrutan, sekaligus meningkatkan kualitas profit melalui efisiensi operasional yang berkelanjutan, pengendalian biaya, dan strategi pertumbuhan yang konsisten. Bagi peneliti selanjutnya, disarankan memperluas model dengan memasukkan variabel tata kelola (GCG), kebijakan dividen, pertumbuhan penjualan, dan faktor risiko pasar, serta mempertimbangkan pendekatan metodologis alternatif (mis. dynamic panel/GMM, moderasi atau mediasi) untuk meningkatkan daya jelaskan dan menangkap mekanisme kausal yang lebih kaya.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbana, S., & Marimuthu, F. (2023). Financing of state-owned entities: can the trade-off theory explain the debt structure?. *International Journal of Entrepreneurship and Sustainability Studies*, 3(1), 62.
- Afinindy, I., Salim, U., & Ratnawati, K. (2021). The effect of profitability, firm size, liquidity, sales growth on firm value mediated capital structure. *International Journal of Business, Economics and Law*, 24(4), 15-22.
- Ahmed, M. Y., & Sarkodie, S. A. (2021). COVID-19 pandemic and economic policy uncertainty regimes affect commodity market volatility. *Resources policy*, 74, 102303.

- Akhtar, M., Yusheng, K., Haris, M., Ain, Q. U., & Javaid, H. M. (2022). Impact of financial leverage on sustainable growth, market performance, and profitability. *Economic Change and Restructuring*, 55(2), 737-774.
- Alifian, D., & Susilo, D. E. (2024). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan. *Owner: Riset dan Jurnal Akuntansi*, 8(1), 46-55.
- Andriani, B., Nurnajamuddin, M., & Rosyadah, K. (2021). Does profitability, firm size, and investment opportunity set affect earnings quality?. *Jurnal Akuntansi*, 25(1), 54-69.
- Arhinful, R., Gyamfi, B. A., Mensah, L., & Obeng, H. A. (2025). Non-performing loans and their impact on investor confidence: A Signaling Theory perspective—Evidence from US Banks. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(7), 383.
- Ariwangsa, I. G. O., & Niron, V. C. (2024). Profitabilitas dan transparansi dalam meningkatkan nilai Perusahaan. *EconBank: Journal of Economics and Banking*, 6(1), 118-125.
- Askarany, D., & Mao, W. (2024). The interplay of internal and external factors on corporate performance during the COVID-19 pandemic: an empirical analysis of US-listed companies. *Corporate Ownership & Control*, 21(3), 174-190.
- Baines, J., & Hager, S. B. (2021). The great debt divergence and its implications for the Covid-19 crisis: Mapping corporate leverage as power. *New political economy*, 26(5), 885-901.
- Binz, O. (2022). Managerial response to macroeconomic uncertainty: implications for firm profitability. *The Accounting Review*, 97(5), 89-117.
- Bocanet, A., Alpenidze, O., & Badran, O. (2021). Business analysis in post-pandemic era. *Academy of Strategic Management Journal*, 20(4), 1-9.
- Dvorsky, J., Belas, J., Gavurova, B., & Brabenec, T. (2021). Business risk management in the context of small and medium-sized enterprises. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34(1), 1690-1708.
- Gayatri, N. P. A. P., Musmini, L. S., & Adiputra, I. M. P. (2025). Ukuran Perusahaan Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Asing Dan Komisaris Independen Terhadap Kebijakan Dividen di Indonesia. *Owner: Riset dan Jurnal Akuntansi*, 9(3), 1667-1689.
- Hajiyevev, N., Abdullayeva, S., & Abdullayeva, E. (2024). Financial stability strategies for oil companies amidst high volatility in the global oil products market. *Energy Strategy Reviews*, 53, 101377.
- Handoyo, S., Suharman, H., Ghani, E. K., & Soedarsono, S. (2023). A business strategy, operational efficiency, ownership structure, and manufacturing performance: The moderating role of market uncertainty and competition intensity and its implication on open innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 9(2), 100039.
- Hariyanto, D. M., Pradita, R., Jaya, R., Yanuardi, F. V., & Nur, A. (2025). Pengaruh Alokasi Biaya Produksi, Skala Ekonomi, Dan Inovasi Produk Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur. *Journal ANC*, 1(3), 212-222.
- Hidayat, I., & Khotimah, K. (2022). Pengaruh profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan sub sektor kimia. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 10(1), 1-8.
- Jannah, S. M., & Sartika, F. (2022). The effect of good corporate governance and company size on firm value: Financial performance as an intervening variable. *International Journal of Research in Business and Social Science*, 11(2), 241-251.
- Kalbuana, N., Prasetyo, B., Asih, P., Arnas, Y., Simbolon, S. L., Abdusshomad, A., ... & Mahdi, F. M. (2021). Earnings management is affected by firm size, leverage and roa: Evidence from Indonesia. *Academy of Strategic Management Journal*, 20, 1-12.

- Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. (2024). Kinerja industri pengolahan nonmigas dan kontribusi terhadap PDB 2024.
- Li, Z., Crook, J., Andreeva, G., & Tang, Y. (2021). Predicting the risk of financial distress using corporate governance measures. *Pacific-Basin Finance Journal*, 68, 101334.
- Margono, F. P., & Gantino, R. (2021). The influence of firm size, leverage, profitability, and dividend policy on firm value of companies in indonesia stock exchange. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 10(2), 45-61.
- Nikonenko, U., Shtets, T., Kalinin, A., Dorosh, I., & Sokolik, L. (2022). Assessing the Policy of Attracting Investments in the Main Sectors of the Economy in the Context of Introducing Aspects of Industry 4.0. *International Journal of Sustainable Development & Planning*, 17(2).
- Oktaviani, D., Satriansyah, A., & Widianingrum, E. (2024). The effect of profitability, company size and leverage on company value. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 12(2), 207-218.
- Pangestu, J. C., Margaretha, P., & Valentino, T. (2022). Analisis Beban Iklan, Pertumbuhan Penjualan, Dan Tingkat Utang Perusahaan Pada Nilai Perusahaan Selama Masa Pandemi Covid-19. *Jurnal Apresiasi Ekonomi*, 10(2), 240-248.
- Pangestuti, D. C., Muktiyanto, A., & Geraldina, I. (2022). Role of profitability, business risk, and intellectual capital in increasing firm value. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 37(3), 311-338.
- Pradanimas, A., & Sucipto, A. (2022). Pengaruh ukuran Perusahaan, profitabilitas dan leverage terhadap harga saham dengan nilai perusahaan sebagai variabel intervening. *Briliant: Jurnal Riset Dan Konseptual*, 7(1), 93-104.
- Pramadhaningtyas, E. R. (2024). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Kepemilikan Asing, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *EXERO: Journal of Research in Business and Economics*, 7(1), 16-42.
- Rachmah, N. A., & Susilawati, C. D. K. (2024). Likuiditas, Leverage, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Otomotif. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Keuangan*, 13(2), 128-140.
- Rashid, S., & Ratten, V. (2021). Entrepreneurial ecosystems during COVID-19: the survival of small businesses using dynamic capabilities. *World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, 17(3), 457-476.
- Ricca, L. T., Jucá, M. N., & Junior, E. H. (2021). Tax benefit and bankruptcy cost of debt. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 81, 82-92.
- Santi, K. K., & Sudarsi, S. (2024). PENGARUH LIKUIDITAS, PROFITABILITAS, LEVERAGE DAN AKTIVITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2022). *Jesya (Jurnal Ekonomi dan Ekonomi Syariah)*, 7(1), 146-158.
- Savitri, C., Faddila, S. P., Irmawartini, I., Iswari, H. R., Anam, C., Syah, S., .. & Siregar, M. T. (2021). Statistik multivariat dalam riset.
- Simanullang, C. D., Edward, Y. R., Ginting, R. R., & Simorangkir, E. N. (2021). The effect of return on assets (ROA) and return on equity (ROE) on company value with capital structure as moderating variables in banking companies listed on the indonesia stock exchange. *International Journal of Business, Economics and Law*, 24(6), 129-134.
- Tannady, H., Pahlawi, N., Hernawan, M. A., Arta, D. N. C., & Yusuf, S. D. (2023). Role of Stock Performance as an Intervening Variable in a Relationship Between Profitability, Leverage,

Growth and Company Value. JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi), 9(2), 220-225.

Tanui, P. J., Omare, D., & Omondi, M. A. (2021). Asset Structure, Corporate Governance, Capital Structure and Financial Performance of Construction and Manufacturing Firms Listed In Kenya.

Utami, W. B. (2021). Influence of Investment Decisions (PER), Policy of Dividend (DPR) and Interest Rate against Firm Value (PBV) at a Registered Manufacturing Company on Indonesia Stock Exchange in 2015-2018. *Annals of the Romanian Society for Cell Biology*, 25(1), 1972-1984.

Wu, M., & Xie, D. (2024). The impact of ESG performance on the credit risk of listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchanges. *Green Finance*, 6(2), 199.

Yunita, R., & Rosihana, A. D. (2025). Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Sektor Kesehatan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2022-2024. *Jurnal Penelitian Ilmiah Multidisipliner*, 2(03), 456-457.