

PROFITABILITAS, LIKUIDITAS, LEVERAGE, DAN NILAI PERUSAHAAN FOOD AND BEVERAGE 2020-2024

Kachio Prilaguna*

Magister Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya

*Corresponding author: kachioprilaguna@gmail.com

Abstract

This study examines the association of profitability, liquidity, and leverage with firm value among food and beverage issuers listed on the Indonesia Stock Exchange over 2020-2024. From an initial frame of 26 candidates, 15 issuers whose ratio components were fully traced to audited statements form a balanced panel of 75 firm-year observations. Firm value is measured by price-to-book value; profitability, liquidity, and leverage are proxied by return on assets, the current ratio, and the debt-to-equity ratio. Model selection uses Chow, Breusch-Pagan LM, Hausman, and Mundlak correlated-random-effects tests. The random-effects estimator is reported with issuer-clustered CR1 standard errors and exact-enumeration wild cluster bootstrap inference, since only 15 clusters are available. Return on assets is positively and significantly associated with price-to-book value (coefficient 13.6497; bootstrap $p = 0.0042$); the current ratio and the debt-to-equity ratio are not significant, and the joint test is insignificant ($p = 0.1225$). The sign and significance of profitability survive twenty-one alternative specifications, although its magnitude falls to roughly nine when outliers are handled. The evidence is associative and is not interpreted causally.

Keywords: *firm value; food and beverage; leverage; liquidity; profitability*

Abstrak

Penelitian ini menguji asosiasi profitabilitas, likuiditas, dan leverage dengan nilai perusahaan pada emiten *food and beverage* di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2024. Dari kerangka awal 26 kandidat, 15 emiten yang seluruh komponen rasionya berhasil ditelusuri ke laporan auditan membentuk panel seimbang 75 observasi perusahaan-tahun. Nilai perusahaan diukur dengan *price to book value*; profitabilitas, likuiditas, dan leverage diproksikan dengan *return on assets*, *current ratio*, dan *debt to equity ratio*. Pemilihan model memakai uji Chow, Breusch-Pagan LM, Hausman, dan Mundlak *correlated random effects*. *Random effect model* dilaporkan dengan *standard error* CR1 terkelompok per emiten dan inferensi *wild cluster bootstrap* enumerasi eksak karena jumlah *cluster* hanya 15. *Return on assets* berasosiasi positif dan signifikan dengan *price to book value* (koefisien 13,6497; p bootstrap = 0,0042), sedangkan *current ratio* dan *debt to equity ratio* tidak signifikan dan uji simultan juga tidak signifikan ($p = 0,1225$). Arah dan signifikansi profitabilitas bertahan pada dua puluh satu spesifikasi alternatif, meskipun besarnya turun menjadi sekitar sembilan ketika *outlier* ditangani. Bukti bersifat asosiasional dan tidak ditafsirkan secara kausal.

Kata kunci: *food and beverage; leverage; likuiditas; nilai perusahaan; profitabilitas*

PENDAHULUAN

Industri makanan dan minuman merupakan penopang terbesar sektor manufaktur Indonesia. Pada triwulan III 2024 subsektor ini menyumbang 40,17% terhadap produk domestik bruto industri pengolahan nonmigas dan 6,90% terhadap produk domestik bruto nasional, dengan pertumbuhan 5,82% (Antara News, 2025). Karakter permintaannya yang relatif

inelastis membuat subsektor ini lebih tahan ketika konsumsi rumah tangga tertekan, termasuk sepanjang gangguan pandemi dan masa pemulihan setelahnya. Ketahanan pada tingkat industri, bagaimanapun, tidak otomatis diterjemahkan menjadi penilaian yang seragam pada tingkat perusahaan.

Perbedaan penilaian antaremiten di dalam subsektor yang sama justru sangat

lebar. Pada 15 emiten yang menjadi sampel penelitian ini selama 2020-2024, *price to book value* bergerak dari 0,3369 hingga 9,7939. Artinya terdapat emiten yang dihargai pasar di bawah sepertiga nilai buku ekuitasnya, dan pada saat yang sama terdapat emiten yang dihargai hampir sepuluh kali nilai bukunya, meskipun keduanya menjual produk konsumsi kepada pasar yang sama dan menghadapi kondisi makro yang sama. Rentang sebesar itu menunjukkan bahwa pasar tidak menilai perusahaan berdasarkan sektornya, melainkan berdasarkan karakteristik yang melekat pada masing-masing perusahaan. Perbedaan sebesar itu memunculkan pertanyaan yang mendasari penelitian ini: informasi keuangan apa yang paling konsisten membedakan emiten yang dihargai tinggi dari emiten yang dihargai rendah?

Nilai perusahaan mencerminkan penilaian pasar atas prospek, risiko, dan kemampuan perusahaan menghasilkan manfaat ekonomi, dan *price to book value* (PBV) merangkum selisih antara penilaian pasar dan pencatatan akuntansi atas ekuitas. Dari sekian banyak karakteristik yang dapat dinilai investor, laporan keuangan menyediakan tiga dimensi yang paling lazim dibaca sebagai sinyal: kemampuan menghasilkan laba, kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek, dan komposisi pendanaan. Ketiganya diproksikan dengan *return on assets* (ROA), *current ratio* (CR), dan *debt to equity ratio* (DER). Ketiga rasio itu menjadi fokus penelitian ini.

Bukti empiris di Indonesia mengenai ketiga rasio tersebut belum konsisten. Pada subsektor *food and beverage* periode 2014-2017, Zen dan Pujarani (2023) menemukan CR tidak berpengaruh, sedangkan DER dan profitabilitas yang diproksikan dengan *return on equity* berpengaruh positif terhadap PBV. Pada perusahaan manufaktur, May dan Susanto (2024) menemukan profitabilitas berpengaruh positif, likuiditas berpengaruh negatif, dan leverage tidak signifikan. Kartika (2024) melaporkan likuiditas tidak berpengaruh

langsung terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, Supriyatna dan Akbar (2025) menemukan likuiditas dan leverage berpengaruh positif pada 28 emiten *food and beverage* periode 2021-2023. Ketidakseragaman ini menunjukkan bahwa kesimpulan sensitif terhadap periode, proksi, cakupan sampel, dan spesifikasi model, sehingga pengujian pada periode dan sampel yang terdokumentasi tetap diperlukan.

Ruang penelitian yang diisi studi ini bersifat kontekstual sekaligus metodologis. Secara kontekstual, periode 2020-2024 mencakup gangguan pandemi dan pemulihan, dan efek periode diuji melalui variabel indikator tahun. Secara metodologis, seluruh 75 observasi ditelusuri baris demi baris ke laporan keuangan auditan sehingga setiap rasio dapat direkonstruksi dari komponen dasarnya, pemilihan model diverifikasi dengan pendekatan Mundlak (1978) dan tidak hanya bergantung pada uji Hausman (1978), serta inferensi disesuaikan dengan jumlah *cluster* yang sedikit dan diuji ketahanannya terhadap *outlier*.

Penelitian ini bertujuan menguji apakah profitabilitas, likuiditas, dan leverage berasosiasi dengan nilai perusahaan pada emiten *food and beverage* di Bursa Efek Indonesia selama 2020-2024. Manfaat teoretisnya adalah memperluas bukti mengenai batas daya jelas rasio keuangan tunggal terhadap valuasi pasar dalam kerangka teori sinyal. Manfaat praktisnya, bagi manajemen, adalah menunjukkan rasio yang paling konsisten terkait valuasi pasar; bagi investor, menyediakan dasar empiris untuk menimbang bobot ketiga rasio dalam penilaian awal; dan bagi peneliti berikutnya, menyediakan praktik pelaporan yang dapat direplikasi. Kebaruan penelitian terletak pada periode 2020-2024 yang memuat gangguan pandemi dan pemulihan serta diuji melalui variabel indikator tahun, pada penelusuran seluruh komponen rasio ke laporan auditan, dan pada inferensi yang disesuaikan dengan jumlah *cluster* yang sedikit.

Teori sinyal menjelaskan bagaimana pihak yang memiliki informasi lebih banyak menyampaikan informasi yang dapat mengubah keyakinan pihak luar (Spence, 1973). Kinerja keuangan yang dilaporkan menjadi bagian dari himpunan informasi yang dipakai investor untuk memperbarui penilaian atas prospek dan risiko. Namun rasio keuangan bukan sinyal yang berdiri sendiri: pasar juga mempertimbangkan kualitas pengungkapan, peluang pertumbuhan, tata kelola, dan kondisi industri. Hubungan empiris dalam penelitian ini karena itu dirumuskan sebagai asosiasi, bukan mekanisme kausal.

Return on assets (ROA) menunjukkan kemampuan aset menghasilkan laba bersih. Dalam kerangka sinyal, laba yang dihasilkan dari basis aset yang sama sulit ditiru perusahaan berkinerja rendah, sehingga ROA merupakan sinyal yang relatif mahal untuk dipalsukan dan lebih kredibel dibandingkan rasio neraca. Dua mekanisme bekerja searah: ROA yang tinggi menaikkan ekspektasi arus manfaat masa depan sekaligus menurunkan ketidakpastian yang dipersepsikan investor. May dan Susanto (2024) memperoleh pengaruh positif profitabilitas pada nilai perusahaan manufaktur, dan Zen dan Pujarani (2023) memperoleh hasil searah dengan proksi *return on equity*. Anggreni, Sisdiyani, dan Badera (2025) menempatkan profitabilitas sebagai jalur mediasi yang menghubungkan akuntansi hijau dan kinerja lingkungan dengan nilai perusahaan, sehingga peran profitabilitas dalam pembentukan nilai juga didukung secara tidak langsung.

H1: Profitabilitas (ROA) berasosiasi positif dengan nilai perusahaan (PBV).

CR mengukur kemampuan aset lancar menutup liabilitas lancar. Likuiditas yang memadai menurunkan kekhawatiran terhadap kegagalan pembayaran jangka pendek, tetapi CR yang tinggi belum tentu menaikkan valuasi apabila berasal dari persediaan lambat bergerak, kas mengganggu, atau modal kerja yang tidak

produktif. Pada perusahaan *food and beverage*, komponen persediaan berpotensi besar dan perputarannya beragam, sehingga CR agregat dapat mencerminkan akumulasi aset lancar berimbal hasil rendah alih-alih fleksibilitas keuangan. Argumen ini mengimplikasikan hubungan negatif dan konsisten dengan May dan Susanto (2024) yang memperoleh koefisien likuiditas negatif, serta dengan Zen dan Pujarani (2023) dan Kartika (2024) yang tidak menemukan hubungan signifikan.

H2: Likuiditas (CR) berasosiasi negatif dengan nilai perusahaan (PBV).

DER menggambarkan besarnya liabilitas relatif terhadap ekuitas. Teori *trade-off* menyatakan bahwa struktur modal optimal terbentuk ketika manfaat marjinal perisai pajak utang setara dengan biaya marjinal kesulitan keuangan, sehingga penambahan utang melewati titik tersebut menurunkan nilai perusahaan (Myers, 1984). Jensen dan Meckling (1976) menambahkan bahwa utang dapat menekan biaya keagenan ekuitas dengan membatasi diskresi manajerial atas arus kas bebas, tetapi sekaligus memunculkan biaya keagenan utang berupa konflik antara pemegang saham dan kreditor. Pada emiten *food and beverage* yang arus kasnya sensitif terhadap harga bahan baku dan daya beli, probabilitas kesulitan keuangan meningkat lebih cepat seiring leverage sehingga komponen biaya diperkirakan mendominasi. Bukti empiris tidak seragam: Zen dan Pujarani (2023) serta Supriyatna dan Akbar (2025) menemukan hubungan positif, sedangkan May dan Susanto (2024) tidak menemukan hubungan signifikan.

H3: Leverage (DER) berasosiasi negatif dengan nilai perusahaan (PBV).

Metode Penelitian

Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif eksplanatori dengan data sekunder berbentuk panel. Subjek penelitian adalah emiten *food and beverage* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia sepanjang 2020-2024. Data dikumpulkan melalui teknik dokumentasi

atas laporan keuangan auditan, laporan tahunan, dan data harga penutupan akhir tahun. Kerangka sampel awal terdiri atas 26 emiten yang teridentifikasi pada tahap penelusuran awal; kerangka ini disusun dari penelusuran laporan tahunan dan basis data klasifikasi subsektor, bukan dari daftar resmi klasifikasi IDX-IC pada tanggal tertentu, sehingga istilah yang dipakai adalah kerangka sampel awal.

Pemilihan sampel dilakukan secara purposif dengan tiga kriteria: emiten tercatat dan menerbitkan laporan keuangan auditan untuk kelima tahun; tersedia seluruh komponen penyusun rasio, jumlah saham beredar, dan harga penutupan akhir tahun; serta seluruh komponen tersebut berhasil ditelusuri baris

demis baris ke dokumen sumber resmi sehingga memenuhi standar penguncian sumber yang diterapkan penelitian ini. Kriteria ketiga merupakan pembatas yang mengikat. Dari 26 kandidat, 15 emiten diselesaikan sampai tahap penguncian sumber dan membentuk panel seimbang 75 observasi. Sebelas emiten lain tidak diproses sampai tahap tersebut dalam periode kerja penelitian, dan sebagian di antaranya memiliki laporan tahunan lengkap sehingga secara prinsip layak dimasukkan. Satu emiten yang semula termasuk dalam daftar kerja digantikan emiten lain karena dokumen sumber resminya tidak dapat diakses pada saat ekstraksi. Konsekuensinya terhadap validitas eksternal dinyatakan pada bagian Kesimpulan.

Tabel 1
Pembentukan Sampel Penelitian

Tahap	Emiten	Observasi
Kerangka sampel awal food and beverage 2020-2024	26	130
Tidak diselesaikan sampai tahap penguncian sumber	(11)	(55)
Sampel final terkunci sumber	15	75

Sumber: data penelitian, diolah (2026).

Tabel 2
Identifikasi Dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Proksi	Pengukuran	Skala
Nilai perusahaan	PBV	Harga penutupan akhir tahun dibagi nilai buku per saham; nilai buku per saham = total ekuitas konsolidasian dibagi jumlah saham beredar akhir tahun	Rasio
Profitabilitas	ROA	Laba bersih pemilik entitas induk dibagi total aset	Rasio
Likuiditas	CR	Aset lancar dibagi liabilitas lancar	Rasio
Leverage	DER	Total liabilitas dibagi total ekuitas konsolidasian	Rasio

Sumber: laporan keuangan auditan, laporan tahunan, dan harga penutupan akhir tahun.

Ekuitas yang dipakai adalah total ekuitas konsolidasian yang mencakup kepentingan nonpengendali. Harga saham adalah harga penutupan akhir tahun tanpa penyesuaian aksi korporasi, dipasangkan dengan jumlah saham beredar pada tanggal yang sama. Nilai dalam satuan pelaporan asli emiten dikonversi ke satuan seragam sebelum perhitungan rasio.

Model empiris dinyatakan sebagai $PBV_{it} = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 DER_{it} + u_{it} + \varepsilon_{it}$, dengan i menunjukkan emiten, t

menunjukkan tahun, u_{it} merupakan heterogenitas perusahaan yang tidak teramati, dan ε_{it} merupakan galat

idiosinkratik. Teknik analisis statistik meliputi pemilihan model panel, estimasi, diagnostik, dan pengujian ketahanan. Uji Chow membandingkan *common effect model* dengan *fixed effect model* (FEM); uji Breusch-Pagan Lagrange Multiplier membandingkan *common effect model* dengan *random effect model* atau REM (Breusch & Pagan, 1980); dan uji Hausman membandingkan FEM dengan REM (Hausman, 1978). Statistik Hausman dihitung dengan varians idiosinkratik dari dekomposisi varians Swamy-Arora yang diterapkan pada kedua matriks kovarians. Uji Mundlak *correlated random effects* dipakai sebagai pemeriksaan *robust* terhadap asumsi tidak berkorelasi efek individual dan kovariat (Mundlak, 1978).

Uji asumsi mencakup *variance inflation factor*, uji Breusch-Pagan atas residual tertransformasi, Jarque-Bera, uji Wooldridge/Drukker untuk korelasi serial

(Drukker, 2003), dan uji Pesaran *cross-sectional dependence*. Karena korelasi serial terdeteksi, inferensi utama memakai kovarians CR1 yang dikelompokkan per emiten (Cameron & Miller, 2015). Dengan hanya 15 *cluster*, p-value asimtotik dapat kurang andal, sehingga diterapkan null-restricted *wild cluster bootstrap* dengan bobot Rademacher dan seluruh $2^{15} = 32.768$ kombinasi tanda (MacKinnon & Webb, 2018). Ketahanan hasil diuji melalui winsorisasi, penghapusan observasi ekstrem, transformasi logaritma variabel dependen, penambahan variabel indikator tahun, estimasi FEM, dan *jackknife* keluar-satu-emiten. Taraf signifikansi utama adalah 5%. Seluruh perhitungan dilakukan dengan Python 3 beserta pustaka *pandas*, *numpy*, *statsmodels*, dan *linearmodels*; data dan skrip tersedia atas permintaan agar penelitian dapat direplikasi.

Hasil

Tabel 3
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Min.	Maks.	Mean	Median	SD
PBV	75	0,3369	9,7939	2,4904	2,3607	1,7884
ROA	75	-0,0409	0,2218	0,0840	0,0729	0,0586
CR	75	1,1438	13,3091	3,3838	2,5092	2,6232
DER	75	0,1002	1,3573	0,5782	0,4709	0,3769

Sumber: data penelitian, diolah (2026). SD = standar deviasi.

Rata-rata PBV sebesar 2,4904 menunjukkan bahwa secara agregat harga pasar berada di atas nilai buku, tetapi rentang 0,3369 sampai 9,7939 memperlihatkan variasi valuasi yang besar dengan nilai maksimum sekitar 4,1 standar deviasi di atas rata-rata. Rata-rata ROA sebesar 0,0840 atau 8,40%, dengan nilai minimum negatif yang menandakan terdapat observasi rugi. CR memiliki variasi paling lebar secara relatif dan nilai maksimumnya 13,3091. Rata-rata DER 0,5782 menunjukkan liabilitas rata-rata lebih rendah daripada ekuitas. Kemencengan kanan pada PBV dan CR

menjadi dasar pengujian ketahanan yang dilaporkan pada Tabel 7.

Pemilihan model pada Tabel 4 menunjukkan Chow dan Breusch-Pagan Lagrange Multiplier sama-sama menolak *common effect model*, sedangkan Hausman dan Mundlak tidak menolak konsistensi REM. REM dipertahankan sebagai spesifikasi utama, sementara FEM tetap dilaporkan sebagai pembanding karena Chow menolak pooling secara kuat dan FEM tidak bergantung pada asumsi ortogonalitas antara efek individual dan kovariat.

Tabel 4
Hasil Pemilihan Model Data Panel

Uji	Perbandingan	Statistik	p-value	Keputusan
Uji Chow	CEM vs FEM	$F(14,57) = 20,8681$	$< 0,001$	FEM
Uji Breusch-Pagan LM	CEM vs REM	$\chi^2(1) = 87,0452$	$< 0,001$	REM
Uji Hausman	FEM vs REM	$\chi^2(3) = 1,6206$	0,6547	REM
Uji Mundlak (CRE)	Ketahanan asumsi REM	$F(3,14) = 0,6327$	0,6060	REM

Sumber: data penelitian, diolah (2026).

Keputusan menunjukkan model yang dipilih pada masing-masing perbandingan berdasarkan taraf signifikansi 5%. H0 uji Chow: tidak terdapat efek individual antaremiten. H0 uji Breusch-Pagan LM: varians efek individual sama dengan nol. H0 uji Hausman: efek individual tidak berkorelasi dengan kovariat. H0 uji Mundlak: koefisien rerata kovariat sama dengan nol, dengan p *wild cluster bootstrap* sebesar 0,7122. Kombinasi hasil ketiga uji utama mengarah pada *random effect model* sebagai model akhir, dan uji Mundlak dijalankan sebagai pemeriksaan tambahan atas asumsi tersebut.

Estimasi pada Tabel 5 menunjukkan koefisien ROA sebesar 13,6497 yang signifikan pada ketiga pendekatan inferensi, dengan interval keyakinan 95% sebesar 3,2395 sampai 24,0598 sehingga tidak memuat nol. Secara aritmetika, kenaikan ROA sebesar satu poin persentase berkaitan dengan kenaikan PBV sekitar 0,14. Koefisien CR

dan DER tidak signifikan dan interval keyakinannya melintasi nol. Estimasi FEM menghasilkan pola yang sama untuk ROA dan CR, sedangkan koefisien DER pada FEM naik menjadi 1,0233 dengan p sebesar 0,0920, yaitu arah positif yang berlawanan dengan H3. Berdasarkan arah koefisien dan tingkat signifikansi tersebut, H1 didukung; H2 tidak didukung karena meskipun arahnya sesuai prediksi koefisiennya tidak signifikan; dan H3 tidak didukung karena arahnya berlawanan sekaligus tidak signifikan. Uji simultan atas ketiga slope menghasilkan $F(3,14) = 2,8802$ dengan p sebesar 0,0734 pada kovarians CR1 dan 0,1225 pada *wild cluster bootstrap*, sehingga ketiga rasio tidak signifikan secara bersama-sama pada taraf 5% maupun 10%. Signifikansi ROA karena itu tidak dapat diperluas menjadi klaim bahwa model kuat secara bersama-sama, dan R^2 keseluruhan sebesar 0,2234 menunjukkan sebagian besar variasi PBV berada di luar ketiga rasio ini.

Tabel 5
Hasil Estimasi Random Effect Model Dan Fixed Effect Model

Variabel	Koefisien	Cluster SE	Cluster p	HC3 p	WCB p
<i>Panel A. Random effect model</i>					
Konstanta	0,9951	0,5692	0,1023	0,1316	-
ROA	13,6497	4,8537	0,0138	0,0290	0,0042
CR	-0,0401	0,0618	0,5270	0,5005	0,6204
DER	0,8370	0,7141	0,2607	0,2361	0,3238

Panel B. Fixed effect model

Variabel	Koefisien	Cluster SE	Cluster p	HC3 p	WCB p
Konstanta	0,8833	0,6820	0,2005	-	-
ROA	12,9200	5,6276	0,0254	-	-
CR	-0,0208	0,0559	0,7114	-	-
DER	1,0233	0,5970	0,0920	-	-

Sumber: data penelitian, diolah (2026).

Standard error CR1 dikelompokkan per emiten pada kedua panel. Panel A: R^2 tertransformasi = 0,1739; adjusted R^2 tertransformasi = 0,1389; R^2 keseluruhan = 0,2234. Panel B: R^2 *within* = 0,1616. Interval keyakinan 95% Panel A untuk ROA

Hasil uji asumsi klasik pada Tabel 6 menunjukkan bahwa multikolinearitas dan heteroskedastisitas tidak terjadi, sedangkan normalitas residual ditolak dan autokorelasi di dalam emiten terdeteksi. Karena autokorelasi terbukti, Durbin-Watson panel tidak dipakai sebagai uji formal dan inferensi utama memakai kovarians CR1 yang dikelompokkan per

adalah 3,2395 sampai 24,0598. Uji simultan atas ketiga slope: $F(3,14) = 2,8802$ dengan $p = 0,0734$ (kovarians CR1) dan $p = 0,1225$ (*wild cluster bootstrap*), sehingga tidak signifikan pada taraf 5%.

emiten. Dependensi lintas emiten tidak terbukti, meskipun daya ujinya terbatas karena periode hanya lima tahun. Penolakan normalitas tidak mengganggu kesimpulan karena inferensi tidak bergantung pada asumsi normalitas, melainkan pada kovarians terkelompok dan *wild cluster bootstrap*.

Tabel 6
Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji	Statistik	p-value	Kesimpulan
Uji multikolinearitas (VIF)	2,1874	-	Tidak terjadi multikolinearitas
Uji heteroskedastisitas (Breusch-Pagan)	$\chi^2(3) = 6,4523$	0,0916	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Uji normalitas (Jarque-Bera)	$\chi^2(2) = 168,5208$	< 0,001	Residual tidak berdistribusi normal
Uji autokorelasi (Wooldridge)	$F(1,14) = 11,3663$	0,0046	Terjadi autokorelasi dalam emiten
Uji dependensi lintas unit (Pesaran CD)	$z = 0,2994$	0,7647	Tidak terjadi dependensi lintas emiten

Sumber: data penelitian, diolah (2026).

Kesimpulan ditetapkan pada taraf signifikansi 5%. *Variance inflation factor* bukan uji hipotesis sehingga tidak memiliki p-value; kriteria yang dipakai adalah $VIF < 10$. H_0 uji heteroskedastisitas: varians galat homoskedastik. H_0 uji normalitas: residual berdistribusi normal. H_0 uji autokorelasi: tidak terdapat korelasi serial ordo pertama. H_0 uji dependensi lintas unit: tidak terdapat dependensi lintas emiten. Kovarians CR1 dan *wild cluster bootstrap* dipakai karena autokorelasi terdeteksi dan jumlah *cluster* hanya 15, bukan karena

heteroskedastisitas. Daya uji Pesaran CD terbatas karena periode penelitian hanya lima tahun.

Konsistensi p-value antara *cluster*, HC3, dan *bootstrap* hanya menunjukkan bahwa kesimpulan tidak bergantung pada pilihan estimator kovarians, karena ketiganya diterapkan pada koefisien yang sama. Karena Jarque-Bera menunjukkan ekor tebal, ketahanan koefisien diuji melalui enam spesifikasi alternatif dan *jackknife* keluar-satu-emiten pada Tabel 7.

Arah dan signifikansi ROA bertahan pada seluruh dua puluh satu estimasi, sementara CR dan DER tidak signifikan pada seluruhnya. Yang tidak bertahan adalah besaran koefisien ROA, yang turun sekitar sepertiga ketika ekor distribusi ditangani, sehingga rentang 0,09 sampai 0,15 lebih tepat dilaporkan daripada satu

angka tunggal. Seluruh variabel indikator tahun tidak signifikan, yang menunjukkan bahwa perbedaan valuasi antartahun selama periode pandemi dan pemulihan tidak menghasilkan pergeseran level PBV yang terdeteksi setelah heterogenitas emiten diperhitungkan.

Tabel 7
Hasil Uji Ketahanan Koefisien

Spesifikasi	ROA	Cluster p	CR	DER
REM utama	13,6497	0,0138	-0,0401	0,8370
Winsorisasi 5%/95% seluruh variabel	9,7154	0,0066	-0,0562	0,7321
Tanpa dua observasi ekstrem	8,8773	0,0128	-0,0246	0,8957
Variabel dependen ln(PBV)	3,9434	0,0140	-0,0096	0,2424
Dengan variabel indikator tahun 2021-2024	14,7861	0,0167	-0,0394	0,5623
Fixed effect model	12,9200	0,0254	-0,0208	1,0233
Jackknife keluar-satu- emiten (rentang)	9,5798- 15,3793	≤ 0,0342	-0,1212- 0,0119	0,3100- 1,1135

Sumber: data penelitian, diolah (2026). Observasi ekstrem yang dihapus adalah observasi dengan PBV tertinggi dan CR tertinggi. *Jackknife* dijalankan sebanyak 15 kali dengan mengeluarkan satu emiten pada tiap estimasi.

Diskusi

Dukungan terhadap H1 konsisten dengan teori sinyal: kemampuan aset menghasilkan laba memberi informasi yang lebih langsung mengenai efektivitas operasi dan prospek manfaat ekonomi dibandingkan posisi likuiditas atau komposisi pendanaan semata. Dua mekanisme bekerja searah. Pertama, ROA yang tinggi menaikkan ekspektasi arus manfaat masa depan sehingga menaikkan pembilang penilaian. Kedua, laba yang berulang dari basis aset yang sama menurunkan ketidakpastian yang dipersepsikan investor sehingga menurunkan tingkat diskonto. Temuan ini sejalan dengan May dan Susanto (2024) dan, dengan catatan perbedaan proksi, dengan Zen dan Pujarani (2023) yang memakai *return on equity*. Perbedaan proksi tersebut bukan hal sepele karena

return on equity memuat efek leverage pada penyebutnya, sehingga kesamaan arah antara kedua studi tidak otomatis berarti kesamaan mekanisme. Uji ketahanan menunjukkan bahwa besaran koefisien digerakkan sebagian oleh emiten dengan valuasi tertinggi, sehingga yang layak diklaim adalah arah dan konsistensi hubungannya, bukan koefisiennya sebagai ukuran besaran ekonomi yang presisi. Selain itu, laba dan valuasi dapat ditentukan bersama oleh prospek yang tidak seluruhnya masuk model, sehingga hasil ini tidak menunjukkan bahwa menaikkan ROA secara mekanis akan menaikkan PBV.

H2 tidak didukung. Koefisien CR bertanda negatif sesuai prediksi, tetapi sangat tidak presisi sehingga tidak dapat dibedakan dari nol. Hasil ini selaras dengan Zen dan Pujarani (2023) serta Kartika

(2024) yang tidak menemukan pengaruh langsung likuiditas, dan searah dengan temuan negatif May dan Susanto (2024). Penjelasan yang paling masuk akal adalah bahwa CR menggabungkan komponen dengan implikasi valuasi yang berlawanan: kas dan piutang berkualitas mencerminkan fleksibilitas keuangan, sedangkan persediaan lambat bergerak mencerminkan modal kerja tertahan. Ketika keduanya dijumlahkan dalam satu rasio, sinyalnya saling meniadakan sehingga koefisien agregat mendekati nol dengan ketidakpastian besar. Implikasinya, pasar tampak lebih memperhatikan komposisi dan efisiensi modal kerja daripada level CR agregat, dan dugaan tersebut dapat diuji langsung dengan memecah CR menjadi *quick ratio* dan rasio persediaan.

Perbedaan dengan Supriyatna dan Akbar (2025), yang memperoleh likuiditas berpengaruh positif signifikan pada sampel *food and beverage* yang berdekatan, patut ditelaah karena keduanya menggunakan subsektor yang sama. Empat sumber perbedaan dapat diidentifikasi. Pertama, cakupan sampel berbeda, yaitu 28 emiten pada studi tersebut berbanding 15 emiten pada studi ini, sehingga variasi antaremiten yang tertangkap juga berbeda. Kedua, periode berbeda karena 2021-2023 tidak memuat tahun 2020 sehingga guncangan awal pandemi tidak masuk dalam estimasi. Ketiga, spesifikasi berbeda karena studi tersebut menempatkan profitabilitas sebagai variabel moderasi, sehingga koefisien likuiditas di sana merupakan efek pada tingkat profitabilitas tertentu dan bukan efek rata-rata seperti dalam model ini. Keempat, dan yang paling mungkin menentukan, pendekatan inferensi berbeda karena penelitian ini memakai *standard error* terkelompok dan *wild cluster bootstrap* yang secara sistematis menghasilkan interval lebih lebar pada jumlah *cluster* kecil, sehingga koefisien yang akan dinyatakan signifikan dengan *standard error* konvensional dapat menjadi tidak signifikan di sini.

H3 juga tidak didukung, dan arah koefisiennya berlawanan dengan prediksi.

Tanda positif DER konsisten secara arah dengan Zen dan Pujarani (2023) serta Supriyatna dan Akbar (2025), tetapi ketidakpastiannya besar sehingga tidak layak dinyatakan sebagai hubungan positif. Pada estimasi FEM, koefisien DER naik menjadi 1,0233 dengan *p* sebesar 0,0920, yang mengindikasikan bahwa variasi leverage di dalam emiten dari waktu ke waktu berkaitan lebih erat dengan valuasi dibandingkan variasi antaremiten. Interpretasi yang mungkin adalah bahwa penambahan utang oleh emiten yang sama sering menyertai ekspansi kapasitas, sehingga pasar membacanya sebagai sinyal peluang investasi alih-alih kenaikan risiko. Bacaan ini konsisten dengan sisi manfaat argumen Jensen dan Meckling (1976) dan tidak konsisten dengan dominasi biaya kesulitan keuangan yang mendasari H3, tetapi dengan *p* sebesar 0,0920 pada 15 *cluster* bacaan tersebut tetap bersifat dugaan.

Secara lebih umum, respons pasar terhadap utang kemungkinan bergantung pada biaya utang, jatuh tempo, stabilitas arus kas, peluang investasi, dan tata kelola, yaitu dimensi yang tidak ditangkap DER tunggal. Rentang DER dalam sampel juga relatif sempit, dari 0,1002 hingga 1,3573, tanpa emiten yang mendekati wilayah tekanan keuangan. Tanpa variasi pada wilayah leverage tinggi, mekanisme biaya kesulitan keuangan yang mendasari H3 memang sulit terdeteksi, sehingga hasil ini merupakan keterbatasan rentang data dan bukan bukti bahwa mekanisme tersebut tidak berlaku pada subsektor ini. Perbedaan hasil dengan penelitian terdahulu yang cenderung menemukan hubungan signifikan justru menunjukkan bahwa pilihan metode inferensi memiliki konsekuensi substantif: sebagian temuan signifikan pada literatur valuasi berbasis rasio berpotensi tidak bertahan apabila diuji dengan *standard error* yang mengakomodasi korelasi di dalam emiten dan jumlah *cluster* yang sedikit. Pengujian ulang atas temuan-temuan tersebut merupakan arah pengembangan yang terbuka bagi penelitian berikutnya.

Pola keseluruhan tersebut memiliki implikasi praktis. Bagi manajemen, perhatian sebaiknya diarahkan pada kemampuan aset menghasilkan laba yang berulang, bukan pada upaya memperbaiki tampilan neraca: menaikkan CR dengan menahan kas atau menumpuk persediaan tidak terbukti berkaitan dengan valuasi yang lebih tinggi, dan menambah utang tidak terbukti menurunkannya pada rentang leverage yang ada dalam sampel. Bagi investor, ROA dapat dipakai sebagai penyaring awal, tetapi angkanya perlu dibaca bersama kualitas laba, peluang pertumbuhan, risiko, dan tata kelola karena ketiga rasio secara bersama-sama hanya menjelaskan sebagian kecil variasi PBV. Tidak signifikannya CR dan DER sebaiknya dibaca sebagai bukti yang belum memadai, bukan sebagai bukti bahwa likuiditas dan leverage tidak penting secara operasional.

Kesimpulan

Penelitian ini menjawab pertanyaan mengenai informasi keuangan yang paling konsisten membedakan valuasi antaremiten *food and beverage*, dan jawabannya bersifat selektif. Dari tiga rasio yang diuji, hanya profitabilitas yang menunjukkan asosiasi yang dapat dipertanggungjawabkan secara statistik dengan nilai perusahaan, sedangkan likuiditas dan leverage tidak. Daya jelas rasio keuangan terhadap valuasi pasar karena itu tidak merata. Rasio yang merangkum kemampuan menghasilkan laba bekerja sebagai sinyal karena laba yang berulang sulit ditiru perusahaan berkinerja rendah, sedangkan rasio yang merangkum posisi neraca tidak bekerja demikian karena menggabungkan komponen yang implikasi valuasinya saling berlawanan sehingga saling meniadakan.

Kontribusi penelitian tidak terletak pada arah hubungan tersebut, yang sudah dilaporkan penelitian terdahulu, melainkan pada pemisahan antara ketahanan arah dan ketahanan besaran. Arah profitabilitas bertahan pada seluruh dua puluh satu spesifikasi alternatif, sedangkan besarannya turun sekitar sepertiga ketika ekor distribusi ditangani. Temuan yang

bertahan pada arahnya tetapi tidak pada besarannya karena itu lebih tepat dilaporkan sebagai rentang daripada sebagai satu titik estimasi, dan perbedaan tersebut merupakan hal baru yang ditawarkan penelitian ini bagi praktik pelaporan hasil pada studi valuasi berbasis rasio.

Kelebihan penelitian terletak pada penelusuran seluruh komponen rasio ke dokumen sumber resmi sehingga setiap angka dapat direkonstruksi, dan pada penggunaan inferensi yang disesuaikan dengan jumlah *cluster* yang sedikit sehingga signifikansi tidak bergantung pada aproksimasi asimtotik. Kekurangannya terletak pada desain observasional yang hanya menghasilkan bukti asosiasional, pada pembentukan sampel yang bergantung pada penyelesaian penelusuran sumber sehingga generalisasi ke seluruh subsektor perlu dilakukan dengan hati-hati, pada penggunaan total ekuitas konsolidasian untuk nilai buku per saham dan DER sementara laba yang dipakai adalah porsi pemilik entitas induk, serta pada jumlah emiten dan panjang periode yang membatasi daya uji.

Keempat keterbatasan tersebut sekaligus menunjuk arah pengembangan selanjutnya, yaitu memperluas sampel dengan kriteria yang tidak bergantung pada proses ekstraksi agar jumlah *cluster* meningkat, menghitung ulang ukuran berbasis ekuitas dari ekuitas entitas induk, memecah *current ratio* menjadi komponen kas, piutang, dan persediaan untuk menguji dugaan saling meniadakan, serta menambahkan ukuran nilai alternatif dan variabel kontrol yang dijustifikasi teori. Sasaran inferensi kausal menuntut desain dinamis atau strategi identifikasi tersendiri, bukan sekadar penambahan variabel kontrol.

Pustaka Acuan

Anggreni, S. M., Sisdiyani, E. A., & Badera, I. D. N. (2025). Enhancing firm value through green accounting and environmental performance: The mediating effect of profitability. *Jurnal*

- Dinamika Akuntansi*, 17(1), 50-64.
<http://dx.doi.org/10.15294/jda.v17i1.10242>
- Antara News. (2025, 15 Januari). Kemenperin: Industri makanan dan minuman diminati investor. Diunduh dari:
<https://www.antaraneews.com/berita/4585494/kemenperin-industri-makanan-dan-minuman-diminati-investor-tanggal-19-Agustus-2026>.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
<http://dx.doi.org/10.2307/2297111>
- Cameron, A. C., & Miller, D. L. (2015). A practitioner's guide to cluster-robust inference. *Journal of Human Resources*, 50(2), 317-372.
<http://dx.doi.org/10.3368/jhr.50.2.317>
- Drukker, D. M. (2003). Testing for serial correlation in linear panel-data models. *The Stata Journal*, 3(2), 168-177.
<http://dx.doi.org/10.1177/1536867X0300300206>
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.
<http://dx.doi.org/10.2307/1913827>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kartika, R. (2024). The effect of growth opportunity and liquidity on firm value with profitability as a moderating variable. *International Journal of Multidisciplinary Research and Literature*, 3(6), 735-745.
<http://dx.doi.org/10.53067/ijomral.v3i6.268>
- MacKinnon, J. G., & Webb, M. D. (2018). The wild bootstrap for few (treated) clusters. *The Econometrics Journal*, 21(2), 114-135.
<http://dx.doi.org/10.1111/ectj.12107>
- May, F., & Susanto, L. (2024). Determinan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 6(2), 808-818.
<http://dx.doi.org/10.24912/jpa.v6i2.29726>
- Mundlak, Y. (1978). On the pooling of time series and cross section data. *Econometrica*, 46(1), 69-85.
<http://dx.doi.org/10.2307/1913646>
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
<http://dx.doi.org/10.2307/1882010>
- Supriyatna, Y., & Akbar, T. (2025). The effect of liquidity, leverage, and firm size on firm value with profitability as a moderating variable. *Research Horizon*, 5(5), 1829-1842.
<http://dx.doi.org/10.54518/rh.5.5.2025.800>
- Zen, S., & Pujarani, Q. E. (2023). Influence of liquidity, leverage, profitability and company size to company value: Food and beverage companies listed on the Indonesia Stock Exchange, 2014-2017. *Management Analysis Journal*, 12(2), 242-247.