

Relasi Faktor Internal dan Nilai Perusahaan Subsektor Makanan dan Minuman di Indonesia

Viktor Julianto^a, Arif Budi Satrio^{b*}

^{a, b}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Widya Dharma Pontianak,

Email: ^aviktorjulianto21@gmail.com, ^{b*}arif@widyadharm.ac.id

*corresponding author

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor internal perusahaan yang mencakup efisiensi aset, struktur modal, profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan pada perubahan nilai perusahaan di Indonesia, dengan mengambil sampel pada 41 perusahaan industri makanan dan minuman. Analisis dilakukan selama periode 2016 hingga 2020. Penelitian asosiatif ini diuji dengan *fixed* dan *random effect* model. Hasil penelitian ini menemukan bahwa efisiensi aset menjadi faktor utama dalam menentukan baik buruknya nilai perusahaan. Perusahaan berukuran kecil memiliki potensi peningkatan nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan besar.

Kata kunci: *asset turnover, capital structure, profitability, liquidity, size, firm value*

PENDAHULUAN

Terbentuknya perusahaan semestinya dengan tujuan yang jelas, yang salah satunya memakmurkan pemilik. Manajer dalam hal ini memiliki tugas dan tanggung jawab dalam memaksimalkan pengembalian (*return*) pemegang saham (*Shareholder Theory* (Friedman, 1970). Upaya yang dapat dilakukan manajemen yakni dengan cara meningkatkan kinerja keuangannya. Indikator peningkatannya dapat dianalisis dengan efisiensi aset (*total asset turnover* (Nasifah, Halim, & Sari, 2018; Kahfi, Pramoto & Aminah, 2018)), struktur modal (Rambe, 2021; Putri & Sari, 2020; Sutriyono, Sari &), profitabilitas (Satrio, 2022; Dhani & Utama, 2017; Pantow, Murni & Trang, 2015), likuiditas (Marsha & Murtaqi, 2017; Firnanda & Oetomo, 2016), dan ukuran perusahaan (Satrio, 2021, 2022; Siahaan, 2013; Gill & Obradovich, 2012).

Perusahaan besar dengan efisiensi pemanfaatan aset dan perolehan laba yang besar dapat menarik investor dalam berinvestasi karena dinilai mampu untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham (*shareholder*). Semakin besar utang yang diperoleh maka semakin besar manfaat pajak (Modigliani & Miller, 1963). Penggunaan utang dan tingginya aset lancar dalam hal ini semestinya dapat direspon positif oleh publik. Meskipun demikian, bukti empiris tidak selalu konsisten dalam menjelaskan perubahan nilai perusahaan. Ketidakkonstanan bukti empiris pada efisiensi pemanfaatan aset (Santoso, Lako, & Rustam, 2020; Bhullar, 2017; Chowdhury & Chowdhury, 2008), profitabilitas (Hirdinis, 2019; Sucuahi & Cambarihan, 2016; Aggarwal & Padhan, 2017), struktur modal (Putri & Rahyuda, 2019; Vo & Ellis, 2017; Rizqia, Aisjah & Sumiati, 2013), likuiditas (Reschiwati, Syahdina & Handayani; Husna & Satria, 2019), dan *firm size* (Hirdinis, 2019; Setiadharm & Machall, 2019; Lumapow & Tumiwa, 2013).

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris terbaru relasi faktor internal perusahaan dalam memprediksi perubahan nilai perusahaan dengan mengambil sampel pada Subsektor Makanan dan Minuman di Indonesia yang

memiliki peran penting bagi perekonomian. Pada bagian berikutnya, artikel ini disusun sebagai berikut. Bagian kedua dibahas kajian literatur dengan tujuan untuk membangun hipotesis. Pembahasan metode penelitian disajikan pada bagian ketiga. Diskusi terkait hasil dan simpulan disajikan pada bagian keempat dan kelima.

KAJIAN LITERATUR

Shareholder, Agency, dan Signaling Theory

Tanggung jawab manajer yang paling mendasar adalah memaksimalkan *return shareholder* serta mengutamakan kepentingan *shareholder* (*Shareholder Theory* (Friedman, 1970)) meskipun kepentingan *stakeholder* tidak dapat diabaikan (*Stakeholder Theory* (Freeman, 1984)). Pemegang saham merupakan pemilik utama aset dalam perusahaan, untuk itu manajer diharapkan dapat melindungi serta meningkatkan nilai aset demi kepentingan pemegang saham (O'Connell & Ward, 2020).

Peningkatan nilai perusahaan yang semestinya menjadi tujuan utama, tidak terelakkan dari permasalahan keagenan. Permasalahan ini terjelaskan melalui *agency theory* menjelaskan hubungan dan konflik keagenan khususnya antara pemilik (*principal*) yang mempekerjakan dan memberikan wewenang kepada manajer (*agen*) dalam membuat keputusan (Jensen & Meckling, 1976). Pihak manajemen perusahaan akan cenderung bertindak sebagai pemuas kepentingan pribadi melalui pemaksimalan profit yang bersifat jangka pendek dibanding bertindak ke arah memaksimalkan kekayaan para pemegang saham (Harmono, 2011: 2). Kondisi ini menyebabkan timbulnya biaya keagenan berupa biaya pemantauan oleh pemilik (*principal*), pengeluaran biaya ikatan oleh manajer (*agen*), dan sisa kerugian.

Untuk meyakinkan publik dengan tujuan meningkatkan nilai perusahaan, pemberian informasi (*signaling theory*) menjadi faktor penting. Connelly et al., (2011: 39) menunjukkan pentingnya pemberian sinyal yakni untuk menggambarkan perilaku antara pihak-pihak terkait dengan adanya informasi walaupun mereka memiliki akses yang berbeda atas informasi ini. Adanya ketimpangan informasi (Akerlof, 1970), menyebabkan pemberian sinyal penting bagi pihak yang tidak terinformasi. Manajer (*agent*) perusahaan umumnya memiliki informasi yang memadai dibandingkan dengan pihak luar sehingga perlu menggunakan informasi-informasi tertentu untuk memberi sinyal kualitas perusahaan mereka (Gumanti, 2009: 1). Pemberian sinyal ini penting untuk mengurangi ketimpangan informasi (*asymmetric information*), sehingga investor maupun kreditur dapat lebih mengetahui kondisi perusahaan.

Salah satu upaya yang dapat dilakukan oleh manajer dalam memberikan informasi ke publik adalah dengan informasi keuangan. Informasi terkait kinerja dan kondisi keuangan perusahaan merupakan upaya yang dapat dilakukan oleh manajer dalam meningkatkan nilai perusahaannya. Nilai perusahaan menjadi cerminan gambaran mengenai kinerja keseluruhan pada perusahaan (Harmono, 2011: 233; Kusumajaya, 2011: 34).

Efisiensi Aset dan Nilai Perusahaan

Efisiensi aset tampak pada perputaran aset, yang mengukur besarnya penjualan berdasarkan perputaran dari total aset. Perputaran aset yang semakin meningkat menunjukkan aset terkelola dengan baik. Kinerja keuangan perusahaan akan meningkat seiring dengan jumlah penjualan yang didapat berdasarkan tiap Rupiah dari seluruh aktivitas total aset (Kasmir, 2019: 188). Kondisi ini merupakan *signal* positif bagi publik. Perusahaan yang memiliki perputaran aset rendah berpeluang mengalami *agency cost* yang tinggi antara manajer dan pemegang saham (Florackis, 2008: 45 & 56).

Peningkatan efisiensi membuat kepercayaan investor terhadap keefektifan perusahaan dalam mengelola seluruh asetnya dan memicu minat investor untuk berinvestasi semakin tinggi, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan oleh Nasifah, Halim & Sari (2018) dan Kahfi, Pramoto & Aminah (2018). Dengan demikian, maka penulis membangun hipotesis yang pertama sebagai berikut: H₁: *Asset turnover* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

Relasi struktur modal dan nilai perusahaan dapat ditinjau dari Modigliani & Miller (MM) *theory*. Modigliani & Miller (1958) mengemukakan bahwa nilai pada suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Ini berarti, pengelolaan sumber pendanaan perusahaan tidak ada kaitannya dengan kegiatan operasional yang dilakukan oleh perusahaan, termasuk dalam perolehan laba yang maksimal. Untuk itu manajer tidak perlu melakukan perencanaan terhadap struktur modal karena dianggap tidak memengaruhi kinerja dan nilai perusahaan (Harjito & Martono, 2014: 10). Pendapat tersebut kemudian dilakukan revisi dengan memasukkan unsur pajak dan bunga yang berlaku. Perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* tinggi cenderung mendapatkan perolehan laba yang lebih besar ketimbang perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* kecil (Modigliani & Miller, 1963).

Teori struktur modal dengan pertimbangan pajak ini menjelaskan peranan utang pada nilai perusahaan. Semakin banyak proporsi utang yang digunakan maka dapat menjadi salah satu penyebab semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan proporsi utang yang tinggi membuat beban utang pada bunga juga ikut naik, sehingga beban bunga yang dibayarkan dapat meringankan beban pajak perusahaan. Manfaat pajak merupakan keuntungan bagi pemegang saham, sehingga nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan kenaikan harga saham di pasar dapat meningkat (Harjito & Martono, 2014: 10-11).

Selain manfaat berupa penghematan pajak, meningkatnya penggunaan utang juga penting pada tata kelola perusahaan. Penggunaan utang dapat menyebabkan manajemen lebih termotivasi untuk bekerja lebih aktif dan kreatif sebab dibebani untuk membayar kewajibannya (Kasmir, 2019: 152-153). Dengan begitu, dapat dirangkum bahwa struktur modal yang meningkat merupakan *signal* yang disampaikan perusahaan ke publik, yang kemudian akan meningkatkan nilai

perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan penelitian terdahulu (Putri & Sari (2020), Sutriyono, Sari & Rambe (2021)).

H₂: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Profitabilitas dan Nilai Perusahaan

Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dengan seluruh aset yang dimiliki perusahaan (Sudana, 2011: 22). Indikatornya dapat dengan *return on asset* (ROA). Semakin tinggi rasio ini, mengartikan bahwa perusahaan memiliki efisiensi yang tinggi dalam mengelola aset perusahaannya (Sudana, 2011: 22).

Profitabilitas yang semakin meningkat merupakan *signal* positif yang diberikan perusahaan kepada pasar, karena dengan perolehan laba yang besar perusahaan dapat memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham (*shareholder*) melalui tingkat pengembalian (*return*) yang besar. Perusahaan dengan tingkat *return* yang besar menjadi pilihan investasi investor karena dapat memberikan keuntungan yang besar. Pandangan investor yang positif mendorong meningkatnya permintaan saham di bursa dan pada gilirannya diikuti dengan peningkatan nilai perusahaan. Hal ini diperkuat dengan penelitian terdahulu (Dhani & Utama (2017) dan Pantow, Murni & Trang (2015)). Berdasarkan logika ini, maka penulis membangun hipotesis ketiga sebagai berikut:

H₃: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Likuiditas dan Nilai Perusahaan

Likuiditas menjadi indikator internal yang penting sebab menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi utang jangka pendeknya (Fahmi, 2015: 121). Selain keterjaminan kewajiban jangka pendek, perusahaan yang likuid akan memiliki modal kerja yang memadai.

Ketersediaan aset lancar yang memadai akan menimbulkan kepercayaan dari pihak luar khususnya terkait keberlangsungan operasional perusahaan (Kasmir, 2019: 253). Dengan demikian, semakin terjaminnya likuiditas dapat memberikan kesan yang positif bagi publik, sehingga dapat menjadi *signal* untuk menarik minat investor untuk berinvestasi yang kemudian dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan oleh Marsha & Murtaqi (2017), Firnanda & Oetomo (2016). Berdasarkan uraian ini, maka dibangun hipotesis yang keempat sebagai berikut:

H₄: Likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Ukuran Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Ukuran perusahaan diartikan sebagai besar kecilnya usaha suatu perusahaan (Monoarfa, 2018: 36). Berdasarkan Undang-undang No. 20 (2008), skala ini dikategorikan menjadi empat jenis yakni, perusahaan berskala besar, sedang, kecil dan mikro yang ditentukan melalui besarnya kekayaan bersih dan penjualan tahunan. Perusahaan yang besar memiliki arus kas yang positif untuk jangka waktu yang panjang, serta lebih stabil dalam memaksimalkan kinerja keuangannya (Monoarfa, 2018: 38).

Kestabilan keuangan yang terlihat dari besarnya skala perusahaan menjadi informasi yang penting bagi investor, karena menggambarkan perusahaan sedang dalam masa pertumbuhan dan perkembangan yang baik (Hirdinis, 2019: 176). Dengan demikian, investor tentu memilih untuk berinvestasi pada perusahaan besar karena selain dinilai stabil, perusahaan besar juga memberi *signal* positif mengenai prospek kinerjanya di masa depan kepada publik. Peningkatan nilai perusahaan dalam hal ini karena adanya kenaikan permintaan saham di pasar modal (Hirdinis, 2019: 180). Adanya relasi positif ukuran dan nilai perusahaan dibuktikan oleh Siahaan (2013) dan Gill & Obradovich (2012). Berdasarkan ini, maka dibangun hipotesis yang kelima sebagai berikut:

H₅: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan pada 41 Perusahaan Subsektor Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia berdasarkan kriteria *initial public offering* sebelum tahun 2016 dan saham aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Data bersumber dari laporan keuangan tahunan pada periode 2016 hingga 2020. Estimasi *fixed dan random effect model*, dengan *robust standard error* untuk memastikan hasil pengujian bebas dari pelanggaran asumsi. Tabel 1 disajikan pengukuran variabel dan berikut ini adalah persamaan pada penelitian ini:

$$Firm\ value_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Asset\ turnover_{i,t} + \beta_2 Capital\ structure_{i,t} + \beta_3 Profitability_{i,t} + \beta_4 Liquidity_{i,t} + \beta_5 Firm\ size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Tabel 1. Variabel Operasional Penelitian

Variabel	Proksi	Sumber
<i>Firm value</i>	(Kapitalisasi Pasar + Total Utang) / Total Aset	Dang <i>et al</i> (2019: 149)
<i>Asset turnover</i>	Penjualan / Total Aset	Harjito & Martono (2014: 59)
<i>Capital structure</i>	Total Utang / Total Ekuitas	Kasmir (2019: 160)
<i>Profitability</i>	Laba Bersih / Total Aset	Sudana (2011: 22)
<i>Liquidity</i>	Aset Lancar / Utang Lancar	Fahmi (2015: 121)
<i>Firm size</i>	Ln(Total Aset)	Cheng, Liu & Chien (2010: 2520)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 2 disajikan hasil statistik deskriptif pada Perusahaan Subsektor Makanan dan Minuman di Indonesia selama lima tahun. Tabel tersebut menunjukkan terdapat perusahaan dengan kriteria *insolvable* (nilai *capital structure* sebesar -30,6385) dan kinerja keuangan yang buruk (nilai *profitability* -2,6410). Secara umum, efisiensi pengelolaan aset perusahaan di subsektor ini kurang baik (nilai rata-rata *asset turnover* sebesar 0,9923). Meskipun demikian, perusahaan di subsektor ini yang memiliki ketersediaan modal kerja yang relatif memadai (nilai rata-rata *liquidity*

sebesar 1,9573) dan dianggap bernilai oleh investor (nilai rata-rata *firm value* sebesar 1,7478).

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>Firm value</i>	205	1.7478	1.7360	0.2612	12.2630
<i>Asset turnover</i>	205	0.9923	0.8173	0.0590	4.4635
<i>Capital structure</i>	205	0.9844	2.8036	-30.6385	13.3171
<i>Profitability</i>	205	0.0340	0.2271	-2.6410	0.6072
<i>Liquidity</i>	205	1.9573	1.5856	0.0601	8.6378
<i>Firm size</i>	205	29.1647	1.4039	25.2312	32.7256

Tabel 3 disajikan hasil pengujian pada penelitian ini. Pengujian dilakukan dua persamaan. Persamaan satu menguji pengaruh faktor internal perusahaan terhadap nilai perusahaan, sedangkan persamaan dua dilakukan dengan mempertimbangkan efek pandemi COVID-19 tahun 2020.

Tabel 3. Hasil Pengujian

	<i>Firm Value [1]</i>	<i>Firm Value [2]</i>
<i>Asset Turnover</i>	0.4966*** (0.1568)	0.4867*** (0.1475)
<i>Capital Structure</i>	0.0039 (0.0139)	0.0028 (0.0151)
<i>Profitability</i>	-0.0853 (0.1602)	-0.0697 (0.1737)
<i>Liquidity</i>	0.0067 (0.0542)	0.0088 (0.0550)
<i>Firm Size</i>	-0.6865*** (0.1819)	-0.2365* (0.1287)
<i>Constant</i>	21.2613*** (5.3435)	8.1447** (3.7994)
<i>Period effect</i>	No	Yes
<i>Chow Test (p-value)</i>	0.0000	0.0000
<i>Hausman Test (p-value)</i>	0.0205	0.1083
<i>Lagrange LM Test (p-value)</i>	0.0000	0.0000
<i>Observations</i>	205	205
<i>R-squared</i>	0.1861	
<i>Sample</i>	41	41

Note: Angka dalam tanda kurung merupakan *robust standard errors*. Simbol ***, **, dan * berturut-turut menunjukkan signifikansi pada level 0,01; 0,05; dan 0,1.

Tahap awal dilakukan identifikasi untuk menentukan model yang digunakan, apakah *common effect* model, *fixed effect*, ataukah *random effect*. Pengujian pada persamaan satu menunjukkan *fixed effect* model merupakan model dengan estimasi terbaik, yang ditunjukkan dengan nilai *p-value* pada *Chow Test* dan *Hausman Test* berturut-turut 0,0000 dan 0,0205. Sebaliknya, pada persamaan kedua digunakan pengujian dengan model *random effect*, dengan mempertimbangkan *p-value* pada *Hausman Test* dan *Lagrange LM Test* (0,1083 dan 0,0000).

Hasil pengujian menunjukkan *asset turnover* dan *firm size* dengan nilai koefisien arah 0,4966 dan -0,6865, yang seluruhnya signifikan pada level 0.01. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin efisien pemanfaatan aset perusahaan maka dapat mendorong peningkatan nilai perusahaan (H_1 diterima). Sebaliknya, perusahaan yang semakin kecil memiliki peluang untuk memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi. Terdapat pengaruh negatif *firm size* dan tidak terdapat pengaruhnya faktor internal perusahaan lainnya (struktur modal, profitabilitas, dan likuiditas) menunjukkan ditolaknya H_{2-5} pada penelitian ini. Hasil ini tetap konsisten setelah mempertimbangkan efek pandemi COVID-19 di tahun 2020.

Kinerja keuangan perusahaan yang meningkat ini merupakan informasi yang bermanfaat bagi pelaku pasar modal sebagai indikator efektifitas penggunaan aset perusahaan. Perputaran aset yang tinggi menimbulkan kepercayaan investor terhadap keefektifan perusahaan dalam mengelola asetnya semakin tinggi. Hal ini, tentu akan memicu respon positif dari investor yang menyebabkan harga saham perusahaan meningkat. Sebaliknya, besarnya ukuran perusahaan tidak selalu menjamin efisiensi kegiatan operasional perusahaan dan semakin kompleksnya permasalahan keagenan. Perbedaan kepentingan antara investor dengan manajemen perusahaan memunculkan konflik keagenan (*agency conflict*, (Jensen & Meckling, 1976)). Pengaruh yang negatif juga dapat terjadi karena perusahaan kecil lebih dipilih investor sebab cenderung memiliki tingkat *return* yang lebih tinggi dari pada perusahaan besar (Banz, 1981).

SIMPULAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh faktor internal perusahaan dalam membentuk nilai perusahaan. Pengujian dilakukan dengan mengambil 41 sampel Perusahaan Subsektor Makanan dan Minuman menunjukkan bahwa semakin efisien perusahaan maka semakin tinggi pula nilai perusahaannya. Sebaliknya, perusahaan yang berskala kecil memiliki potensi untuk memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi. Meskipun demikian, penelitian ini tidak luput dari keterbatasan. Penelitian di masa mendatang dapat menganalisis dengan menggunakan sampel yang berbeda untuk membandingkan dengan temuan ini.

REFERENSI

- Aggarwal, D. & Padhan, P.C. (2017). Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry. *Theoretical Economics Letters*, 7, 982-1000.
- Akerlof, G. (1970). The Market for Lemon: Qualitative Uncertainty and The Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economic*, 84, 488-550.
- Banz, R.W. (1981). The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18.
- Bhullar, P.S. (2017). Empirical Analysis of Operating Efficiency and Firm Value: A Study of Fast Moving Consumer Goods and Pharmaceutical Sector in India. *International Journal of Economic and Financial*, 7(3), 671-675.
- Cheng, Y.S., Liu, Y.P. & Chien, C.Y. (2010). Capital Structure and Firm Value in China: A Panel Threshold Regression Analysis. *African Journal of Bussiness Management*, 4(12), 2500-2507.
- Chowdhury, A. & Chowdhury, S.P. (2010). Impact of Capital Structure on Firm's Value: Evidence from Bangladesh. *Business and Economic Horizons*, 3(3), 111-122.
- Connelly, B.L., Certo, T.S., Ireland, D.R. & Reutzel, R.C. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Dang, H.N., Vu, V.T.T., Ngo, X.T. & Hoang, H.T.V. (2019). Study the Impact of Growth, Firm Size, Capital Structure, and Profitability on Enterprise Value: *Evidence of Enterprises in Vietnam. The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 144-160.
- Dhani, I.P. & Utama, A.A.G.S. (2017). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Modal dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis Airlangga*, 2(1), 135-148.
- Fahmi, I. (2015). *Analisis Laporan Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- Firnanda, T. & Oetomo, H.W. (2016). Analisis Likuiditas, Profitabilitas, Solvabilitas dan Perputaran Persediaan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 5(2), 2-15.
- Florackis, C. (2008). Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firm. *International Journal Managerial Finance*, 4(1), 37-59.
- Freeman, R.E. (1984). The Stakeholder Approach Revisited *Review*, 24(2), 223-236.
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, 32, 173-178.
- Gill, A. & Obradovich, J.D. (2012). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firm. *International Research Journal of Financec and Economics – Issue*, 91, 1-14.

- Gumanti, T.A. (2009). Teori Sinyal dalam Manajemen Keuangan. *Manajemen Usahawan Indonesia*, 38(6), 4-13.
- Harjito, D. Agus. & Martono. (2014). *Manajemen Keuangan, Edisi Kedua*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Harmono. (2011). *Manajemen Keuangan Berbasis Balance Scorecard*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Hayashi, F. (1982). Tobin's Marginal Q and Average Q: A Neoclassical Interpretation. *Econometrica*, 50, 213-224.
- Herawaty, V. (2008). Peran Praktek Corporate Governance sebagai Moderating Variabel dari Pengaruh Earning management terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 10(2), 97-108.
- Hirdinis, M. (2019). Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability. *International Journal of Economic and Business Administration*, 7(1), 174-191.
- Husna, A. & Satria, I. (2019). Effect of Return on Asset, Debt to Equity Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value. *International Journal of Economics and Financial*, 9(5), 50-54.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kahfi, M.F., Pramoto, D. & Aminah, W. (2018). Pengaruh Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Total Asset Turnover dan Retrun on Equity terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur Sektor Food dan Beverage yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2011-2016). *E-Proceeding of management*, 5(1), 566-574.
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan*. Depok: Rajawali Pers.
- Kusumajaya, D.K.O. 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis Universitas Udayana Denpasar*, Bali.
- Lumapow, L.S. & Tumiwa, R.A.F. (2017). The Effect of Dividend Policy, Firm Size, and Productivity to the Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(22), 20-24.
- Marsha, N. & Murtaqi, I. (2017). The Effect of Financial Ratio on Firm Value in the Food and Beverage Sector of the IDX. *Journal of Business and Management*, 6(2), 214-226.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Monoarfa, R. (2018). The Role of Profitability in Mediating the Effect of Dividend Policy and Company Size on Company Value. *Business and Management Studies*, 4(2), 35-44.
- Nasifah, N.I., Halim, A. & Sari, A.R. (2018). Pengaruh Return on Asset (ROA), Debt to Equity Ratio (DER), Current Ratio (CR), Return on Equity (ROE), Price Earning Ratio (PER), Total Asset Turnover (TATO), dan Earning per Share (EPS) terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2014-2015. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*, 6(2), 1-17.
- O'Connell M., & Ward A.M. (2020). Shareholder Theory/Shareholder Value. Switzerland: Springer Nature. *Encyclopedia of Sustainable Management*, 44(4), 85-90.
- Pantow, M.S.R., Murni, S. & Trang, I. (2015). Analisis Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan, Return on Asset dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan yang Tercatat di Indeks LQ 45. *Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi*, 3(1), 961-971.
- Presiden Republik Indonesia. (2008). *Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 20 tentang Usaha Mikro, Kecil, dan Menengah*. Jakarta: Sekretariat Negara.
- Putri, D.E. & Sari, E.P. (2020). Dampak CR, DER dan NPM terhadap Tobin's q Perusahaan Sub Sektor Kosmetik dan Barang Keperluan Rumah Tangga yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah*, 3(2), 249-256.
- Putri, I.G.A.P. & Rahyuda, H. (2020). Effect of Capital Structure and Sales Growth on Firm Value with Profitability as Mediation. *International Research Journal of Management, IT & Social Sciences*, 7(1), 145-155.
- Reschiwati, R., Syahdina, A. & Handayani, S. (2019). Effect of Liquidity, Profitability, and Size of Companies on Firm Value. *Utopia Y Praxis Latinoamericana*, 25(6), 325-331.
- Rizqia, D.A., Aisjah, S. & Sumiati. (2013). Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividen Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(11), 120-130.
- Santoso, H., Lako, A. & Rustam, M. (2020). Relationship of Asset Structure, Capital Structure, Asset Productivity, Operating Activities and Their Impact on the Value of Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 7(8), 358-378.
- Satrio, A.B. (2022). Firm Value in Indonesia: Will Foreigners be the Determinant? *Jurnal Dinamika Manajemen*, 13(1), 134-145.

- Satrio, A.B. (2021). Asymmetric Information and Firm Value during Pandemic Covid-19. *Journal of Economics, Business & Organization Research*, 3(1), 27-43.
- Setiadharna, S. & Machall, M. (2017). The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable. *Journal of Business & Financial Affairs*, 6(4), 1-5.
- Siahaan, F.O.P. (2013). The Effect of Good Corporate Governance Mechanism, Leverage, and Firm Size on Firm Value. *GSTF Journal on Business Review (GBR)*, 2(4), 137-142.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87, 335-374.
- Sucuahi, W. & Cambarihan, J.M. (2016). Influence of Profitability to the Firm Value of Diversified Company in the Philippines. *Accounting and Finance Research*, 5(2), 149-153.
- Sudana, I.M. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Sutriono, Sari, E.N. & Rambe, M.F. (2021). Role of Debt to Equity Ratio Mediating Effect Return on Assets and Current Ratio Against Firm Value. *IJBE: International Journal of Business Economics*, 3(1), 47-58.
- Vo, X.V. & Elis, C. (2017). An Empirical Investigation of Capital Structure and Firm Value. *Finance Research Letter*, 22, 90-94.