



Peran Kinerja Keuangan dalam Memediasi Hubungan Efisiensi Biaya dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan Farmasi di Indonesia 2020-2024

Fajra Azkia Cahya Al Aulia^{1*}, Rafly Ramadhan², Muhamad Haris Anur Suhada³,
Santinah⁴, Bambang Hermawan⁵

1-5 Ekonomi dan Bisnis, Universitas Primagraha, Indonesia

*Penulis Korespondensi; BambangHermawan@upg.ac.id

Abstract. *Using company performance as an intervening variable, this study examines the impact of capital structure and cost efficiency on firm value in pharmaceutical enterprises between 2020 and 2024. The Operating Expenses to Operating Income ratio (BOPO) was used to measure cost efficiency; the Debt to Asset Ratio (DAR) was used to measure capital structure; Return on Assets (ROA) was used as a proxy for corporate performance; and the Price to Book worth (PBV) ratio was used to determine firm worth. Panel data regression analysis was used in a quantitative study design. The Random Effect Model (REM) was chosen for substructure 2, while the Common Effect Model (CEM) was determined to be the best model for substructure 1 based on the model selection process. The Sobel test was used to further assess the mediating influence of business performance. The empirical results show that BOPO and DAR together significantly affect ROA. On the other hand, BOPO, DAR, and ROA were not observed to have a significant impact on PBV in substructure 2. Additionally, the Sobel test shows that the relationship between BOPO, DAR, and firm value is not mediated by ROA.*

Keywords: *Company Performance; Cost Efficiency; Firm Value; Capital Structure; Mediation.*

Abstrak. Penelitian ini bertujuan menganalisis efisiensi biaya dan struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan memasukkan kinerja perusahaan sebagai variabel *intervening* terhadap perusahaan dengan sektor farmasi dengan rentang tahun 2020–2024. Efisiensi biaya diukur menggunakan rasio BOPO, struktur modal dianalisis melalui *Debt to Asset Ratio* (DAR), kemampuan perusahaan diwakili oleh *Return on Assets* (ROA), sedangkan nilai perusahaan dinilai dengan *Price to Book Value* (PBV). Penelitian ini menggunakan pendekatan metode kuantitatif dengan metode spesifik berupa analisis regresi pada data panel. Berdasarkan hasil pemilihan model, substruktur 1 memilih *Common Effect Model* (CEM) sebagai model yang paling sesuai. Sementara itu, *Random Effect Model* (REM) digunakan untuk substruktur 2. Peran mediasi kinerja perusahaan dianalisis melalui uji Sobel. Analisis data menunjukkan bahwa BOPO dan DAR keduanya sama-sama memengaruhi ROA secara signifikan. Sebaliknya, substruktur 2, BOPO, DAR, dan ROA tidak memberikan bukti adanya pengaruh terhadap PBV yang signifikan. Selain itu, hasil analisis dari uji Sobel menunjukkan bahwa ROA belum mampu berperan dalam menjadi variabel yang menghubungkan antara BOPO, DAR, dan nilai perusahaan.

Kata kunci: Efisiensi Biaya; Kinerja Perusahaan; Mediasi; Nilai Perusahaan; Struktur Modal.

1. LATAR BELAKANG

Salah satu industri strategis yang berperan penting dalam menunjang pelayanan kesehatan masyarakat sekaligus memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan perekonomian nasional ialah industri farmasi. Seiring dengan meningkatnya permintaan terhadap produk kesehatan pada masa pascapandemi, perusahaan farmasi dihadapkan pada berbagai tantangan, antara lain meningkatnya biaya operasional, persaingan industri yang semakin ketat, fluktuasi nilai tukar, serta kebutuhan pendanaan yang terus bertambah untuk mendukung proses produksi dan pengembangan produk. Situasi tersebut mendorong perusahaan untuk menerapkan pengelolaan biaya operasional dan struktur pendanaan secara lebih efektif agar

kinerja keuangan tetap terjaga serta mampu mempertahankan nilai perusahaan di tengah dinamika industri (Afifah Salsabilla dkk., 2024).

Kondisi yang dialami sejumlah perusahaan farmasi menunjukkan bahwa masih terdapat permasalahan dalam pencapaian kinerja keuangan maupun peningkatan nilai perusahaan. Sebagai contoh, PT Indofarma Tbk (INAF) membukukan kerugian sebesar Rp605 miliar pada tahun 2023 yang disertai penurunan penjualan sebesar 54,2% dibandingkan tahun sebelumnya. Di sisi lain, Pencatatan rugi bersih sebesar Rp1,48 triliun dilakukan oleh PT Kimia Farma Tbk (KAEF) meskipun nilai penjualannya mengalami peningkatan pada tahun yang sama. Fakta tersebut menunjukkan bahwa kenaikan nilai penjualan tidak mesti diiringi oleh peningkatan keuntungan dari perusahaan tersebut. Kondisi ini diduga berkaitan dengan besarnya beban operasional dan beban keuangan yang masih harus ditanggung sehingga proses perusahaan untuk mendapatkan keuntungan bersih menjadi terbatas



Gambar 1. Grafik Rata-Rata Price to Book Value (PBV) Tahun 2020–2024

Gambar 1. memaparkan bahwa nilai rata-rata perusahaan yang diukur menggunakan *Price to Book Value* (PBV) selama periode 2020–2024 menunjukkan pola yang naik turun. Pada tahun 2020, dicatat sebesar 1,72 sebagai nilai PBV, kemudian pada tahun 2021 menurun menjadi 1,53. Selanjutnya, nilai tersebut meningkat hingga mencapai 1,79 pada tahun 2022, sebelum kembali turun menjadi 1,49 pada tahun 2023 dan sedikit meningkat menjadi 1,53 pada tahun 2024. Meskipun terjadi kenaikan pada beberapa periode, tren keseluruhan memperlihatkan kecenderungan menurun. Kondisi tersebut mengindikasikan adanya pelemahan nilai perusahaan pada sektor farmasi selama periode pengamatan yang diduga berkaitan dengan anggapan pasar terhadap prospek perusahaan pada masa mendatang serta perubahan kinerja keuangan perusahaan

Di samping itu, hasil penelitian terdahulu mengenai hubungan antarvariabel masih menunjukkan temuan yang beragam. Penelitian Indiah Rianti dkk. (2021) melaporkan bahwa ROA tidak dipengaruhi oleh BOPO secara signifikan. Sebaliknya, Hakim, Sari, dan Yunita (2019) serta Afifah Salsabilla dkk. (2024) mendapati bahwa BOPO memberikan nilai negatif serta berpengaruh secara signifikan terhadap ROA. Perbedaan hasil terlihat pada DAR yang

memengaruhi ROA. Cindy dan Suartini (2021) serta Rita dan Monika (2023) menyatakan DAR tidak memengaruhi ROA secara signifikan, sedangkan menurut Padilah dan Janudin (2024) serta Dharsani dkk. (2020) menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan. Selain itu, Pramudita dan Sodikin (2026) membuktikan bahwa BOPO memiliki pengaruh signifikan terhadap PBV. Ketidakkonsistenan temuan tersebut diduga dipengaruhi oleh ciri khas perusahaan yang berbeda-beda, sektor industri yang diteliti, periode observasi, maupun kondisi ekonomi yang melatarbelakangi penelitian. Oleh karena itu, masih terdapat research gap yang layak untuk diteliti lagi.

Untuk menjawab kesenjangan penelitian yang teridentifikasi dalam studi-studi sebelumnya, penelitian ini memperkenalkan pendekatan baru dengan menempatkan Return on Assets (ROA) sebagai variabel antara (*intervening variable**) guna mengkaji dampak BOPO dan DAR terhadap PBV pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024. Penelitian ini bertujuan memberikan wawasan empiris mengenai pengaruh langsung dan tidak langsung dari efisiensi biaya serta struktur modal terhadap nilai perusahaan, dengan kinerja keuangan sebagai variabel mediasi. Selain itu, temuan penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur akademik, khususnya terkait peran mediasi kinerja keuangan dalam meningkatkan nilai perusahaan di sektor farmasi.

2. KAJIAN TEORITIS

Efisiensi Biaya (BOPO)

Efisiensi biaya mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola beban operasional secara efektif sehingga pendapatan yang diperoleh dapat dioptimalkan. Tingkat efisiensi tersebut umumnya diukur dengan perbandingan biaya operasional terhadap pendapatan operasional atau (BOPO). Menurut Kasmir (2019), perbandingan BOPO dipakai untuk mengevaluasi seberapa efisiensi perusahaan dalam melaksanakan aktivitas serta proses operasionalnya. Semakin rendah nilai BOPO menunjukkan bahwa perusahaan mampu mengelola biaya operasional secara lebih efektif. Kondisi tersebut dapat meningkatkan peluang perusahaan dalam menghasilkan laba sekaligus memperbaiki kinerja keuangan (Afifah dkk., 2024). Oleh sebab itu, rasio BOPO dipilih sebagai indikator untuk menilai efisiensi operasional perusahaan dalam penelitian ini.

Debt to Asset Ratio (DAR)

Struktur modal—yang dalam penelitian ini diukur menggunakan Debt to Asset Ratio (DAR) mencerminkan komposisi sumber pendanaan perusahaan, yang terdiri dari ekuitas dan utang, untuk mendukung kegiatan operasional maupun investasi. Brigham dan Houston (2016)

menegaskan bahwa keputusan mengenai struktur modal merupakan pilihan keuangan yang krusial karena melibatkan pemilihan sumber pendanaan yang paling ideal. Sementara itu, Kasmir (2019) menjelaskan bahwa DAR berfungsi sebagai indikator proporsi aset perusahaan yang dibiayai melalui utang; dengan kata lain, semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan berbasis utang, semakin tinggi pula nilai DAR yang tercatat. Oleh karena itu, pengelolaan struktur modal yang efektif menjadi faktor strategis dalam mendorong peningkatan kinerja keuangan serta meningkatkan nilai perusahaan secara berkelanjutan (Asmin dkk., 2024).

Return on Assets (ROA)

Return on Assets (ROA) mencerminkan sejauh mana perusahaan mampu memanfaatkan asetnya untuk menghasilkan laba. Fahmi (2018) menyatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan tercermin dari keberhasilannya dalam menjalankan kegiatan operasional selama periode tertentu, dan dalam penelitian tersebut, ROA digunakan sebagai tolok ukur kinerja keuangan. Senada dengan hal itu, Hanafi dan Halim (2016) menjelaskan bahwa ROA mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih berdasarkan total asetnya. Semakin tinggi nilai ROA, semakin efektif perusahaan dalam memanfaatkan asetnya untuk mendorong profitabilitas. Dengan demikian, ROA menjadi parameter utama yang umum digunakan untuk menilai kinerja keuangan perusahaan (Cahyati & Khuzaeni, 2025).

Nilai Perusahaan (PBV)

Nilai perusahaan mencerminkan penilaian investor terhadap kondisi dan prospek perusahaan yang umumnya tercermin pada harga saham di pasar. Brigham dan Houston (2016) menyatakan bahwa memaksimalkan nilai perusahaan sebagai upaya meningkatkan kekayaan para pemegang saham merupakan tujuan utama perusahaan. Penelitian tersebut memaparkan nilai perusahaan diketahui dengan *Price to Book Value* (PBV). Menurut Hery pada 2017, menjelaskan bahwa PBV merupakan parameter untuk membandingkan harga perusahaan dari pasar saham terhadap nilai perusahaan yang dibukukan. Semakin positif penilaian investor terhadap prospek pertumbuhan perusahaan di masa mendatang membuat semakin tinggi pula nilai PBV. Oleh karena itu, PBV digunakan sebagai indikator untuk menggambarkan nilai dan prospek perusahaan dengan tingkat kepercayaan investor (Putri & Darto, 2015).

Berdasarkan uraian tersebut, dapat dipahami bahwa efisiensi biaya tidak hanya mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menekan beban operasional, tetapi juga menunjukkan seberapa efektif sebuah perusahaan dalam menghasilkan laba secara berkelanjutan dengan mengelola sumber daya yang dimiliki.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menerapkan pendekatan kuantitatif dengan desain penelitian deskriptif dan verifikatif untuk menguji pengaruh efisiensi biaya serta struktur modal terhadap nilai perusahaan serta variabel mediasi menggunakan kinerja keuangan pada perusahaan sektor farmasi selama rentang tahun 2020–2024. Analisis data yang digunakan berasal dari data sekunder, bersumber dari laporan keuangan perusahaan farmasi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia atau BEI. Populasi dari penelitian tersebut meliputi seluruh perusahaan farmasi yang tercatat pada BEI selama periode pengamatan dilakukan. Pemilihan sampel dilakukan menggunakan teknik purposive sampling, yaitu berdasarkan kriteria tertentu yang disesuaikan dengan tujuan penelitian, sehingga didapatkan data observasi yang memenuhi persyaratan analisis sebanyak 50 buah. Tahapan analisis dilakukan secara sistematis, mulai dari pemilihan model regresi data panel, analisis deskriptif, pengujian hipotesis, hingga pengujian efek mediasi dengan karakteristik data penelitian untuk mendapatkan model yang sesuai.

Prosedur analisis data dalam penelitian ini diawali dengan penyajian statistik deskriptif, yang kemudian dilanjutkan dengan pendekatan regresi data panel. Untuk menentukan model regresi yang paling tepat, dilakukan serangkaian uji spesifikasi model—yaitu uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier (LM) guna memilih model terbaik di antara Common Effect Model (CEM), Fixed Effect Model (FEM), dan Random Effect Model (REM). Setelah model terpilih, dilakukan pengujian hipotesis menggunakan uji koefisien determinasi (R^2), uji parsial (uji-t), uji simultan (uji-F), serta uji Sobel untuk mengevaluasi peran mediasi kinerja keuangan dalam hubungan antarvariabel. Seluruh prosedur pengolahan data dilakukan menggunakan perangkat lunak EViews pada tingkat signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$).

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Analisis Data

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1. Hasil Analisis Statistik Deskriptif.

Statistik	PBV	BOPO	DAR	ROA
Mean	1,6086	0,5142	0,4984	0,0628
Maximum				
Minimum	0,0300	0,0200	0,1300	-0,9500
Std. Dev.				
Observations	50	50	50	50

Sumber: Data diolah menggunakan EViews 12 (2026)

Karakteristik data dari setiap variabel penelitian, yaitu efisiensi biaya (BOPO), struktur modal (DAR), kinerja keuangan (ROA), dan nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan sektor farmasi selama periode 2020–2024 digambarkan melalui analisis statistik deskriptif. Gambaran tersebut disajikan melalui nilai maksimum, minimum, rata-rata (*mean*), serta standar deviasi berdasarkan data observasi yang berjumlah 50 buah. Hasil analisis statistik deskriptif dapat dijelaskan sebagai berikut: a.) Efisiensi biaya (BOPO) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,5142 dengan standar deviasi 0,6020. Nilai minimum tercatat sebesar 0,0200, sedangkan nilai maksimum mencapai 2,6300. Hasil tersebut memaparkan tingkat efisiensi biaya pada perusahaan sektor farmasi selama periode penelitian cukup digunakan untuk menunjukkan variasi yang tinggi antarperusahaan;b.) Struktur modal (DAR) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,4984 dan standar deviasi 0,4706, dengan nilai minimum 0,1300 serta nilai maksimum 2,8500. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa proporsi penggunaan utang sebagai sumber pendanaan aset berbeda-beda pada setiap perusahaan yang menjadi objek penelitian;c.) Kinerja keuangan (ROA) memiliki *mean* sebesar 0,0628, standar deviasi 0,2361, nilai minimum –0,9500, dan nilai maksimum 0,4500. Melalui hasil data tersebut, pemanfaatan aset masih bervariasi selama periode pengamatan jika dilihat dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba;d.) Nilai perusahaan (PBV) memiliki rata-rata sebesar 1,6086 dengan standar deviasi 2,8849. Nilai minimum yang diperoleh sebesar 0,0300, sedangkan nilai maksimum mencapai 10,1300. Variasi nilai PBV tersebut mengindikasikan bahwa persepsi pasar terhadap nilai perusahaan farmasi berbeda secara cukup signifikan selama periode penelitian.

Secara umum, menunjukkan bahwa seluruh variabel penelitian memiliki tingkat variasi yang cukup beragam yang ditunjukkan dari hasil statistik deskriptif . Variasi tersebut mencerminkan adanya perbedaan karakteristik kondisi keuangan antarperusahaan sektor farmasi selama periode 2020–2024, sehingga data dinilai memadai untuk dianalisis lebih lanjut menggunakan data panel dari regresi

Pemilihan Model Data Panel

Hasil Pemilihan Model Data Panel

Tabel 2. Pemilihan Model data Panel

Persamaan	Uji Chow	Uji Hausman	Uji LM	Model Terpilih
Substruktur 1	0,5433	0,5155	0,3996	CEM
Substruktur 2	0,9980	0,9898	0,0000	REM

Berdasarkan Tabel 2, hasil analisis menunjukkan bahwa model untuk Substruktur 1 yang mengkaji pengaruh BOPO dan DAR terhadap ROA memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menjelaskan hubungan antarvariabel dibandingkan dengan model untuk

Substruktur 2. Hal ini dibuktikan oleh nilai *R-squared* sebesar 0,532157, yang berarti bahwa 53,21% variasi pada ROA dijelaskan oleh BOPO dan DAR, sedangkan sisanya sebesar 46,79% dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar cakupan model. Selain itu, nilai *Prob(F-statistic)* sebesar 0,000000 yang jauh di bawah tingkat signifikansi 0,05 menunjukkan bahwa model Substruktur 1 valid dan signifikan secara statistik dalam menjelaskan hubungan antarvariabel penelitian secara simultan. Sementara itu, hasil pengujian pada Substruktur 2, yang menganalisis pengaruh BOPO, DAR, dan ROA terhadap PBV, menunjukkan *R-squared* sebesar 0,027177. Nilai tersebut mengindikasikan bahwa ketiga variabel independen hanya mampu menjelaskan 2,72% variasi nilai perusahaan (PBV), sedangkan 97,28% sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian. Nilai *Prob(F-statistic)* sebesar 0,990345, yang lebih besar dari 0,05, menunjukkan bahwa model pada Substruktur 2 tidak memiliki signifikansi secara simultan.

Berdasarkan hasil tersebut, disimpulkan bahwa dalam menjelaskan hubungan antarvariabel, Substruktur 1 memiliki kemampuan yang lebih baik dibandingkan dengan Substruktur 2. Kesimpulan ini didukung oleh nilai *R-squared* yang lebih tinggi serta hasil uji simultan yang menunjukkan bahwa model Substruktur 1 memenuhi kriteria signifikansi statistik, sedangkan model Substruktur 2 belum dapat menjelaskan variasi nilai perusahaan secara memadai.

Hasil Estimasi Data Panel Substruktur 1

Tabel 3.Hasil Uji Regresi Data Panel substruktur 1

Variabel	Coefficient	Sdt.Error	t-statistic	Prob
C	0.202312	0.038954	5.193625	0.0000
BOPO	0.361116	0.039665	1.984112	0.0531
DAR	-0.361116	0.050745	-7.116282	0.0000

Berdasarkan hasil estimasi regresi data panel pada Substruktur 1, yang menganalisis pengaruh BOPO dan DAR terhadap ROA, diperoleh persamaan regresi dengan nilai konstanta sebesar 0,202312. Nilai tersebut menunjukkan bahwa ketika variabel BOPO dan DAR dianggap konstan, maka nilai ROA diperkirakan sebesar 0,202312.

Variabel BOPO memiliki koefisien regresi sebesar 0,361116 dengan nilai probabilitas (*p-value*) sebesar 0,0531. Karena nilai probabilitas tersebut melebihi tingkat signifikansi 5% (0,05), maka BOPO tidak terbukti memberikan pengaruh yang signifikan terhadap ROA. Dengan demikian, perubahan tingkat efisiensi biaya yang diukur dengan parameter BOPO belum dapat mengetahui secara lanjut perubahan kinerja keuangan perusahaan dengan cara statistik.

Sebaliknya, variabel DAR menunjukkan koefisien regresi sebesar $-0,361116$ dengan nilai probabilitas $0,0000$. Nilai tersebut lebih kecil daripada tingkat signifikansi $0,05$, sehingga DAR terbukti memberikan pengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA. Hasil ini mengindikasikan bahwa peningkatan proporsi utang terhadap total aset cenderung diikuti oleh penurunan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Dengan kata lain, semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan berbasis utang, semakin rendah tingkat profitabilitas yang tercermin melalui nilai ROA.

Hasil Estimasi Data Panel Substruktur II

Tabel 4. Hasil Uji Regresi Data Panel Substruktur 2

Variabel	Coefficient	Std.Error	t-statistic	Prob
C	1.414578	1.284635	1.101152	0.2766
BOPO	0.574414	1.082526	0.530623	0.5982
DAR	-1.598036	1.925426	-0.829965	0.4108
ROA	-0.876869	3.857151	-0.227336	0.8212

Berdasarkan hasil estimasi regresi data panel pada Substruktur 2, yang menguji pengaruh BOPO, DAR, dan ROA terhadap PBV, diperoleh nilai konstanta sebesar $1,414578$. Nilai tersebut menunjukkan bahwa apabila ketiga variabel independen dianggap konstan atau tidak mengalami perubahan, maka nilai PBV diperkirakan sebesar $1,414578$.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel BOPO memiliki koefisien regresi sebesar $0,574414$ dan nilai probabilitas (p-value) sebesar $0,5982$. Karena nilai probabilitas ini melampaui tingkat signifikansi $0,05$, BOPO memberikan pengaruh positif terhadap PBV, meskipun pengaruh tersebut tidak signifikan secara statistik. Dengan kata lain, perubahan pada tingkat efisiensi biaya belum memberikan dampak yang berarti terhadap nilai perusahaan.

Sementara itu, variabel DAR menghasilkan koefisien regresi sebesar $-1,598036$ dengan nilai probabilitas $0,4108$. Nilai probabilitas ini, yang juga melampaui ambang batas signifikansi $0,05$, menunjukkan bahwa DAR memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap PBV. Temuan ini mengindikasikan bahwa perubahan proporsi utang terhadap total aset belum memberikan pengaruh yang nyata terhadap nilai perusahaan sebagaimana diukur melalui rasio Price-to-Book Value (PBV). Adapun variabel ROA memiliki koefisien regresi sebesar $-0,876869$ dengan nilai probabilitas $0,8212$. Karena nilai probabilitas tersebut juga lebih besar dari $0,05$, maka ROA tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap PBV, meskipun arah hubungannya bersifat negatif. Temuan ini menunjukkan bahwa perubahan

tingkat profitabilitas perusahaan selama periode penelitian belum mampu meningkatkan maupun menurunkan nilai perusahaan secara signifikan.

Secara keseluruhan, hasil dari pengujian menunjukkan bahwa BOPO, DAR, dan ROA belum mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan yang diproksikan dengan PBV secara signifikan dari yang ditunjukkan oleh substruktur 2. Kondisi ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan pada sektor farmasi kemungkinan lebih dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian, seperti prospek pertumbuhan perusahaan, kebijakan dividen, kondisi pasar modal, sentimen investor, maupun faktor makroekonomi.

Uji Hipotesis

Tabel 5. Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Hasil
H1: BOPO $\rightarrow$ ROA	Ditolak
H2: DAR $\rightarrow$ ROA	Diterima
H3: BOPO $\rightarrow$ PBV	Ditolak
H4: DAR $\rightarrow$ PBV	Ditolak
H5: ROA $\rightarrow$ PBV	Ditolak
H6: BOPO $\rightarrow$ PBV melalui ROA	Ditolak
H7: DAR $\rightarrow$ PBV melalui ROA	Ditolak

Berdasarkan hasil pengujian tujuh hipotesis, dari tujuh hipotesis yang diajukan hanya hipotesis kedua yang diterima, yaitu DAR karena memengaruhi nilai negatif dan memberikan pengaruh signifikan terhadap ROA. Lalu, hipotesis lainnya ditolak karena memiliki nilai probabilitas yang di atas 0,05.

Uji Parsial Substruktur I dan Substruktur 2

Uji parsial (uji-t) dilakukan untuk mengidentifikasi pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Jika nilai probabilitas yang diperoleh kurang dari 0,05, dapat disimpulkan bahwa variabel independen tersebut memiliki pengaruh yang signifikan secara statistik terhadap variabel dependen.

Tabel 6. Output E-Views 14, data diolah peneliti (2026)

Hipotesis	Hubungan Variabel	Koefisien	p-value	Hasil
H1	BOPO-ROA	00.202312	0.0531	Ditolak
H2	DAR-ROA	-0.361116	0.000	Diterima
H3	BOPO-PBV	0.574414	0.5982	Ditolak
H4	DAR -PBV	-1.598036	0.4108	Ditolak
H5	ROA-PBV	-0.876869	0.8212	Ditolak
H6	BOPO-ROA-PBV	Z=-0.216	0.8288	Tidak Memediasi
H7	DAR-ROA-PBV	Z=0.972	0.3310	Tidak Memediasi

Koefiesien Determinasi (R2)

Pengujian ini bertujuan untuk mengukur sejauh mana variabel independen menjelaskan variasi pada variabel dependen, sementara sisanya dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak tercakup dalam model penelitian.

Tabel 7.Output Eviews 14 Data diolah penulis (2026)

Model	R-squarade	Adjusted R-squarade	Prob (F-stastitic	Kesimpulan
Struktur 1 Bopo – Dar – Roa	0.532157	0.512249	0.000000	Model signifikan
Struktur 2 Bopo – Dar – Roa – Pbv	0.024227	-0.039411	0.763761	Model tidak signifikan

Berdasarkan Tabel 7, model untuk Substruktur I menghasilkan nilai Prob. (F-Statistic) sebesar 0,000000 ($< 0,05$), yang menunjukkan bahwa model regresi tersebut signifikan secara statistik. Hasil ini memperlihatkan bahwa variabel efisiensi biaya (BOPO) dan struktur modal (DAR) secara simultan memengaruhi kinerja keuangan (ROA). Nilai Adjusted R-Square sebesar 0,512249 mengindikasikan bahwa 51,22% variasi dalam ROA dapat dijelaskan oleh BOPO dan DAR, sedangkan sisanya sebesar 48,78% dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar model.

Sebaliknya, model untuk Substruktur II menunjukkan nilai Prob. (F-Statistic) sebesar 0,763761 ($> 0,05$); dengan demikian, model regresi tersebut dinilai tidak signifikan secara statistik. Nilai Adjusted R-Square sebesar -0,039411 menunjukkan bahwa variabel BOPO, DAR, dan ROA, jika ditinjau secara bersama-sama, tidak mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan (PBV) secara memadai. Temuan ini mengisyaratkan bahwa faktor-faktor di luar

model seperti kondisi pasar, prospek pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, dan berbagai faktor eksternal memainkan peran yang lebih dominan dalam memengaruhi perubahan nilai perusahaan di sektor farmasi selama periode penelitian.

Hasil Uji Sobel

Uji Sobel

Jalur Mediasi	Sobel Test Statistic	p-value	Keputusan
BOPO → ROA → PBV	-0,2163	0,8288	Tidak mampu dimediasi ROA
DAR → ROA → PBV	0,9721	0,3310	Tidak mampu dimediasi ROA

Hasil Uji Sobel I menunjukkan nilai statistik sebesar -0,21628381 dengan p-value sebesar 0,82876653. Karena p-value ini melampaui tingkat signifikansi 0,05, pengaruh tidak langsung melalui variabel ROA dinilai tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa ROA belum berfungsi sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara variabel independen dan dependen pada model penelitian ini. Temuan ini mengindikasikan bahwa hubungan antarvariabel tersebut bersifat langsung, bukan dimediasi oleh mekanisme kinerja keuangan.

Sementara itu, hasil Uji Sobel II menunjukkan nilai statistik sebesar 0,97205807 dengan p-value sebesar 0,33102166. P-value ini, yang juga melampaui ambang batas signifikansi 0,05, menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung DAR terhadap PBV melalui ROA adalah tidak signifikan. Akibatnya, ROA belum berperan sebagai penghubung antara struktur modal (DAR) dan nilai perusahaan (PBV). Temuan ini mengisyaratkan bahwa perubahan struktur modal belum memengaruhi nilai perusahaan melalui perubahan tingkat profitabilitas yang diukur dengan ROA. Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja keuangan (ROA) belum berperan sebagai mekanisme mediasi yang menghubungkan efisiensi biaya atau struktur modal dengan nilai perusahaan di sektor farmasi selama periode penelitian. Oleh karena itu, terdapat kemungkinan bahwa faktor-faktor di luar model penelitian turut memengaruhi hubungan-hubungan tersebut.

Pembahasan

Pengaruh Efisiensi Biaya (BOPO) terhadap Kinerja Keuangan (ROA)

Hasil pengujian dari data yang didapat, memaparkan bahwa BOPO tidak memiliki pengaruh yang sangat signifikan terhadap ROA. Temuan ini menunjukkan perubahan tingkat efisiensi dari operasional Perusahaan farmasi belum mampu memberikan dampak yang jelas terhadap kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan bersih. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan sektor farmasi masih mampu mempertahankan

keseimbangan antara biaya operasional dan pendapatan yang diperoleh, sehingga fluktuasi BOPO tidak secara langsung memengaruhi tingkat profitabilitas. Selain itu, pencapaian laba perusahaan dipengaruhi oleh efisiensi biaya operasional, dan juga oleh factor-faktor lain, seperti pertumbuhan pendapatan, kualitas aset, struktur pendanaan, efektivitas pengelolaan aset, serta kondisi ekonomi yang berlangsung selama periode penelitian.

Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian yang menyatakan bahwa BOPO tidak terlalu memberikan berpengaruh yang signifikan terhadap ROA (Afifah dkk, 2024). Sebaliknya, hasil tersebut berbeda dengan penelitian Hakim, Sari, dan Yunita (2019) serta Afifah Salsabilla dkk. (2024) yang membuktikan bahwa ROA tidak secara signifikan dipengaruhi hasil negatif dan signifikan BOPO. Perbedaan hasil tersebut diduga dipengaruhi oleh variasi karakteristik perusahaan, sektor industri yang diteliti, periode observasi, maupun kondisi ekonomi yang melatarbelakangi masing-masing penelitian.

Hasil analisis data penelitian yang didapat juga berjalan beriringan dengan hasil penelitian Waluyo Jati, Bulan Oktrima, dan Eti Ariyanti (2022) yang menemukan bahwa BOPO tidak berpengaruh secara parsial terhadap ROA pada PT Bank Central Asia Tbk, sebagaimana ditunjukkan oleh nilai t hitung yang lebih kecil daripada t tabel ($0,894 < 2,306$) serta nilai signifikansi sebesar $0,397 (>0,05)$. Sebaliknya, penelitian Atok Muhajir, Miyasto, dan Wisnu Mawardi (2018) memiliki serta memaparkan hasil data yang berbeda dari sebelumnya, yaitu BOPO memberikan pengaruh berupa nilai negatif dan signifikan terhadap ROA. Penelitian tersebut menjelaskan bahwa perbandingan BOPO yang rendah mencerminkan tingkat efisiensi pengelolaan operasional yang lebih baik pada Perusahaan tersebut sehingga mampu meningkatkan keuntungan baik bersih maupun kotor dari Perusahaan terkait. Sebaliknya, perbandingan BOPO yang tinggi mengartikan bahwa besarnya biaya operasional yang harus ditanggung perusahaan, sehingga berpotensi menurunkan keuntungan bersih yang dihasilkan Perusahaan.

Debt to Asset Ratio (DAR) terhadap Return on Assets (ROA)

Hasil analisis data pengujian memaparkan bahwa *Debt to Asset Ratio (DAR)* memberikan nilai negatif dan pengaruh signifikan terhadap *Return on Assets (ROA)*. Temuan tersebut menunjukkan bahwa peningkatan jumlah hutang dalam hal pendanaan pada perusahaan cenderung menurunkan tingkatkeuntungan bersih yang dihasilkan. Semakin besar penggunaan utang dibandingkan total aset, semakin tinggi pula beban bunga dan kewajiban keuangan yang harus dipenuhi perusahaan. Kondisi tersebut dapat mengurangi kapabilitas perusahaan dalam memperoleh keuntungan bersih dari aset yang dimiliki, sehingga ROA cenderung mengalami penurunan.

Temuan penelitian ini sejalan dengan *Trade-Off Theory* yang dikemukakan oleh Brigham dan Houston (2016). Teori tersebut menjelaskan bahwa penggunaan utang dapat memberikan manfaat berupa penghematan pajak (*tax shield*) hingga mencapai tingkat tertentu. Namun, apabila proporsi utang melebihi tingkat yang optimal, perusahaan akan menghadapi peningkatan biaya kebangkrutan (*financial distress cost*) dan risiko keuangan yang lebih tinggi. Akibatnya, penggunaan utang menjadi lebih kecil manfaatnya jika dibandingkan biaya yang dihasilkan sehingga profitabilitas perusahaan dapat menurun.

Pada perusahaan sektor farmasi, kebutuhan pendanaan untuk kegiatan penelitian, pengembangan produk, serta investasi fasilitas produksi relatif tinggi. Oleh karena itu, penggunaan utang berpotensi meningkatkan beban keuangan sehingga menekan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba jika tidak diimbangi dengan peningkatan pendapatan dan efisiensi operasional yang memadai.

Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan Cindy dan Suartini (2021) serta Rita dan Monika (2023) menyatakan jika DAR tidak secara signifikan memberikan pengaruh terhadap ROA. Berbalik dengan hal itu, hasil penelitian tersebut konsisten dengan penelitian Padilah dan Janudin (2024) serta Dharsani dkk. (2020) yang membuktikan jika DAR secara signifikan memberikan pengaruh terhadap ROA. Perbedaan hasil antarpelitian tersebut diduga berkaitan dengan variasi karakteristik perusahaan, sektor industri yang menjadi objek penelitian, periode pengamatan, serta kondisi ekonomi yang memengaruhi efektivitas penggunaan utang dalam mendukung kinerja keuangan perusahaan.

Pengaruh Efisiensi Biaya (BOPO) terhadap Nilai Perusahaan (PBV)

Hasil pengujian yang diperoleh menunjukkan jika Biaya Operasional terhadap Pendapatan Operasional (BOPO) secara signifikan tidak memiliki pengaruh terhadap *Price to Book Value* (PBV). Temuan tersebut mengindikasikan bahwa tingkat efisiensi operasional perusahaan belum mampu memberikan dampak yang nyata bagi nilai Perusahaan yang seharusnya. Dengan kata lain, perubahan efisiensi biaya yang terlihat melalui perbandingan BOPO belum dapat dijadikan faktor utama yang memengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan farmasi.

Temuan ini dapat dijelaskan berdasarkan *Signaling Theory* yang dikemukakan oleh Brigham dan Houston (2016). Teori tersebut menyatakan jika informasi yang diberikan oleh perusahaan dapat menjadi sinyal bagi investor dalam mengambil keputusan investasi melalui laporan keuangan yang dibukukan. Namun, hasil penelitian tersebut menunjukkan informasi mengenai efisiensi pengelolaan yang direpresentasikan oleh BOPO belum memberikan sinyal yang dapat memengaruhi anggapan pasar terhadap nilai perusahaan. Dalam praktiknya,

investor cenderung mempertimbangkan berbagai faktor lain, seperti prospek pertumbuhan perusahaan, tingkat profitabilitas, kebijakan dividen, kondisi pasar modal, serta kinerja perusahaan secara menyeluruh sebelum menentukan keputusan investasi.

Hasil penelitian yang didapat juga sejalan dengan temuan Igor Sasuka (2017) yang menyatakan jika PBV tidak dipengaruhi oleh BOPO. Sebaliknya, hasil tersebut berbeda dengan penelitian Pramudita dan Sodikin (2026) yang menemukan adanya pengaruh signifikan BOPO terhadap PBV. Perbedaan hasil antarpelitian tersebut diduga dipengaruhi oleh variasi karakteristik perusahaan, perbedaan sektor industri, periode penelitian, serta karakteristik sampel yang digunakan dapat menghasilkan hubungan yang berbeda antara efisiensi operasional dan nilai perusahaan.

Debt to Asset Ratio (DAR) terhadap Price to Book Value (PBV)

Hasil pengujian data dari penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa *Debt to Asset Ratio* (DAR) tidak signifikan memiliki pengaruh terhadap *Price to Book Value* (PBV). Temuan ini menduga bahwa besarnya penjumlahan hutang perusahaan belum dapat menjadi hal yang menyebabkan perubahan nilai Perusahaan terkait. Dengan demikian, peningkatan maupun penurunan tingkat utang dapat memengaruhi persepsi investor terhadap nilai perusahaan sektor farmasi secara tidak langsung.

Temuan tersebut dapat dijelaskan berdasarkan *Trade-Off Theory* yang dikemukakan oleh Brigham dan Houston (2016). Teori ini menyatakan bahwa penggunaan utang mampu meningkatkan nilai perusahaan jika hasil baik yang diperoleh, seperti *tax shield*, lebih memiliki peluang besar jika dibandingkan biaya dan risiko yang ditimbulkan. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat utang perusahaan farmasi selama periode pengamatan masih berada pada tingkat yang dianggap wajar oleh investor. Oleh karena itu, struktur modal yang tercermin melalui DAR belum menjadi pertimbangan utama dalam menentukan nilai perusahaan. Investor kemungkinan lebih memusatkan perhatian pada faktor lain, seperti rencana pertumbuhan Perusahaan kedepannya, kapabilitas menghasilkan keuntungan bersih, arus kas, inovasi produk, maupun kondisi pasar modal.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Anton, Oktaviana, dan Hadi (2023) yang menyatakan bahwa DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV. Sebaliknya, temuan ini berbeda dengan penelitian Asmin dkk. (2024) serta Sofiani dan Siregar (2022) yang menemukan adanya pengaruh positif dan signifikan antara DAR dan PBV. Perbedaan hasil tersebut diduga dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan yang diteliti, perbedaan sektor industri, periode observasi, serta kondisi ekonomi yang melatarbelakangi masing-masing

penelitian sehingga menghasilkan hubungan yang tidak selalu konsisten antara struktur modal dan nilai perusahaan.

Return on Assets (ROA) terhadap Price to Book Value (PBV)

Hasil pengujian data ini melaporkan jika *Return on Assets* (ROA) tidak secara signifikan memberikan pengaruh terhadap *Price to Book Value* (PBV). Hasil temuan ini melaporkan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan belum dapat memberikan dampak yang riil terhadap nilai perusahaan selama rentang waktu penelitian berlangsung. Dengan demikian, perubahan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui pemanfaatan aset belum menjadi faktor utama yang memengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan sektor farmasi.

Berdasarkan *Signaling Theory* yang dikemukakan oleh Brigham dan Houston (2016), tingkat profitabilitas merupakan salah satu informasi yang dapat memberikan sinyal positif kepada investor mengenai prospek dan kinerja perusahaan. Namun, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa informasi mengenai profitabilitas yang tercermin melalui ROA belum menjadi pertimbangan utama dalam pembentukan nilai perusahaan. Dalam mengambil keputusan investasi, investor memiliki peluang untuk lebih mempertimbangkan berbagai aspek lain, seperti rencana jangka panjang pertumbuhan perusahaan, kondisi pasar modal, sentimen investor, kebijakan dividen, stabilitas ekonomi, maupun faktor eksternal lainnya yang dapat memengaruhi rencana jangka panjang Perusahaan.

Hasil penemuan ini konsisten juga dengan temuan Sondakh, Saerang, dan Samadi (2019) yang melaporkan bahwa ROA tidak terlalu berpengaruh secara signifikan terhadap PBV. Sebaliknya, hasil berbeda dilaporkan oleh penemuan dari Asmin dkk. (2024) yang melaporkan adanya pengaruh positif dan pengaruh signifikan antara ROA dan PBV. Perbedaan temuan antarpelitian tersebut diduga dipengaruhi oleh variasi karakteristik perusahaan, perbedaan sektor industri, periode pengamatan, maupun karakteristik sampel yang digunakan sehingga menghasilkan hubungan yang tidak selalu konsisten antara profitabilitas dan nilai perusahaan.

Pengaruh Efisiensi biaya (BOPO) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) melalui Kinerja Keuangan sebagai Variabel Mediasi

Hasil uji Sobel menunjukkan bahwa ROA tidak mampu memediasi pengaruh BOPO terhadap PBV. Hasil ini memiliki kemungkinan analisis jika perubahan tingkat efisiensi operasional yang diukur dengan parameter BOPO belum dapat memengaruhi nilai perusahaan secara tidak langsung melalui perubahan profitabilitas yang diprosikan oleh ROA. Dengan kata lain, peningkatan maupun penurunan efisiensi operasional belum menghasilkan tingkat

profitabilitas yang cukup untuk memberikan dampak secara signifikan terhadap nilai Perusahaan terkait.

Hasil ini menunjukkan bahwa efisiensi operasional yang tercermin melalui rasio BOPO belum dapat diterjemahkan menjadi peningkatan nilai perusahaan yang dihitung dengan menggunakan *Price to Book Value* atau (PBV). Meskipun BOPO menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengendalikan biaya operasional, informasi tersebut belum menjadi faktor yang cukup kuat untuk memengaruhi anggapan investor melalui peningkatan profitabilitas. Kondisi ini mengindikasikan bahwa dalam menilai perusahaan, investor tidak mesti berfokus terhadap efisiensi operasional dan keuntungan bersih yang dihasilkan, tetapi mempertimbangkan berbagai aspek lain, seperti prospek pertumbuhan perusahaan, inovasi produk, strategi bisnis, kondisi pasar modal, serta faktor ekonomi makro.

Temuan tersebut sejalan dengan *Signaling Theory* yang dipaparkan oleh Brigham dan Houston (2016), menyatakan jika profitabilitas menjadi salah satu bentuk sinyal yang dapat diinformasikan oleh perusahaan kepada investor mengenai rencana dan kinerja perusahaan. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan profitabilitas yang dipengaruhi oleh efisiensi operasional belum dapat memberikan sinyal yang cukup kuat untuk meningkatkan persepsi investor terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, ROA belum dapat berfungsi sebagai variabel intervening dalam hubungan antara BOPO dan PBV pada perusahaan sektor farmasi selama periode penelitian.

Temuan penelitian ini sejalan dengan studi yang dilakukan oleh Sembiring, Sri Ayu Purnama, dan Ferikawita M. (2024), yang menunjukkan bahwa kemampuan menghasilkan laba tidak serta-merta menjadi penghubung antara struktur modal dan nilai perusahaan. Namun, hasil ini berbeda dengan penelitian Rahmawati dan Topowijono (2021) serta Wulandari dan Suwitho (2022), yang menemukan bahwa profitabilitas berperan sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara efisiensi operasional dan nilai perusahaan. Perbedaan hasil antarpelitian ini kemungkinan disebabkan oleh faktor-faktor seperti karakteristik perusahaan yang dianalisis, sektor industri spesifik, periode pengamatan, dan kondisi ekonomi yang mendasarinya yang semuanya memengaruhi pola hubungan secara keseluruhan antara efisiensi biaya, profitabilitas, dan nilai perusahaan.

Pengaruh Struktural Modal (DAR) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) melalui Kinerja Keuangan sebagai Variabel Mediasi

Hasil uji Sobel yang dilakukan terhadap penelitian ini menunjukkan jika ROA tidak mampu menengahi pengaruh DAR terhadap PBV. Temuan ini mengindikasikan meskipun *Debt to Asset Ratio* (DAR) terbukti memberikan pengaruh secara signifikan terhadap *Return*

on Assets (ROA), pengaruh tersebut tidak berlanjut sampai memengaruhi *Price to Book Value* (PBV) melalui mekanisme mediasi. Maka dari itu, perubahan struktur modal yang tercermin dalam DAR belum dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan peningkatan keuntungan berkala.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa perubahan tingkat utang perusahaan memang memengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, tetapi peningkatan maupun penurunan profitabilitas tersebut belum cukup untuk mendorong perubahan nilai perusahaan secara signifikan. Kondisi ini mengindikasikan bahwa investor tidak hanya mempertimbangkan tingkat profitabilitas yang dihasilkan dari kebijakan pendanaan, tetapi juga memperhatikan berbagai faktor lain, seperti prospek pertumbuhan perusahaan, kemampuan menghasilkan arus kas, inovasi produk, kondisi industri, serta sentimen pasar dalam menentukan nilai perusahaan.

Temuan penelitian ini dapat dijelaskan berdasarkan *Trade-Off Theory* oleh Brigham dan Houston (2016). Teori tersebut menyatakan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat *tax shield* selama berada pada tingkat yang optimal. Namun, apabila manfaat penggunaan utang tidak mampu menghasilkan peningkatan profitabilitas yang berdampak pada persepsi investor, maka struktur modal tidak akan meningkatkan nilai perusahaan secara tidak langsung. Oleh karena itu, penelitian ini menghasilkan bahwa ROA belum dapat menjalankan fungsi sebagai variabel intervening dalam proyeksi dengan DAR dan PBV.

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Viktor Trianto (2021), yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Kesimpulan serupa juga diperoleh oleh Sekar Arum Wijayanti dan Erma Setiawati (2024), yang menunjukkan bahwa peningkatan profitabilitas akibat perubahan struktur modal tidak berdampak signifikan terhadap nilai perusahaan; dengan demikian, profitabilitas tidak berperan sebagai variabel mediasi.

Namun, temuan ini berbeda dengan penelitian Purwani dan Santoso (2022), yang menemukan bahwa profitabilitas memang berperan sebagai penghubung antara struktur modal dan nilai perusahaan. Perbedaan hasil ini kemungkinan disebabkan oleh faktor-faktor seperti perbedaan karakteristik perusahaan, sektor industri, periode pengamatan, dan kondisi ekonomi, yang menunjukkan bahwa hubungan antara struktur modal, profitabilitas, dan nilai perusahaan tidak selalu menunjukkan pola yang konsisten.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis data penelitian yang dilakukan sebelumnya, disimpulkan bahwa BOPO tidak memberikan pengaruh secara signifikan terhadap ROA, sedangkan DAR terbukti memengaruhi nilai negatif dan secara signifikan berpengaruh terhadap ROA. Selanjutnya, pengujian terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa BOPO, DAR, dan ROA tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap PBV. Hasil uji Sobel juga mengonfirmasi bahwa ROA belum mampu memediasi hubungan antara BOPO maupun DAR dengan PBV. Temuan tersebut menunjukkan bahwa kinerja keuangan yang diprosikan menggunakan ROA belum berperan sebagai mekanisme mediasi dalam menjelaskan pengaruh efisiensi biaya dan struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024.

Berdasarkan temuan analisis data penelitian, perusahaan sektor farmasi diharapkan mampu mengelola struktur modal dengan lebih optimal, khususnya untuk menentukan proporsi atau rasio penggunaan utang, sehingga tidak memberikan dampak negatif terhadap profitabilitas perusahaan. Hasil analisis data penelitian ini dapat menjadi rujukan bagi investor serta bahan pertimbangan untuk tidak hanya berfokus pada aspek profitabilitas dan struktur modal, tetapi juga memperhatikan faktor-faktor lain yang berpotensi memengaruhi nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi. Sementara itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk memasukkan variabel lain yang relevan, memperluas cakupan objek penelitian, serta menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang agar mampu memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan.

UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis ingin menyampaikan apresiasi dan rasa terima kasih yang mendalam kepada semua pihak yang telah memberikan dukungan, bantuan, dan kontribusi selama penyusunan dan penyelesaian penelitian ini. Ucapan terima kasih khusus disampaikan kepada pembimbing akademik yang telah meluangkan waktu, tenaga, dan pemikiran untuk memberikan arahan, masukan, dan bimbingan yang sangat berharga sepanjang proses penelitian. Penulis juga mengucapkan terima kasih kepada Bursa Efek Indonesia (BEI) atas akses terhadap data yang diperlukan untuk penelitian ini. Akhir kata, penulis menyampaikan apresiasi yang tulus kepada semua pihak lainnya—yang tidak dapat disebutkan satu per satu—atas dukungan dan bantuan yang memungkinkan penelitian ini diselesaikan dengan sukses.

DAFTAR REFERENSI

- Wijayanti, S. A., & Setiawati, E. (2024). *Pengaruh struktur modal, keputusan investasi, profitabilitas sebagai variabel mediasi terhadap nilai perusahaan: Studi kasus pada perusahaan manufaktur sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2020–2022*. Jurnal Bisnis, Bisnis dan Ekonomi (JBBE), 18(1), 98–109. <https://doi.org/10.46306/jbbe.v18i1.679>
- Warta Ekonomi. (2025). Turun 58,10%, rugi Kimia Farma (KAEF) sisa Rp95 miliar di semester I 2025.
- Sukirno, S., & Wahyuni, R. (2026). Post-pandemic valuation anomaly: Why current ratio failure to mediate ROA and DER on PBV in the chemical sector on the IDX. International Journal of Science and Environment (IJSE), 6(1), 991–998.
- Sofiani, L., & Siregar, E. M. (2022). Analisis pengaruh ROA, CR dan DAR terhadap nilai perusahaan sektor makanan dan minuman. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 10(1), 9–16.
- Salsabilla, A., Sinaga, R. N., Nasution, S. Z. A. P., Musyafa, F., & Hasibuan, M. M. P. (2024). *Pengaruh CAR, NPF, BOPO terhadap ROA Bank Syariah Indonesia (2019–2023)*. Al-Ihsan: Jurnal Bisnis dan Ekonomi Syariah.
- Risdwiyanto, A. & Kurniyati, Y. (2015). Strategi Pemasaran Perguruan Tinggi Swasta di Kabupaten Sleman Yogyakarta Berbasis Rangsangan Pemasaran. *Jurnal Maksipreneur: Manajemen, Koperasi, dan Entrepreneurship*, 5(1), 1-23. <http://dx.doi.org/10.30588/SOSHUMDIK.v5i1.142>.
- Putri, R. G., & Darto. (2025). Determinasi nilai perusahaan pada perusahaan sub industri farmasi di Indonesia. *Jurnal Pendidikan Tambusai*, 9(2), 13073–13083.
- PT Bursa Efek Indonesia. (2020–2024). Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Diakses dari <https://www.idx.co.id>
- Muhajir, A., Miyasto, & Mawardi, W. (2018). *A study on the company value of public banks listed in the Indonesian Stock Exchange between 2010–2015*. Jurnal Bisnis Strategi, 26(1), 13–27. <https://doi.org/10.14710/jbs.26.1.13-27>
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan*. PT RajaGrafindo Persada.
- Jati, W., Oktrima, B., & Ariyanti, E. (2022). *Pengaruh Net Interest Margin (NIM) dan Biaya Operasional dan Pendapatan Operasional (BOPO) terhadap Return on Asset (ROA) pada PT Bank Central Asia, Tbk periode 2010–2020*. Jurnal Ilmiah Swara MaNajemen (Swara Mahasiswa Manajemen), 2(4), 509–518. <https://doi.org/10.32493/jism.v2i4.25618>
- Hakim, L., Sari, P. R. K., & Yunita, V. A. (2019). *Pengaruh NPL dan BOPO terhadap ROA pada Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2013–2017*. Jurnal Manajemen dan Bisnis, 2(1). <https://doi.org/10.37673/jmb.v2i1.282>
- Fei, C., & Wirianata, H. (2026). *Pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan dan likuiditas terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel intervening*. Jurnal Akuntansi, Keuangan dan Manajemen (JAFM), 7(1), 95–106. <https://doi.org/10.38035/jafm.v7i1>
- Febrianti, C., & Suartini, S. (2021). *Pengaruh Current Ratio (CR) dan Debt to Asset Ratio (DAR) terhadap Return on Asset (ROA)*. Journal of Economic, Business and Accounting (COSTING), 4(2), 492–497.

- Devina, M., & Purnama, M. (2022). Analisis pengaruh current ratio, return on asset, debt ratio, dan inventory turnover terhadap nilai perusahaan.... *NIKAMABI: Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 1(2).
- Detik Finance. (2025, 8 Mei). Holding BUMN farmasi masih rugi Rp1 triliun.
- Brigham,E.F.,&Houston,J.(2016). *Fundamentals of Financial Management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Asmin, E. A., Kartini, T., & Alvianingsih, A. (2024). Pengaruh debt to asset ratio (DAR), return on asset (ROA), dan size terhadap nilai perusahaan (PBV).... *Promosi: Jurnal Program Studi Pendidikan Ekonomi*, 12(2).
- ANTARA News. (2025). Phapros berbalik dari rugi jadi cetak laba Rp27,44 miliar di 2025.
- ANTARA News. (2025). Phapros (PEHA) ungkap tantangan yang dihadapi industri farmasi di 2025.