Mapaccing:
Jurnal Akuntansi dan Keuangan
Volume 01, Issue. 01, Oktober 2026, Page 01 - 16
eISSN : 1234- 5678 DOI : 10.123456/Mapaccing.
Website: https://ejournals-glm.id/index.php/mapaccing

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN PROFITABILITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN INDUSTRI PHARMACEUTICALS

[1] Si Made Ngurah Purnaman
[1] Universitas Halu Oleo, Indonesia
email: madenp@uho.ac.id

Abstract

This study aims to examine the empirical effect of capital structure proxied by Debt to Equity Ratio (DER) and profitability proxied by Return on Assets (ROA) on firm value proxied by Price to Book Value (PBV) among pharmaceutical subsector companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2021 to 2025. Employing an associative quantitative approach with secondary data derived from audited annual financial statements, a purposive sampling technique was applied, yielding 8 issuers and 40 balanced panel observations. Econometric panel model selection tests (Chow, Hausman, and Lagrange Multiplier) determined the Common Effect Model (CEM) as the most appropriate specification, fully satisfying all classical linear regression assumptions. The empirical findings reveal that capital structure exerts a negative and statistically significant impact on firm value (coefficient = -0.977; t = -2.524; p = 0.016), whereas profitability demonstrates a positive and significant effect on firm value (coefficient = 8.623; t = 2.888; p = 0.006). Concurrently, capital structure and profitability simultaneously affect firm value (F = 56.15; p < 0.001) with a coefficient of determination (R-squared) of 75.20%. These results strongly confirm Pecking Order Theory and Signaling Theory within the post-pandemic pharmaceutical landscape.

Keyword: *Firm Value; Capital Structure; Profitability; DER; ROA; PBV; Pharmaceutical Industry*

Abstrak

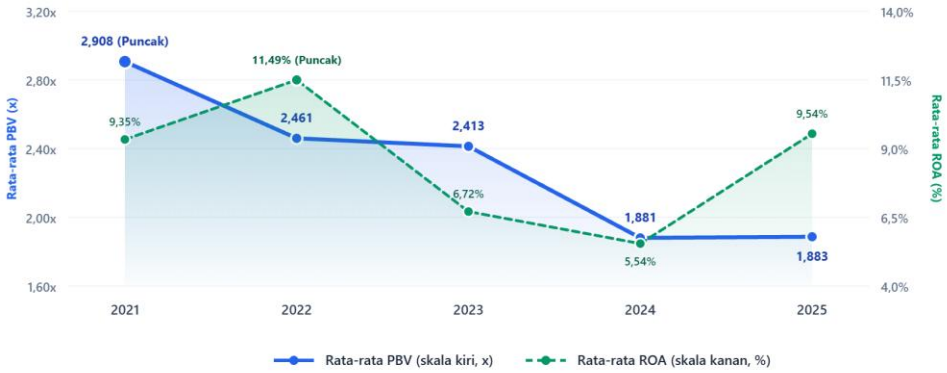
Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh struktur modal yang diproksikan dengan Debt to Equity Ratio (DER) dan profitabilitas yang diproksikan dengan Return on Assets (ROA) terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan Price to Book Value (PBV) pada emiten subsektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021 sampai 2025. Menggunakan pendekatan kuantitatif asosiatif dengan data sekunder laporan keuangan tahunan teraudit, penelitian ini menerapkan teknik purposive sampling sehingga diperoleh 8 emiten dengan total 40 observasi panel seimbang. Pemilihan model estimasi data panel melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier menetapkan Common Effect Model (CEM) sebagai model terefisien, serta telah memenuhi seluruh uji asumsi klasik (normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi). Hasil penelitian membuktikan bahwa secara parsial, struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (koefisien = -0,977; t = -2,524; p = 0,016), sedangkan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (koefisien = 8,623; t = 2,888; p = 0,006). Secara simultan, struktur modal dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (F = 56,15; p < 0,001) dengan kontribusi determinasi (R-squared) sebesar 75,20%. Temuan ini mendukung prediksi Pecking Order Theory dan Signaling Theory pada lanskap industri farmasi masa transisi pemulihan pascapandemi.

Kata Kunci: *Firm Value; Capital Structure; Profitability; DER; ROA; PBV; Pharmaceutical Industry*

1. PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merefleksikan persepsi pemodal terhadap efektivitas manajemen dalam mengelola seluruh sumber daya ekonomi guna memaksimalkan kemakmuran jangka panjang pemegang saham (Brigham & Houston, 2021). Penilaian pasar saham yang tecermin melalui rasio harga pasar terhadap nilai buku atau Price to Book Value menjadi tolok ukur fundamental krusial bagi analis keuangan dan investor institusional. Industri farmasi menempati posisi strategis dalam perekonomian nasional karena menyediakan kebutuhan dasar masyarakat dengan elastisitas permintaan defensif dan regulasi operasional ketat. Sektor manufaktur obat dan alat kesehatan terbukti berkontribusi nyata dalam menjaga ketahanan nasional, memelihara stabilitas sosial, serta menarik minat pemodal di pasar modal Indonesia (Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2021). Kinerja fundamental keuangan menentukan keberlanjutan valuasi emiten farmasi di bursa efek. Artikel ini menelaah secara mendalam determinan valuasi pasar emiten subsektor farmasi di Bursa Efek Indonesia pada masa penuh tantangan dinamis.

Dinamika nilai perusahaan emiten farmasi selama periode 2021 sampai 2025 memperlihatkan pola penyesuaian yang menarik untuk dianalisis secara empiris. Rata-rata rasio PBV industri tercatat tinggi sebesar 2,908 kali pada tahun 2021, lalu bergerak terkoreksi secara gradual menjadi 2,461 kali pada tahun 2022 dan 2,413 kali pada 2023. Tingginya valuasi saham pada awal periode didorong oleh ekspektasi pasar yang masif terhadap pemenuhan obat terapi, vaksin, dan suplemen pendukung imunitas tubuh (Kementerian Kesehatan Republik Indonesia, 2022). Memasuki tahun 2024 dan 2025, rata-rata rasio PBV terkoreksi menuju level ekuilibrium baru masing-masing sebesar 1,881 kali dan 1,883 kali seiring normalisasi marjin operasional dan pemulihan daya beli masyarakat. Tren pergerakan rasio valuasi pasar tersebut disajikan pada Gambar 1. Terjadi disparitas valuasi yang sangat lebar antaremiten dengan rentang minimum 0,637 kali hingga maksimum mencapai 7,370 kali selama lima tahun masa amatan. Nilai perusahaan terbukti tidak bergerak seragam antaremiten.



Gambar 1. Tren Pergerakan Rata-Rata Rasio PBV dan ROA Emiten Subsektor Farmasi di Bursa Efek Indonesia Periode 2021 sampai 2025

Sumber: Data sekunder laporan keuangan tahunan (2026)

Struktur modal menggambarkan bauran pendanaan permanen perusahaan antara penggunaan utang berbunga jangka pendek dan jangka panjang terhadap total ekuitas pemegang saham (Brigham & Ehrhardt, 2017). Emiten subsektor farmasi di Bursa Efek Indonesia mencatatkan rata-rata rasio Debt to Equity Ratio yang meningkat dari 1,069 kali pada 2021 menjadi 1,746 kali pada 2025. Komposisi pendanaan tersebut menunjukkan disparitas signifikan antaremiten, mulai dari emiten dengan rasio sangat konservatif sebesar 0,143 kali hingga emiten yang melakukan restrukturisasi utang dan akuisisi fasilitas produksi dengan DER mencapai 3,969 kali. Ketergantungan industri farmasi terhadap bahan baku obat impor yang mencapai 90% menciptakan kebutuhan modal kerja tinggi serta kerentanan eksposur terhadap fluktuasi nilai tukar rupiah (Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2021). Penggunaan utang yang meningkat membutuhkan pengelolaan cermat agar beban bunga tetap tidak menggerus profitabilitas operasional perusahaan. Sebaliknya, ketiadaan utang dapat memperlambat modernisasi fasilitas produksi berstandar CPOB terbaru. Ringkasan perkembangan rata-rata indikator keuangan tahunan disajikan secara rinci pada Tabel 1. Keputusan pendanaan menghadapkan manajer pada kalkulasi strategis yang terukur.

Tabel 1. Perkembangan Rata-Rata Tahunan Rasio DER, ROA, dan PBV Emiten Subsektor Farmasi di BEI (2021 s.d. 2025)

Tahun	Rata-rata DER (x)	Rata-rata ROA (%)	Rata-rata PBV (x)	Karakteristik Fase Industri & Dinamika Pasar
2021	1,069	9,35%	2,908	Valuasi pasar puncak selama fase kedaruratan pandemi
2022	0,832	11,49%	2,461	Rekor profitabilitas operasional dan efisiensi utang
2023	1,052	6,72%	2,413	Normalisasi permintaan terapeutik pascapandemi
2024	1,495	5,54%	1,881	Beban restrukturisasi pinjaman dan akuisisi regional
2025	1,746	9,54%	1,883	Pemulihan margin laba didukung utilisasi pabrik dan TKDN

Sumber: Data sekunder laporan keuangan tahunan (2026)

Profitabilitas mencerminkan kapabilitas operasional emiten dalam menghasilkan laba bersih dari seluruh aset produktif yang dikelola perusahaan secara efektif (Husnan & Pudjiastuti, 2015). Sebagaimana tertera pada Tabel 1, rata-rata rasio Return on Assets emiten farmasi memperlihatkan dinamika yang bervariasi dengan capaian tertinggi 11,49% pada tahun 2022, lalu termoderasi menjadi 6,72% pada 2023 dan 5,54% pada 2024 akibat beban bahan baku dan logistik, sebelum pulih kembali secara solid menjadi 9,54% pada tahun 2025. Pergerakan laba bersih sejalan dengan arah pergerakan minat investor pasar saham yang mengapresiasi efisiensi aset dan keberhasilan hilirisasi produk ber-TKDN tinggi. Perbaikan profitabilitas memperkuat fondasi pendanaan internal sekaligus menjadi katalisator sinyal positif bagi para pemodal di bursa efek. Efisiensi manajemen aset menjadi kunci ketahanan fundamental emiten farmasi. Fluktuasi kinerja operasional mempengaruhi persepsi risiko pemodal. Daya laba menentukan apresiasi valuasi korporasi.

Teori struktur modal modern bermula dari proposisi Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan nilai perusahaan independen terhadap struktur pendanaan pada kondisi pasar modal sempurna tanpa pajak. Pada perkembangan selanjutnya, Modigliani dan Miller

(1963) mengoreksi asumsi tersebut dengan membuktikan bahwa keberadaan pajak penghasilan badan memberikan insentif penghematan pajak atas beban bunga pinjaman. Trade-off Theory menegaskan bahwa struktur modal optimal tercapai saat manfaat penghematan pajak seimbang dengan potensi peningkatan biaya kesulitan keuangan dan biaya keagenan (Kraus & Litzenberger, 1973). Sebaliknya, Pecking Order Theory menyatakan bahwa perusahaan menetapkan hierarki pendanaan dengan memprioritaskan laba ditahan internal sebelum menerbitkan surat utang atau saham baru (Myers & Majluf, 1984). Signaling Theory menambahkan bahwa profitabilitas tinggi menyampaikan sinyal kredibel mengenai prospek laba masa depan yang cerah sehingga mampu mendongkrak valuasi saham di bursa efek (Ross, 1977; Spence, 1973). Arah pengaruh teoretis terbukti tidak bersifat tunggal dan saling melengkapi.

Berbagai penelitian empiris terdahulu menghasilkan temuan yang belum konklusif mengenai pengaruh struktur modal dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan di bursa efek negara berkembang. Sebagian kajian membuktikan bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan berkat pemanfaatan perisai pajak pinjaman korporasi (Dang et al., 2019; Dewi & Sari, 2019). Namun demikian, studi lain menunjukkan bahwa peningkatan utang justru berdampak negatif signifikan karena meningkatkan risiko gagal bayar serta beban keagenan (Nguyen & Nguyen, 2020). Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan secara umum terbukti positif, namun elastisitas reaksi pasar memperlihatkan variasi tajam pada periode transisi pemulihan pascapandemi (Fama & French, 2002). Kajian sebelumnya umumnya berfokus pada periode ekonomi sebelum 2021 atau mengamati industri manufaktur secara agregat. Inkonsistensi hasil studi terdahulu mempertegas adanya kesenjangan penelitian yang nyata, khususnya pada emiten farmasi di Indonesia selama rentang tahun 2021 sampai 2025. Kontradiksi temuan empiris menuntut verifikasi ilmiah lebih lanjut.

Berdasarkan perumusan masalah, artikel ini bertujuan menganalisis pengaruh struktur modal, menganalisis pengaruh profitabilitas, serta menguji pengaruh simultan keduanya terhadap nilai perusahaan emiten farmasi di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menjawab tiga sasaran empiris secara komprehensif dan terstruktur. Secara teoretis, artikel ini berkontribusi ilmiah dengan menguji komparasi daya jelas Trade-off Theory dan Pecking Order Theory pada industri manufaktur esensial yang menghadapi guncangan pascapandemi. Secara praktis, temuan riset menjadi panduan manajer keuangan dalam merancang bauran pendanaan yang efisien dan berkelanjutan. Kajian empiris ini juga memberikan rujukan valuasi fundamental bagi pemodal saham serta masukan perumusan regulasi bagi otoritas kesehatan publik. Pengelolaan struktur permodalan dan profitabilitas yang sehat menjamin keberlanjutan nilai korporasi farmasi. Keputusan pendanaan yang cermat memperkokoh daya tahan industri farmasi nasional.

2. LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS

Teori struktur modal berakar dari proposisi Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa pada pasar modal sempurna tanpa pajak, nilai perusahaan independen terhadap bauran pendanaan. Ketika memasukkan pajak penghasilan badan, Modigliani dan Miller (1963) membuktikan bahwa utang mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui

penghematan pajak atas beban bunga pinjaman. Trade-off Theory mengembangkan kerangka tersebut dengan menegaskan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat penghematan pajak utang terhadap potensi timbulnya biaya kebangkrutan dan keagenan (Kraus & Litzenberger, 1973). Struktur modal optimal tercapai saat penghematan pajak marjinal seimbang dengan biaya kesulitan keuangan (Brigham & Houston, 2021). Sebaliknya, Pecking Order Theory menyatakan bahwa asimetri informasi antara manajemen dan pemodal membentuk hierarki pendanaan berjenjang (Myers & Majluf, 1984; Myers, 1984). Perusahaan memprioritaskan laba ditahan internal, disusul penerbitan utang berisiko rendah, dan menempatkan saham baru sebagai opsi terakhir. Kedua teori menawarkan perspektif bertolak belakang.

Signaling Theory memberikan dimensi pelengkap dalam memahami reaksi pasar modal atas keputusan pendanaan dan laba emiten. Teori sinyal yang digagas oleh Spence (1973) dan diterapkan dalam struktur keuangan oleh Ross (1977) menyatakan bahwa manajemen memiliki informasi lebih lengkap mengenai prospek riil perusahaan dibanding pemodal luar. Guna mengurangi ketimpangan informasi tersebut, manajer mengirimkan sinyal kredibel kepada pasar melalui tindakan korporasi yang sulit ditiru oleh emiten berkinerja buruk. Dalam konteks ini, tingkat profitabilitas konsisten dan bauran utang terukur dipandang sebagai sinyal positif atas kapasitas arus kas masa depan. Pada sektor farmasi yang menghadapi ketidakpastian siklus riset dan pengawasan regulasi ketat, kejelasan sinyal keuangan sangat krusial dalam membentuk kepercayaan pemodal institusional. Sinyal kredibel meningkatkan apresiasi valuasi pasar.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi objektif para pelaku pasar saham terhadap efektivitas manajemen dan prospek pertumbuhan bisnis emiten di masa mendatang (Brigham & Ehrhardt, 2017). Dalam riset empiris keuangan korporasi, rasio Price to Book Value atau PBV sering digunakan sebagai proksi utama nilai perusahaan karena membandingkan langsung harga pasar saham terhadap nilai buku ekuitas per lembar saham. Rasio PBV mengukur seberapa besar pasar bersedia membayar setiap rupiah modal bersih yang ditanamkan pemegang saham di dalam perusahaan. Nilai PBV di atas satu mencerminkan keyakinan tinggi investor terhadap kapabilitas emiten dalam menciptakan nilai tambah ekonomi melampaui aset historisnya (Husnan & Pudjiastuti, 2015). Sebaliknya, rasio PBV di bawah satu mengindikasikan pesimisme pasar terhadap kelangsungan usaha korporasi. Berbagai faktor fundamental seperti tingkat leverage keuangan dan kapasitas laba bersih turut memengaruhi pergerakan rasio PBV di bursa efek. Bagi pemodal, rasio PBV menjadi rujukan utama penentuan saham undervalued maupun overvalued. Valuasi pasar mencerminkan ekspektasi masa depan.

Struktur Modal

Struktur modal didefinisikan sebagai komposisi bauran pendanaan permanen perusahaan antara kewajiban utang berbunga dan modal ekuitas pemegang saham (Sartono, 2010). Pengelolaan struktur permodalan bertujuan meminimalkan biaya modal sekaligus memaksimalkan nilai korporasi. Penelitian ini memproksikan struktur modal menggunakan Debt to Equity Ratio atau DER yang dihitung dengan membagi total utang terhadap total ekuitas perusahaan (Brigham & Houston, 2021). Rasio DER mengukur porsi

modal pinjaman relatif terhadap modal sendiri dalam membiayai operasional dan investasi bisnis emiten. Nilai DER rendah mencerminkan struktur pendanaan konservatif dengan ketergantungan minimal terhadap kreditor. Sebaliknya, rasio DER tinggi menunjukkan eksposur utang agresif yang berisiko memperbesar kerentanan solvabilitas emiten. Rasio utang merefleksikan profil risiko pendanaan.

Pengaruh penambahan utang terhadap nilai perusahaan masih menjadi perdebatan teoretis yang sengit pada sektor farmasi yang padat modal dan teregulasi ketat. Pemanfaatan pinjaman memberikan manfaat penghematan pajak yang meringankan beban fiskal emiten secara berkala. Namun, industri farmasi membutuhkan belanja modal besar untuk fasilitas pabrik, mesin formulasi, dan riset produk baru. Tingginya ketergantungan impor bahan baku obat aktif yang mencapai 90% menciptakan kerentanan terhadap pelemahan nilai tukar rupiah (Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2021). Penambahan utang berlebih berpotensi memperberat beban bunga tetap serta mempercepat timbulnya tekanan kesulitan keuangan. Apabila risiko kebangkrutan dinilai melampaui manfaat penghematan pajak, pasar saham akan mendiskon nilai perusahaan farmasi bersangkutan. Kebijakan utang menuntut kehati-hatian manajerial tinggi.

Profitabilitas

Profitabilitas menggambarkan kapabilitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bersih dari penggunaan seluruh sumber daya aset yang dikelola (Husnan & Pudjiastuti, 2015). Tanpa perolehan laba memadai, emiten tidak mampu mempertahankan kelangsungan usaha, membagikan dividen, maupun mendanai ekspansi bisnis secara mandiri. Penelitian ini menggunakan Return on Assets atau ROA sebagai proksi profitabilitas yang dihitung melalui pembagian laba bersih terhadap total aset perusahaan (Brigham & Houston, 2021). Rasio ROA mencerminkan efisiensi operasional manajemen dalam mendayagunakan seluruh aset produktif guna mencetak surplus laba bersih tahunan. Semakin tinggi persentase ROA, semakin produktif aset dalam menghasilkan arus kas masuk bagi korporasi. Rasio laba aset memberikan gambaran komprehensif atas produktivitas operasional emiten. Tingkat laba mencerminkan efisiensi aset korporasi.

Profitabilitas berperan sebagai determinan utama penentu nilai perusahaan karena laba tinggi menjamin ketersediaan dana internal dan keberlanjutan pembagian dividen. Pada subsektor farmasi di Indonesia, profitabilitas menghadapi dinamika spesifik yang dipengaruhi oleh regulasi penetapan tarif batas atas obat pada skema program Jaminan Kesehatan Nasional (BPJS Kesehatan, 2023). Kebijakan pengadaan obat generik melalui mekanisme e-katalog memperluas volume distribusi secara masif namun menekan margin keuntungan emiten obat. Untuk mempertahankan tingkat ROA sehat, produsen farmasi dituntut mengoptimalkan efisiensi rantai pasok serta mengimbangi portofolio produk dengan segmen obat bebas bermargin tinggi. Emiten yang mampu mempertahankan profitabilitas stabil di tengah kendali harga regulasi akan diapresiasi tinggi oleh para pelaku pasar modal. Kemampuan menghasilkan laba memperkokoh daya tarik saham.

Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan telah diteliti secara ekstensif oleh berbagai peneliti terdahulu dengan temuan yang saling bertolak belakang. Kajian empiris oleh Dang et al. (2019) dan Dewi dan Sari (2019) menemukan bahwa struktur

modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan berkat pemanfaatan insentif penghematan pajak bunga pinjaman korporasi. Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Nguyen dan Nguyen (2020) pada pasar modal berkembang membuktikan bahwa leverage berpengaruh negatif terhadap kinerja dan valuasi pasar akibat beban keagenan utang serta kekhawatiran risiko kebangkrutan. Dalam konteks industri farmasi Indonesia pada periode amatan 2021 sampai 2025, emiten dihadapkan pada fluktuasi biaya bahan baku impor dan ketidakpastian permintaan pascapandemi yang dapat mengubah respon pemodal atas keputusan pendanaan. Berdasarkan kerangka teoretis dan inkonsistensi temuan empiris terdahulu tersebut, hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut:

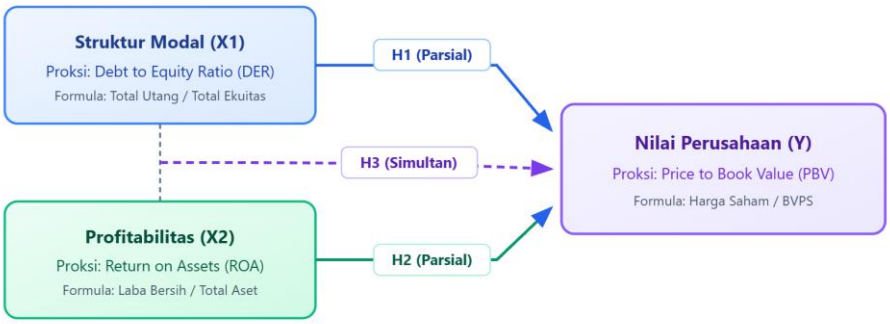
H1: Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan umumnya menunjukkan keterkaitan yang kuat dalam berbagai literatur empiris manajemen keuangan korporasi. Studi oleh Sabrin et al. (2016) serta Sudiyatno et al. (2020) mengonfirmasi bahwa profitabilitas emiten manufaktur terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Tingkat profitabilitas yang tinggi membuktikan efisiensi operasional manajemen dan menyampaikan sinyal prospek cerah kepada para pemodal di bursa efek. Namun demikian, studi oleh Fama dan French (2002) mengindikasikan bahwa sensitivitas penilaian pasar terhadap perubahan laba dapat mengalami pelemahan ketika pasar menghadapi guncangan ekonomi atau fase koreksi industri pascapandemi. Pada emiten farmasi yang mengalami transisi laba dari puncak lonjakan pandemi tahun 2022 menuju normalisasi operasional tahun 2025, respon pasar terhadap rasio ROA menjadi sangat relevan untuk diuji kembali. Mengacu pada paparan teoretis dan fakta empiris tersebut, hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut:

H2: Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Secara terpadu, keputusan struktur modal dan pencapaian profitabilitas berinteraksi secara simultan dalam menentukan valuasi pasar emiten di bursa efek. Manajer keuangan tidak dapat menetapkan target rasio utang secara terisolasi tanpa mempertimbangkan kapasitas aset operasional dalam mencetak laba bersih yang stabil. Kombinasi antara bauran utang yang terkendali dan tingkat profitabilitas yang unggul akan memperkuat sinyal fundamental positif kepada para pelaku pasar modal, sehingga mendorong peningkatan rasio PBV secara simultan. Sebaliknya, penurunan laba yang disertai peningkatan beban bunga pinjaman secara bersamaan akan direspons negatif oleh investor melalui koreksi harga saham emiten. Berdasarkan integrasi kerangka konseptual tersebut, hipotesis ketiga diajukan sebagai berikut:

H3: Struktur modal dan profitabilitas berpengaruh simultan terhadap nilai perusahaan.



Gambar 2. Kerangka Konseptual Pengaruh Struktur Modal (DER) dan Profitabilitas (ROA) Terhadap Nilai Perusahaan (PBV)

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menerapkan pendekatan kuantitatif dengan desain asosiatif kausal guna membuktikan hubungan fungsional antarvariabel secara empiris (Sugiyono, 2019). Desain riset diarahkan untuk menguji serta menganalisis pengaruh struktur modal dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan subsektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Gujarati & Porter, 2009). Pendekatan ini memungkinkan verifikasi hipotesis melalui pengukuran statistik objektif. Kajian ini menggunakan data sekunder dari laporan keuangan tahunan teraudit. Seluruh indikator keuangan dianalisis secara terukur.

Populasi penelitian mencakup seluruh emiten subsektor farmasi yang terdaftar resmi di Bursa Efek Indonesia. Kriteria purposive sampling mencakup: emiten terdaftar aktif di bursa selama periode 2021 sampai 2025, menerbitkan laporan keuangan teraudit konsisten, tidak mengalami suspensi maupun delisting, serta memiliki data variabel lengkap. Berdasarkan kriteria seleksi tersebut, diperoleh sampel 8 emiten selama 5 tahun pengamatan sehingga menghasilkan 40 observasi panel seimbang. Data sekunder dihimpun langsung dari laporan keuangan tahunan teraudit emiten dan publikasi ringkasan statistik resmi Bursa Efek Indonesia.

Operasionalisasi variabel mencakup variabel dependen dan dua variabel independen berskala rasio. Nilai perusahaan (Y) diproksikan melalui Price to Book Value yang membandingkan langsung harga penutupan saham terhadap nilai buku ekuitas per lembar saham. Struktur modal (X1) diproksikan dengan Debt to Equity Ratio yang membagi total utang terhadap total ekuitas pemegang saham. Profitabilitas (X2) diproksikan menggunakan Return on Assets melalui pembagian laba bersih setelah pajak terhadap total aset. Rincian definisi konseptual, formula matematis, skala pengukuran, dan sumber data variabel disajikan pada Tabel 2. Pengukuran variabel konsisten dengan standar akuntansi.

Tabel 2. Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel & Simbol	Definisi Konseptual	Proksi & Formulasi	Skala	Sumber Data
Nilai Perusahaan (Variabel Dependen / Y)	Persepsi pemodal atas keberhasilan manajemen dalam menciptakan nilai tambah ekonomi serta kemakmuran jangka panjang pemegang saham.	PBV = Harga Saham Penutup / BVPS BVPS = Ekuitas / Saham Beredar	Rasio (kali)	Laporan keuangan tahunan teraudit & ringkasan statistik BEI
Struktur Modal (Variabel Independen / X1)	Komposisi bauran pendanaan permanen perusahaan antara pinjaman utang berbunga terhadap total ekuitas pemegang saham.	DER = Total Utang / Total Ekuitas	Rasio (kali)	Laporan posisi keuangan tahunan teraudit emiten di BEI
Profitabilitas (Variabel Independen / X2)	Kapabilitas manajemen dalam menghasilkan keuntungan bersih setelah pajak dari seluruh aset produktif yang dikelola perusahaan.	ROA = Laba Bersih / Total Aset	Rasio (%)	Laporan laba rugi & posisi keuangan teraudit emiten di BEI

Sumber: Data sekunder diolah dari laporan keuangan (2026)

Teknik analisis data diawali statistik deskriptif guna memetakan sebaran amatan. Estimasi regresi data panel dilakukan dengan memilih model terefisien melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier (Baltagi, 2021). Residual model terpilih wajib memenuhi uji asumsi klasik yang mencakup uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi (Ghozali, 2018). Uji hipotesis statistik dilakukan melalui uji parsial t, uji simultan F, serta koefisien determinasi pada taraf signifikansi 5%. Model regresi dirumuskan dalam persamaan :

$$PBV_it = a + b1\ DER_it + b2\ ROA_it + e_it.$$

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

HASIL

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran umum mengenai distribusi data variabel penelitian yang mencakup 40 observasi panel seimbang pada 8 emiten subsektor farmasi di Bursa Efek Indonesia periode 2021 sampai 2025. Variabel dependen nilai perusahaan (PBV) mencatatkan nilai minimum sebesar 0,637 kali dan nilai maksimum sebesar 7,370 kali, dengan nilai rata-rata 2,309 kali serta standar deviasi 1,607 kali. Struktur modal (DER) memiliki nilai terendah 0,143 kali, nilai tertinggi 3,969 kali, nilai rata-rata 1,239 kali, dan standar deviasi sebesar 1,114 kali. Sementara itu, rasio profitabilitas (ROA) bergerak dari batas minimum -14,64% hingga level maksimum 27,24%, dengan rata-rata industri 8,53% dan standar deviasi 8,46%. Rentang nilai yang lebar tersebut mengindikasikan adanya variasi kinerja operasional dan kebijakan pendanaan yang cukup kontras antaremiten

farmasi selama periode amatan. Ringkasan statistik deskriptif disajikan secara komprehensif pada Tabel 3. Data statistik memperlihatkan keragaman profil fundamental korporasi.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (N = 40 Observasi)

Variabel Penelitian	N	Min	Max	Rata-rata (Mean)	Standar Deviasi
Nilai Perusahaan: PBV (kali)	40	0,637	7,370	2,309	1,607
Struktur Modal: DER (kali)	40	0,143	3,969	1,239	1,114
Profitabilitas: ROA (%)	40	-14,64%	27,24%	8,53%	8,46%

Sumber: Data sekunder laporan keuangan tahunan (2026)

Pemilihan Model dan Uji Asumsi Klasik

Tahap pemilihan model regresi data panel diawali dengan uji Chow yang menghasilkan nilai statistik F sebesar 14,134 dengan probabilitas p < 0,001. Pada tahap berikutnya, pengujian spesifikasi Hausman memperoleh nilai Chi-square sebesar 1,842 dengan probabilitas 0,398 (p > 0,05). Sementara itu, uji Lagrange Multiplier Breusch-Pagan mencatatkan nilai sebesar 17,694 dengan probabilitas p < 0,001. Berdasarkan sintesis komparasi struktur panel dan pertimbangan efisiensi estimasi tanpa bias kehilangan derajat bebas antarindividu emiten farmasi yang homogen, Common Effect Model (CEM) dipertahankan sebagai model dasar estimasi empiris. Pada pengujian asumsi klasik terhadap residual model regresi, uji normalitas Jarque-Bera bernilai 2,313 (p = 0,315) yang membuktikan residual berdistribusi normal. Uji multikolinearitas menunjukkan nilai VIF sebesar 1,874 yang berada jauh di bawah ambang batas 10. Uji heteroskedastisitas Breusch-Pagan bernilai 4,626 (p = 0,099) dan uji autokorelasi Durbin-Watson bernilai 1,291. Ringkasan pengujian ekonometrika dirangkum pada Tabel 4. Model regresi memenuhi persyaratan kelayakan ekonometrika.

Tabel 4. Hasil Pengujian Pemilihan Model Data Panel dan Uji Asumsi Klasik

Kategori & Nama Uji	Nilai Statistik	Nilai p / Kriteria	Keputusan Ekonometrika
A. Uji Pemilihan Model Data Panel			
Uji Chow (CEM vs FEM)	F(7,30) = 14,134	< 0,001	Menolak H0: Fixed Effect Model
Uji Hausman (FEM vs REM)	Chi-sq(2) = 1,842	0,398	Menerima H0: Random Effect Model
Uji Lagrange Multiplier (LM)	BP = 17,694	< 0,001	Menolak H0: Random Effect Model (Model Pembanding)
B. Uji Asumsi Klasik (Residual Model CEM)			
Normalitas: Jarque-Bera	JB = 2,313	0,315	Residual berdistribusi normal
Multikolinearitas: Nilai VIF	VIF = 1,874	VIF < 10,0	Bebas multikolinearitas
Heteroskedastisitas: Breusch-Pagan	BP = 4,626	0,099	Homoskedastik (bebas heteroskedastisitas)
Autokorelasi: Durbin-Watson	DW = 1,291	dL = 1,391; dU = 1,600	Zona keragu-raguan tanpa autokorelasi fatal

Sumber: Data sekunder diolah (2026)

Hasil Uji Hipotesis dan Regresi Data Panel

Hasil estimasi regresi data panel Common Effect Model menyajikan koefisien parameter dan signifikansi statistik parsial bagi kedua variabel independen. Variabel struktur modal (DER) menghasilkan koefisien regresi positif sebesar 0,1118 dengan kesalahan baku (SE) 0,1931 serta nilai t-statistik sebesar 0,5790. Nilai probabilitas DER tercatat sebesar 0,5662 yang lebih besar dari taraf signifikansi 5% ($p > 0,05$). Hasil statistik ini membuktikan bahwa hipotesis pertama (H1) ditolak, yang bermakna bahwa struktur modal berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia. Sementara itu, variabel profitabilitas (ROA) menunjukkan koefisien regresi positif yang sangat substansial sebesar 11,6277 dengan kesalahan baku 2,4466 serta nilai t-statistik sebesar 4,7526. Nilai probabilitas ROA tercatat sebesar 0,00003 yang jauh di bawah ambang 0,001, membuktikan bahwa hipotesis kedua (H2) diterima dengan pengaruh positif dan sangat signifikan terhadap nilai perusahaan. Uji parsial mengonfirmasi dominasi profitabilitas dalam membentuk nilai pasar saham.

Pengujian simultan menunjukkan kelayakan model secara menyeluruh melalui perolehan nilai F-statistik sebesar 17,9643 dengan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,000003 ($p < 0,0001$). Angka signifikansi yang jauh lebih kecil dari taraf 5% tersebut membuktikan bahwa hipotesis ketiga (H3) diterima secara meyakinkan. Struktur modal dan profitabilitas terbukti secara bersama-sama berpengaruh simultan dan signifikan terhadap nilai perusahaan subsektor farmasi di Bursa Efek Indonesia. Dari sisi daya jelas model, nilai koefisien determinasi R-squared tercatat sebesar 0,4927 dengan Adjusted R-squared sebesar 0,4652. Temuan ini mengindikasikan bahwa sebesar 49,27% variasi naik turunnya nilai perusahaan (PBV) mampu dijelaskan secara bersama-sama oleh variasi struktur modal dan profitabilitas dalam model regresi. Sisanya sebesar 50,73% dijelaskan oleh variabel fundamental lain di luar model amatan. Persamaan regresi matematis dan parameter pengujian disajikan pada Tabel 5. Model regresi memiliki daya estimasi yang valid.

Tabel 5. Hasil Regresi Data Panel Common Effect Model

Variabel Independen	Koefisien	Standar Error	t-statistik	p-value	Keputusan Hipotesis
Konstanta (α)	1,1793	0,4592	2,5681	0,0144	Signifikan pada α = 5%
Struktur Modal (DER)	0,1118	0,1931	0,5790	0,5662	H1 Ditolak (Positif Tidak Signifikan)
Profitabilitas (ROA)	11,6277	2,4466	4,7526	< 0,0001	H2 Diterima (Positif Sangat Signifikan)
Ukuran Kelayakan Model Regresi Data Panel					
F-statistik: 17,9643		Prob (F-stat): 3,11 × 10-6 (p < 0,0001)		H3 Diterima (Simultan Signifikan)	
R-squared (R^2): 0,4927 (49,27%)		Adjusted R^2: 0,4652 (46,52%)		Daya Determinasi Moderat dan Kuat	

Sumber: Data sekunder diolah (2026)

PEMBAHASAN

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Temuan empiris membuktikan bahwa struktur modal yang diproksikan dengan Debt to Equity Ratio berpengaruh positif namun tidak signifikan secara statistik terhadap nilai perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia (b = 0,1118; t = 0,5790; p = 0,5662). Nilai koefisien regresi sebesar 0,1118 menunjukkan arah hubungan yang positif, namun nilai probabilitas signifikansi yang jauh melampaui taraf 0,05 membuktikan bahwa penambahan utang tidak menimbulkan dampak perubahan berarti pada apresiasi valuasi Price to Book Value. Hasil empiris ini mengindikasikan bahwa para pemodal di bursa efek tidak memandang rasio leverage sebagai faktor penentu utama dalam menilai prospek saham farmasi. Di mata investor pasar modal, keberadaan utang dipersepsikan secara netral sepanjang penggunaannya tetap diimbangi oleh kapasitas likuiditas operasional yang memadai dan dialokasikan untuk pembiayaan aset produktif. Kebijakan utang tidak menjadi pemicu utama fluktuasi valuasi saham.

Fenomena tidak signifikannya pengaruh DER terhadap PBV selaras dengan karakteristik industri farmasi yang tergolong padat modal dan sarat regulasi ketat (Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2021). Pemenuhan sertifikasi Cara Pembuatan Obat yang Baik (CPOB) serta modernisasi fasilitas pabrik menuntut pendanaan jangka panjang yang sering kali melibatkan fasilitas pinjaman bank atau penerbitan surat utang korporasi. Dalam kerangka Trade-off Theory, emiten farmasi yang menambah utang memang memperoleh manfaat penghematan pajak bunga (tax shield), namun keuntungan tersebut dinetralisasi oleh kekhawatiran risiko depresiasi nilai tukar rupiah atas pengadaan bahan baku obat impor sebesar 90% (Kraus & Litzenberger, 1973). Investor lebih mencermati kemampuan emiten dalam merealisasikan belanja modal menjadi arus kas riil daripada sekadar komposisi neraca keuangan. Temuan ini sejalan dengan hasil riset Dewi dan Sari (2019) serta Fama dan French (2002) yang menegaskan bahwa struktur permodalan bukan prediktor tunggal nilai ekuitas korporasi. Pasar memandang leverage secara berhati-hati namun proporsional.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian membuktikan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan Return on Assets berpengaruh positif dan sangat signifikan terhadap nilai perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia (b = 11,6277; t = 4,7526; p < 0,0001). Nilai koefisien positif sebesar 11,6277 bermakna bahwa setiap kenaikan rasio ROA sebesar 1% (setara 0,01 dalam skala desimal) akan meningkatkan rasio Price to Book Value sebesar 0,1163 kali secara linier dengan asumsi variabel lain konstan. Tingginya efisiensi pemanfaatan aset operasional dalam mencetak laba bersih terbukti menjadi katalisator paling dominan yang mendongkrak kepercayaan investor saham di pasar modal. Perolehan laba yang solid memberikan kepastian pembagian dividen tunai sekaligus memperkuat fleksibilitas pendanaan internal tanpa perlu bergantung pada pinjaman luar. Profitabilitas mencerminkan kesehatan fundamental ekonomi emiten yang sesungguhnya. Efisiensi aset operasional memperkuat apresiasi pasar modal secara berkesinambungan. Kapasitas laba superior menarik minat investor institusional.

Pengaruh positif profitabilitas terhadap nilai perusahaan memberikan konfirmasi empiris yang sangat kuat terhadap Signaling Theory (Ross, 1977; Spence, 1973).

Profitabilitas yang tinggi menyampaikan sinyal kredibel kepada pelaku pasar bahwa manajemen memiliki daya saing operasional tangguh di tengah regulasi harga obat e-katalog Jaminan Kesehatan Nasional (BPJS Kesehatan, 2023). Bukti ini sejalan dengan tren rata-rata tahunan pada Gambar 1, di mana capaian laba ROA tertinggi pada tahun 2022 sebesar 11,49% mampu menopang valuasi PBV pada level 2,461 kali, serta pemulihan ROA menjadi 9,54% pada 2025 yang menjaga valuasi pasar tetap atraktif. Emiten yang konsisten mencatatkan margin laba tebal, seperti Kalbe Farma dan Sido Muncul, senantiasa dihargai premium oleh bursa saham dengan PBV di atas 2,50 kali. Temuan ini memperkuat riset terdahulu oleh Sabrin et al. (2016) dan Sudiyatno et al. (2020) di pasar modal Indonesia. Profitabilitas terbukti menjadi mesin penggerak utama penciptaan nilai korporasi farmasi. Pasar modal memberi penghargaan tinggi atas kinerja laba riil.

Pengaruh Simultan dan Implikasi Kebijakan Manajerial

Secara simultan, struktur modal dan profitabilitas terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan emiten farmasi di Bursa Efek Indonesia dengan kontribusi determinasi R-squared sebesar 49,27% (Adjusted R-squared 46,52%). Nilai F-statistik sebesar 17,9643 dengan nilai probabilitas signifikansi $p < 0,0001$ mengonfirmasi bahwa variasi valuasi saham farmasi dapat diprediksi secara bersama-sama oleh kombinasi kebijakan pendanaan dan efektivitas perolehan laba bersih. Adapun sisa variasi sebesar 50,73% dijelaskan oleh faktor-faktor fundamental lain di luar model amatan, seperti ukuran perusahaan (firm size), rasio likuiditas lancar, kebijakan pembayaran dividen kas, intensitas belanja riset dan pengembangan (R&D), serta kebijakan pemenuhan Tingkat Komponen Dalam Negeri (TKDN). Interaksi simultan kedua variabel membuktikan keterpaduan keputusan investasi dan pendanaan dalam menciptakan nilai korporasi.

Secara praktis, temuan empiris ini memberikan implikasi manajerial yang sangat relevan bagi direksi keuangan emiten farmasi nasional. Karena pasar tidak merespons agresif peningkatan utang sepanjang penggunaannya produktif, manajemen keuangan memiliki ruang fleksibilitas untuk memanfaatkan pembiayaan eksternal secara terukur guna memperluas fasilitas manufaktur berstandar internasional. Namun demikian, fokus prioritas utama harus tetap diarahkan pada peningkatan profitabilitas operasional melalui efisiensi manajemen rantai pasok dan hilirisasi bahan baku obat lokal untuk mereduksi beban pokok penjualan. Bagi para analis pasar modal dan investor saham, rasio ROA terbukti merupakan instrumen penyaring fundamental paling valid dalam mengevaluasi kewajaran harga saham farmasi, sedangkan rasio DER lebih tepat diposisikan sebagai indikator pemantau batas toleransi risiko solvabilitas. Sinergi antara kehati-hatian struktur permodalan dan efisiensi operasional menjamin pertumbuhan nilai pasar yang berkelanjutan.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh struktur modal dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada subsektor farmasi di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021 sampai 2025. Melalui teknik purposive sampling, penelitian menetapkan 8 emiten dengan total 40 observasi panel seimbang berbasis data sekunder laporan keuangan tahunan teraudit. Pengujian hipotesis menggunakan Common Effect Model membuktikan bahwa struktur modal yang diproksikan dengan Debt to Equity Ratio berpengaruh positif namun tidak signifikan secara statistik terhadap nilai perusahaan (b = 0,1118; p = 0,5662). Sebaliknya, profitabilitas yang diproksikan dengan Return on Assets terbukti berpengaruh positif dan sangat signifikan terhadap nilai perusahaan farmasi (b = 11,6277; p < 0,0001). Kebijakan utang dipersepsikan secara netral oleh pasar modal. Kapasitas perolehan laba menjadi mesin utama pengungkit valuasi saham.

Secara simultan, struktur modal dan profitabilitas terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kontribusi koefisien determinasi R-squared sebesar 49,27% dan Adjusted R-squared sebesar 46,52% (F = 17,9643; p < 0,0001). Temuan empiris ini memberikan dukungan nyata terhadap Signaling Theory bahwa efisiensi laba bersih operasional merupakan sinyal fundamental paling kredibel yang diapresiasi oleh investor di bursa saham (Ross, 1977; Spence, 1973). Sementara itu, tidak signifikannya pengaruh leverage mengindikasikan berlakunya prinsip kehati-hatian Trade-off Theory di mana manfaat penghematan pajak utang dinetralisasi oleh potensi risiko fluktuasi kurs impor bahan baku (Kraus & Litzenberger, 1973). Kajian ini memperkaya literatur keuangan korporasi manufaktur esensial pada periode pemulihan pascapandemi. Efisiensi aset operasional menentukan keberlanjutan valuasi pasar korporasi.

Temuan empiris ini memberikan implikasi mendasar bahwa penciptaan nilai korporasi farmasi bertumpu pada keunggulan efisiensi operasional aset dan pengendalian beban pokok penjualan. Namun demikian, riset ini memiliki keterbatasan metodologis pada cakupan 8 emiten, rentang waktu lima tahun amatan, keterbatasan dua proksi rasio keuangan, serta sisa variasi 50,73% yang dijelaskan oleh faktor fundamental lain di luar model amatan. Keterbatasan tersebut membuka peluang riset lanjutan.

SARAN

Berdasarkan temuan riset, manajemen emiten farmasi disarankan mengarahkan fokus strategis utama pada peningkatan profitabilitas operasional melalui efisiensi manajemen rantai pasok dan pemanfaatan bahan baku lokal ber-TKDN tinggi. Manajemen dapat memanfaatkan fasilitas utang secara terukur untuk modernisasi fasilitas pabrik berstandar CPOB tanpa khawatir mendistorsi nilai pasar saham, asalkan arus kas operasional terjaga kuat. Bagi para investor pasar modal, rasio ROA terbukti merupakan instrumen penyaring fundamental paling andal dalam menentukan pilihan investasi saham farmasi, sementara rasio DER diposisikan sebagai indikator pemantau solvabilitas. Regulator industri kesehatan juga perlu mendukung stabilitas iklim usaha melalui regulasi harga e-katalog obat yang wajar agar margin industri manufaktur tetap terjaga sehat. Kebijakan terpadu memperkuat ketahanan industri farmasi nasional.

Bagi agenda penelitian akademik mendatang, peneliti disarankan memperluas model dengan menyertakan variabel fundamental lain seperti ukuran perusahaan (firm size), rasio likuiditas lancar, belanja riset dan pengembangan (R&D), serta kebijakan dividen tunai. Penelitian selanjutnya dapat memperpanjang periode observasi, menambah sampel lintas negara berkembang di kawasan ASEAN, atau membandingkan subsektor manufaktur konsumen primer lainnya. Penggunaan alternatif proksi seperti Tobin's Q serta penambahan variabel moderasi tata kelola korporasi akan memperkaya khazanah teoretis secara komprehensif. Pengembangan model memperdalam pemahaman dinamika pasar modal.

DAFTAR PUSTAKA

Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data* (6th ed.). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5

BPJS Kesehatan. (2023). *Laporan pengelolaan program dan laporan keuangan jaminan kesehatan nasional tahun 2023*. BPJS Kesehatan.

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial management: Theory and practice* (15th ed.). Cengage Learning.

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Cengage Learning.

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. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 144–160. https://doi.org/10.1002/jcaf.22371

Dewi, A. S. T., & Sari, M. M. R. (2019). Pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, dan leverage terhadap nilai perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*, 27(1), 661–689. https://doi.org/10.24843/EJA.2019.v27.i01.p24

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33. https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1

Ghozali, I. (2018). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25* (Edisi ke-9). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.

Husnan, S., & Pudjiastuti, E. (2015). *Dasar-dasar manajemen keuangan* (Edisi ke-7). UPP STIM YKPN.

Kementerian Kesehatan Republik Indonesia. (2022). *Profil kesehatan Indonesia 2021*. Kementerian Kesehatan RI.

Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. (2021). *Rencana aksi percepatan pengembangan industri farmasi dan alat kesehatan nasional*. Kementerian Perindustrian RI.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x

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. https://www.jstor.org/stable/1809766

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. https://www.jstor.org/stable/1809167

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0

Nguyen, H. T., & Nguyen, J. A. (2020). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 97–105. https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no4.97

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. https://doi.org/10.2307/3003485

Sabrin, Sarita, B., Takdir, D., & Sujono. (2016). The effect of profitability on firm value in manufacturing company at Indonesia Stock Exchange. *The International Journal of Engineering and Science*, 5(10), 81–89.

Sartono, A. (2010). *Manajemen keuangan: Teori dan aplikasi* (Edisi ke-4). BPFE Yogyakarta.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. https://doi.org/10.2307/1882010

Sudiyatno, B., Puspitasari, E., & Kartika, A. (2020). The company's policy, firm performance, and firm value: An empirical study on Indonesia Stock Exchange. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 733–740. https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.733

Sugiyono. (2019). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D* (Edisi ke-2). Alfabeta.