

Peran Firm Size Sebagai Moderasi Dalam Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Firm Value

Rita Amelinda¹⁾

rita.amelinda@ukrida.ac.id

Lambok DR Tampubolon²⁾

lambok.ricardo@ukrida.ac.id

Eva Oktavini³⁾

eva.oktavini@ukrida.ac.id

Roseline Mannuela Anwar⁴⁾

roseline.anwar@ukrida.ac.id

1) 2) 3) 4) Universitas Kristen Krida Wacana

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menjawab fenomena dan research gap yang terjadi antar penelitian terdahulu yang relevan. Penelitian ini akan membahas mengenai pengaruh menguji pengaruh *leverage* dan efisiensi *asset management* terhadap *firm value*. Penelitian ini juga akan menganalisis peran *firm size* sebagai variabel moderasi dalam memperkuat atau memperlemah pengaruh faktor-faktor yang menentukan kinerja perusahaannya. Sampel dari penelitian ini terdiri dari 60 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2019. Dalam konteks pengolahan data, peneliti menggunakan E-Views versi 9.0.

Hasil dari penelitian ini membuktikan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value* sementara manajemen aset berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *firm value*. Kemudian variabel *firm size* sendiri sebagai variabel moderasi berhasil memperlemah pengaruh *financial leverage* terhadap *firm value*, namun sebaliknya *firm size* memperkuat memoderasi pengaruh manajemen aset terhadap *firm value*.

Kata Kunci: Nilai Perusahaan, *Tobin's Q*, Ukuran Perusahaan, *Leverage*, Manajemen Aset

PENDAHULUAN

Pertumbuhan perekonomian di Indonesia selama periode 2017-2019 berada di angka sekitar 5%. Namun, Indonesia sendiri menjadi salah satu negara yang telah diakui sebagai negara dengan manufaktur terbesar di ASEAN bahkan global. Hal ini dapat dilihat dari grafik di bawah ini bahwa tren *manufacturing value added* Indonesia dari tahun ke tahun secara jangka panjang mengalami tren peningkatan. Industry manufaktur dapat dikatakan sebagai salah satu ujung tombak pengembang dan penggerak ekonomi suatu negara. China yang selama 2019 memimpin sebagai *World's Manufacturing Superpower* juga turut menggerakkan Indonesia untuk berkontribusi dalam manufaktur secara agresif. Hal ini dapat dilihat melalui ketercapaian Indonesia untuk masuk ke dalam sepuluh besar negara dengan proporsi output manufaktur terbesar selama 2019 secara global bersama negara-negara maju lainnya (Amerika, Jepang, Jerman, India, Korea Selatan, Itali, Perancis, dan Inggris).

Gambar 1: Tren Manufacturing Value Added Indonesia



Sumber: World Bank National

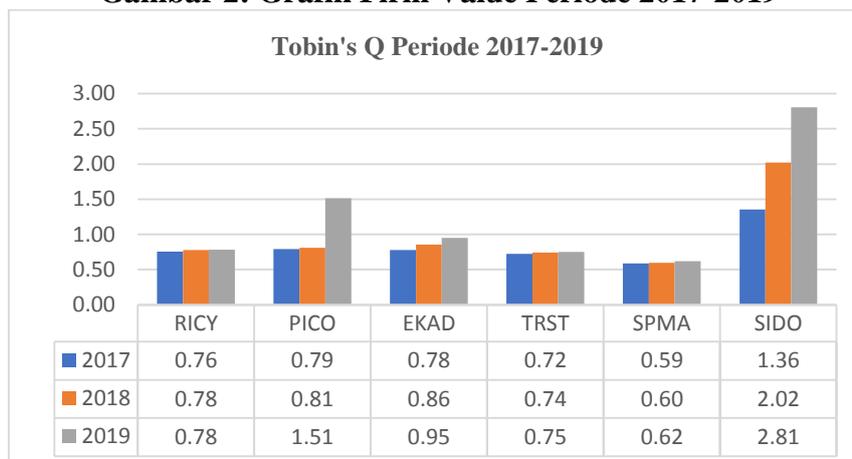
Tujuan perusahaan dalam konteks manajemen keuangan sendiri yaitu memaksimalkan kekayaan pemilih atau dalam hal ini adalah pemegang saham (Houston, 2019). Laba yang besar tidak selalu mencerminkan kesejahteraan pemegang saham. Tanggung jawab dan peran dari manajemen yaitu mengambil dan melaksanakan keputusan serta strategi yang berdampak untuk meningkatkan harga saham itu sendiri. Beberapa indikator yang dapat menjadi kunci penentu yaitu arus kas, risiko, dan pengelolaan asset dalam mewujudkan tujuan dari perusahaan itu sendiri. Setiap perusahaan mendapat tantangan untuk mampu mengalokasikan sumber pendanaan yang dimiliki dalam aset yang tepat dan terkelola dengan baik.

Ukuran dan pertumbuhan asset perusahaan yang baik akan memberikan sinyal prospectus yang positif bagi investor untuk dalam hal kesehatan dan kinerja perusahaannya. Berdasarkan Tabel 1 dapat kita lihat bahwa beberapa perusahaan manufaktur memiliki tren untuk memertahankan bahkan memperbesar ukuran perusahaan mereka melalui pertumbuhan asset perusahaannya. Hal ini berbanding lurus sesuai dengan tren yang stabil atau bahkan meningkat signifikan dari sisi nilai perusahaan yang ditunjukkan pada Gambar 2.

Tabel 1: Pergerakan Firm Growth Perusahaan Periode 2017-2019

	RICY	PICO	EKAD	TRST	SPMA	SIDO
2017	+7%	+ 13%	+ 13%	+ 1%	+ 1%	+ 6%
2018	+ 12%	+ 20%	+ 7%	+ 29%	+ 5%	+ 6%
2019	+ 5%	+ 31%	+ 13%	+ 1%	+ 4%	+ 6%

Sumber: idx.co.id, data diolah

Gambar 2: Grafik Firm Value Periode 2017-2019

Sumber: idx.co.id, data diolah

Pengukuran keberhasilan suatu perusahaan dari sisi manajemen keuangan dapat dilakukan dengan pendekatan pasar, pendekatan akuntansi, dan kombinasinya (Carini et al., 2017). Pada pendekatan pasar umum dilakukan dengan indikator yang melibatkan kapitalisasi pasar seperti indeks beta untuk mengukur risiko. Sementara itu, pendekatan akuntansi pada umumnya dikenal indikator ROA (*Return on Asset*), ROE (*Return on Equity*), dan ROCE (*Return on Common Equity*). Berikutnya, pada pendekatan kombinasi keduanya dapat dilakukan dengan pendekatan *Market Value Added* (MVA) atau dengan Tobin's Q. Menurut Putri, et.al. (2019), *market value added* menunjukkan tingkat ekspektasi pemegang saham dalam menciptakan kesejahteraan perusahaan dan pemiliknya di masa mendatang. Semakin tinggi nilai MVA, dapat disimpulkan bahwa manajemen berhasil dalam mengelola perusahaan yang berdampak pada kesejahteraan pemegang saham melalui nilai kekayaan mereka. Sementara Tobin's Q mengukur hubungan antara nilai pasar saham suatu perusahaan dengan replacement cost dari sumber daya perusahaan. Nilai Tobin's Q menunjukkan peluang investasi bagi investor yang dinyatakan dari tingginya nilai perusahaan yang mengindikasikan *replacement value* akan asset yang rendah (Fu et al., 2017; Sucuahi & Cambarihan, 2016).

Manajemen keuangan perusahaan memiliki tiga fungsi atau kebijakan penting yaitu keputusan mengenai pendanaan, investasi, dan kebijakan dividen (Gitman & Zutter, 2019). Keputusan pendanaan atau pembiayaan merupakan salah satu awal penentu langkah perusahaan untuk kemudian dapat mengambil strategi investasi, mengelola asetnya, hingga akhirnya membayarkan imbal hasil bagi pemegang saham. Struktur modal pada umumnya terbagi menjadi pendanaan berupa hutang, saham, atau modal sendiri. Proporsi penggunaan hutang yang tepat dapat memberikan manfaat bagi perusahaan dalam mendukung *firm performance* yang akan meningkatkan nilai perusahaan juga. Keputusan manajemen keuangan harus memastikan bahwa dalam setiap strategi dan kebijakan, perusahaan harus memiliki pendanaan yang cukup dalam membayar kewajibannya dan kemudian dapat menghasilkan kekayaan investasi bagi pemiliknya (Owolabi & Inyang 2013; Arnold, 2013).

Menurut Ahmed et al. (2018), perusahaan perlu mencari titik *trade-off* yang sesuai untuk pemanfaatan hutang yang dapat memberikan penghematan biaya seperti pajak akan tetapi juga memiliki risiko yang sesuai bagi perusahaan. Vo & Ellis (2017) membuktikan bahwa penggunaan hutang memiliki dampak negatif terhadap firm value dikarenakan pemanfaatan beban bunga yang direncanakan berbalik merugikan karena memiliki risiko. Besarnya biaya hutang dan bunga menyebabkan perusahaan kemungkinan dapat mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) atau bahkan kebangkrutan. Pada sisi lain, Pandya (2016) dan

Dang & Do (2021) membuktikan bahwa beban bunga dan hutang yang timbul akibat penggunaan hutang menjadi indikator yang sangat signifikan dalam pergerakan market value added dan nilai perusahaan. Manajer keuangan diarahkan untuk menjaga tingkat bunga dan biaya hutang yang sesuai untuk menciptakan nilai perusahaan dan kekayaan bagi pemegang sahamnya.

Kumar et al. (2021) menyatakan dalam observasinya bahwa selain penggunaan leverage (hutang), ada indikator yang secara signifikan memiliki pengaruh yaitu efisiensi manajemen asset yang menggunakan indikator asset turnover ratio. Miswanto & Oematan (2020) menyatakan bahwa dalam penelitiannya bahwa manajemen asset dapat dilakukan dalam berbagai pendekatan indikator antara lain *working capital turnover*, *receivable turnover*, *inventory turnover*, *total asset turnover* dan *fixed asset turnover*. Hasil observasinya membuktikan bahwa berbagai indikator manajemen aset memiliki pengaruh yang positif yang akan berdampak juga pada kesejahteraan pemegang saham yang ditunjukkan melalui return saham dan nilai perusahaan. Akinleye & Olufemi (2019), menyatakan bahwa untuk mewujudkan nilai perusahaan yang tinggi, faktor yang menjadi indikator penting yaitu utilisasi asset yang efektif dan efisien. Manajemen perlu memperhatikan alokasi dan pemanfaatan asset yang optimal untuk menghasilkan penjualan yang lebih tinggi bagi sebuah perusahaan. Tidak hanya untuk kepentingan kesejahteraan pemilik semata, pengelolaan asset ini tentu juga secara tidak langsung mendorong pertumbuhan perekonomian suatu negara.

Ada beragam indikator yang dapat menjadi penentu baik atau buruknya *firm value* dalam suatu perusahaan setiap periodenya. Akan tetapi, keputusan penggunaan *financial leverage* dan manajemen asset menjadi faktor utama dalam mendorong *firm value*. Melihat kondisi perkembangan asset dan ukuran perusahaan yang stabil atau semakin besar membuat timbulnya kemungkinan bahwa ukuran menjadi faktor yang memperkuat kontribusi dan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan nilai perusahaan yang tinggi. Gaur & Gupta (2011), Lambey, (2021), dan Ko et al. (2019) membuktikan bahwa perusahaan berskala besar memiliki pengalaman dan kemampuan yang lebih tinggi dalam mengelola risiko dan meningkatkan kesejahteraannya dibandingkan dengan perusahaan yang kecil.

TINJAUAN PUSTAKA

Firm Value

Dalam sudut pandang manajemen keuangan, laba bukanlah indikator tujuan akhir dari keberhasilan suatu perusahaan. Sebuah perusahaan yang memiliki laba yang besar akan tetapi tidak memiliki aliran kas yang cukup akan menghadapi tantangan yang besar dalam operasional dan investasinya. Perbedaan antara sudut pandang akuntansi dan manajemen ini memunculkan konsep bahwa tujuan akhir dari keberhasilan sebuah perusahaan adalah nilai perusahaan yang tinggi. Nilai perusahaan sendiri kerap kali dicerminkan melalui kapitalisasi pasar atau harga saham yang akan berdampak bagi kesejahteraan pemegang saham. (Houston, 2019; Ross et al., 2003). Ada berbagai indikator yang dapat mencerminkan nilai perusahaan seperti *Price to Book Value (PBV)*, *Price Earnings Ratio (P/E Ratio)*, *Market Value Added*, atau bahkan Tobin's Q. Indikator Tobin's Q kerap kali digunakan dalam penelitian karena tidak hanya mencerminkan kinerja perusahaan dari sisi profit, melainkan juga potensi perusahaan di masa mendatang (Zhang et al., 2020). Tentunya ini menjadi sebuah sinyal dan pertimbangan bagi investor dalam melakukan analisis terkait kepemilikan saham mereka (Houston, 2019; Ross et al., 2003).

Financial Leverage

Financial leverage dapat disimpulkan sebagai suatu risiko atas penggunaan hutang yang dilakukan perusahaan dalam membiayai kebutuhan asset perusahaan (Gitman & Zutter, 2019). Sesuai dengan teori keagenan oleh Jensen & Meckling (1976) bahwa terkadang dalam

memenuhi kebutuhan dan target perusahaan dalam hal pemenuhan kebutuhan pasar, perusahaan kerap kali menggunakan hutang dengan tujuan awal membagi risiko dan mendapatkan penghematan biaya pajak. Akan tetapi, dari sisi pemegang saham akan mengalami kerugian apabila risiko yang dimiliki atas hutang terlalu besar, dari imbal hasil yang berkurang hingga kemungkinan pertanggung jawaban risiko gagal bayar atau kesulitan keuangan (Evgeny, 2015). Banyak penelitian membuktikan bahwa penggunaan hutang memiliki dua dampak yang bertolak belakang dengan pola grafik *inverted U-Shaped* yang dapat meningkatkan maupun menurunkan nilai perusahaan itu sendiri. (Ankamah-Yeboah et al., 2021; Dalci, 2018; Jiang et al., 2019; Mahmood et al., 2019)

Asset Management

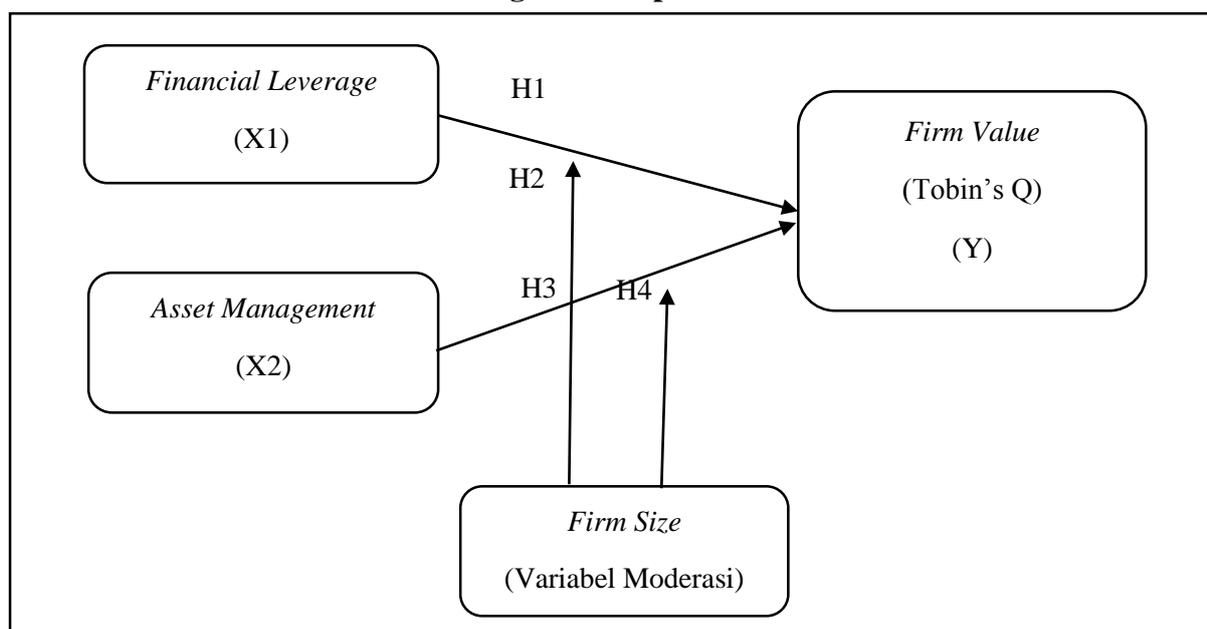
Sebuah perusahaan perlu untuk dapat mengatur alokasi asetnya agar dapat tepat sesuai kebutuhan dan dapat dimanfaatkan secara produktif dalam menghasilkan penjualan. Efisiensi dan efektivitas pengelolaan aset akan meningkatkan profitabilitas yang berdampak secara tidak langsung kepada nilai perusahaan (Andreas et al., 2021; Banamtuan et al., 2020). Perusahaan perlu mengatur agar aset yang dimiliki tidak terlalu banyak idle sehingga biaya modal yang telah dibebankan dapat dipenuhi melalui produktivitas aset yang menghasilkan aliran kas dan laba bagi perusahaan. Secara umum, manajemen aset akan mengkalkulasi seberapa banyak perputaran aset dalam sebuah perusahaan untuk satu periode waktu (Houston, 2019).

Firm Size

Firm size merupakan indikator yang mengukur besar-kecilnya perusahaan baik melalui total aset, total sales, harga pasar saham, jumlah karyawan, jumlah modal, atau sejenisnya. Perusahaan yang besar akan memiliki kemampuan untuk menghasilkan laba, penjualan, dan aset yang besar yang pada akhirnya dapat menggerakkan harga pasar saham atau juga kapitalisasi pasar. Ukuran perusahaan ini disinyalir dapat menjadi pendorong atau penguat untuk kinerja dan nilai perusahaan (Obeidat, 2021; Prasetya Margono & Gantino, 2021).

Kerangka Konseptual

Gambar 3: Kerangka Konseptual Model Penelitian



Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan penelitian relevan, kajian teori, dan fenomena yang telah disampaikan sebelumnya, maka dapat disimpulkan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1: Terdapat pengaruh positif signifikan antara *financial leverage* terhadap *firm value*

H2: Terdapat pengaruh positif signifikan antara *asset management* terhadap *firm value*

H3: *Firm size* secara positif signifikan memoderasi pengaruh *financial leverage* terhadap *firm value*

H4: *Firm size* secara positif signifikan memoderasi pengaruh *asset management* terhadap *firm value*

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2019. Penelitian ini mengambil teknik *purposive sampling* sebagai metode pengambilan sampel. Peneliti mengambil 60 sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kriteria pemilihan sampel hingga akhirnya terkumpul 60 perusahaan manufaktur yaitu kelengkapan laporan tahunan yang telah diaudit dari periode 2017-2019. Pengambilan periode waktu dilakukan sebelum pandemic Covid-19 terjadi agar data yang dibandingkan antar tahun memiliki karakteristik yang serupa tanpa ada intervensi signifikan dari kondisi eksternal. Selain itu, sampel yang diambil juga merupakan perusahaan manufaktur yang laporan tahunannya tercatat dalam mata uang Rupiah dan menghasilkan laba positif selama tiga periode berturut yaitu tahun 2017-2019. Dengan demikian terkumpul total observasi penelitian ini sebanyak 180 sampel observasi. Pengumpulan data sekunder ini dilakukan melalui akses laporan tahunan di www.idx.co.id dan pemantauan harga penutupan saham melalui www.finance.yahoo.com

Model Penelitian

Model penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan menggunakan data panel. Analisis regresi berganda adalah sebuah teknik dalam mengetahui pengaruh langsung beberapa variabel independent baik secara parsial maupun secara bersama-sama terhadap variabel dependennya. Penelitian ini akan menguji pengaruh *financial leverage* dan *asset management* terhadap *firm value* baik secara parsial maupun bersama-sama. Selain itu, pengujian *firm size* juga akan dilakukan untuk mengetahui bagaimana dan seberapa besar perannya dalam memoderasi pengaruh antara *financial leverage* dan *asset management* terhadap *firm value*. Dengan demikian, fungsi regresi penelitian ini diformulasikan sebagai berikut:

$$Q = \alpha + \beta_1 \text{ DAR} + \beta_2 \text{ TATO} + \beta_3 \text{ SIZE} + \beta_4 \text{ DARSIZE} + \beta_5 \text{ TATOSIZE} + e$$

Di mana:

α = Konstanta

$\beta_1 - \beta_5$ = Koefisien regresi; jumlah perubahan yang berdampak pada variabel dependen karena pergerakan variabel independen

Q = *Firm Value*

DAR = *Financial Leverage*

TATO = *Asset Management*

SIZE = *Firm Size*

LEVSIZ = *Financial Leverage* dengan Moderasi *Firm Size*

TATOSIZ = *Asset Management* dengan Moderasi *Firm Size*

e = *Residual Error*

Operasionalisasi Variabel

Dengan tujuan untuk mempermudah pemahaman variabel yang digunakan dalam penelitian ini, maka berikut definisi operasional dari masing-masing variabel:

Tabel 2 : Operasionalisasi Variabel Penelitian

No	Variabel	Definisi	Pengukuran
1	<i>Firm Value</i> (Q)	(H. N. Dang et al., 2020) <i>Firm value</i> dengan pendekatan nilai pasar akan menjadi salah satu indikator yang merepresentasikan nilai perusahaan melalui harga pasar saham. Tobin's Q menunjukkan hubungan antara valuasi nilai pasar dengan nilai intrinsic dari perusahaan sendiri. $Tobin's Q = \frac{Market Capitalization + Liabilities}{Total Asset}$	Rasio
2	<i>Financial Leverage</i> (<i>DAR – Debt to Asset Ratio</i>)	(Gitman & Zutter, 2019) Financial leverage mencerminkan risiko suatu perusahaan dalam menggunakan pendanaan hutang untuk membiayai belanja atau kebutuhan asetnya. $DAR = \frac{Total Debt}{Total Asset}$	Rasio
3	<i>Asset Management</i> (<i>TATO – Total Asset Turnover</i>)	(Gitman & Zutter, 2019) <i>Asset management</i> mencerminkan efisiensi dan efektifitas perusahaan dalam mengelola aset yang dimiliki untuk menghasilkan penjualan. $TATO = \frac{Sales}{Total Asset}$	Rasio
4	<i>Firm Size</i>	(H. N. Dang et al., 2020) Ukuran perusahaan mengukur seberapa besar perusahaan yang dapat dilihat melalui nilai aset yang dimiliki perusahaan $Size = \ln (Total Asset)$	Rasio

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pengujian pengaruh *financial leverage* dan *asset management* terhadap *firm value* baik secara parsial, bersama-sama maupun dengan *firm size* sebagai variabel moderasi dilakukan dalam beberapa tahapan yang bermula dari statistic deskriptif, uji multikolinearitas, hingga pengujian model dan regresi berganda.

Statistik Deskriptif

Tabel 3: Statistik Deskriptif

	Q	DAR	TATO	SIZE
Mean	1.583754	0.389957	1.103308	28.82069
Maximum	12.96242	0.844782	6.332678	33.49453
Minimum	0.286198	0.083064	0.242141	25.93549
Std. Dev.	1.507406	0.177020	0.716017	1.551815

Berdasarkan pada pengolahan statistic deskriptif sampel penelitian pada table 3 di atas dapat dilihat bahwa:

1. Nilai rata-rata dari *firm value* yang diproksikan dengan Q (Tobin's Q) sebesar 1.583754 dengan nilai minimum sebesar 0.286198 yang dimiliki oleh perusahaan INCI pada tahun 2018 dan nilai maksimum sebesar 12.96242 yang dimiliki oleh perusahaan HMSP pada tahun 2017 dan standar deviasi sebesar 1.507406. Ini mencerminkan data terdistribusi dengan baik karena nilai standar deviasi di bawah dari nilai rata-rata.
2. Nilai rata-rata dari *financial leverage* yang diproksikan dengan DAR (*Debt to Asset Ratio*) sebesar 0.389957 dengan nilai minimum sebesar 0.083064 yang dimiliki oleh perusahaan SIDO pada tahun 2017 dan nilai maksimum sebesar 0.844782 yang dimiliki oleh perusahaan ALKA pada tahun 2018 dan standar deviasi sebesar 0.177020. Ini mencerminkan data terdistribusi dengan baik karena nilai standar deviasi di bawah dari nilai rata-rata.
3. Nilai rata-rata dari *asset management* yang diproksikan dengan TATO (*Total Asset Turnover*) sebesar 1.103308 dengan nilai minimum sebesar 0.242141 yang dimiliki oleh perusahaan UNIT pada tahun 2017 dan nilai maksimum sebesar 6.332678 yang dimiliki oleh perusahaan ALKA pada tahun 2017 dan standar deviasi sebesar 0.716017. Ini mencerminkan data terdistribusi dengan baik karena nilai standar deviasi di bawah dari nilai rata-rata.
4. Nilai rata-rata dari nilai perusahaan yang diproksikan dengan size sebesar 28.82069 dengan nilai minimum sebesar 25.93549 yang dimiliki oleh perusahaan BTON pada tahun 2017 dan nilai maksimum sebesar 33.49453 yang dimiliki oleh perusahaan ASII pada tahun 2019 dan standar deviasi sebesar 1.551815. Ini mencerminkan data terdistribusi dengan baik karena nilai standar deviasi di bawah dari nilai rata-rata.

Uji Multikolinearitas

Selanjutnya untuk memastikan bahwa setiap variabel independent tidak memiliki hubungan antar variabel independent sehingga model yang digunakan sudah sesuai maka peneliti melakukan uji multikolinearitas. Hasil pengujian dari setiap variabel independent dinyatakan lulus uji atau tidak terdapat multikolinearitas atau hubungan antar variabel independent yang diteliti. Hasil ini mengacu pada table 4 yang menunjukkan nilai masing-masing variabel kecuali dengan dirinya sendiri di atas 0.8.

Tabel 5: Hasil Uji Multikolinearitas

	DAR	TATO	SIZE
DAR	1	0.2178154103	0.0871788501
TATO	0.2178154103	1	-0.0542003327
SIZE	0.0871788501	-0.0542003327	1

Uji Model Regresi

Tahapan pengujian selanjutnya adalah pengujian model. Peneliti menggunakan software E-Views 9.0, yang mewajibkan peneliti untuk menguji model pada data panel dengan pendekatan hausman test. Berdasarkan hasil uji pada table 6, dapat dilihat bahwa probabilitas menunjukkan angka 0.2445 yang lebih besar dari tingkat signifikansi (α) yaitu 5%. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa penelitian ini akan menggunakan random effect model yang mengartikan bahwa setiap sampel perusahaan yang diambil walaupun memiliki karakteristik yang berbeda antar sampel observasinya tetapi memiliki keterkaitan antar periode dan observasinya.

Tabel 6: Hasil Uji Model

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	4.161548	3	0.2445

Pengujian Hipotesis dan Analisis Regresi Berganda

Dalam membentuk sebuah model penelitian, koefisien determinasi merupakan salah satu alat ukur kontribusi variabel penelitian yang dilakukan. Dalam penelitian ini, tercermin pada Adjusted R² dari table 7, bahwa variabel *financial leverage*, *asset management*, dan *firm size* mampu menjelaskan dan berkontribusi sebesar 31,73% atas *firm value*. Sementara sisanya sebesar 68,27% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak ada dalam penelitian ini. Walaupun secara korelasi nilainya tidak terlalu kuat karena kurang dari 0,5 atau jauh dari nilai 1, akan tetapi kontribusi ini tergolong positif dan signifikan. Hal ini dapat terlihat melalui nilai uji F atau Anova dengan melihat nilai probabilitas (F-Statistic) sebesar 0.000000 yang tergolong di bawah tingkat signifikansi (α) yaitu 5%. Hal ini menyimpulkan bahwa secara bersama-sama variabel *financial leverage*, *asset management* berhasil mempengaruhi *firm value* dengan signifikan dan diperkuat juga secara signifikan melalui variabel *firm size* sebagai variabel moderasinya.

Tabel 7: Hasil Uji Regresi Berganda

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-16.30036	6.787961	-2.401363	0.0174
DAR	48.35369	17.83063	2.711833	0.0074
TATO	-11.60825	5.031564	-2.307086	0.0222
SIZE	0.621132	0.244126	2.544306	0.0118
DAR SIZE	-1.762470	0.642913	-2.741381	0.0068
TATO SIZE	0.434314	0.187337	2.318353	0.0216
Adjusted R ²	0.317333			
F-statistic	17.64135			
Prob(F-statistic)	0.000000			

$$Q = -16.30 + 48.35 \text{ DAR} - 11.61 \text{ TATO} + 0.62 \text{ SIZE} - 1.76 \text{ DAR SIZE} + 0.43 \text{ TATO SIZE}$$

Selanjutnya, dengan melihat pada hasil uji yang terdapat pada table 7, juga dapat disimpulkan beberapa pengujian hipotesis melalui t-test (uji parsial) sebagai berikut:

1. Variabel *financial leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value* dengan nilai signifikansi (0.0074) yang lebih rendah dari tingkat signifikansi α (0.05). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H1 diterima.
2. Variabel *asset management* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *firm value* dengan nilai signifikansi (0.0222) yang lebih rendah dari tingkat signifikansi α (0.05). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H2 ditolak.
3. Variabel *firm size* memoderasi secara negatif dan signifikan pengaruh *financial leverage* terhadap *firm value* dengan nilai signifikansi (0.0068) yang lebih rendah dari tingkat signifikansi α (0.05). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H3 ditolak.
4. Variabel *firm size* memoderasi secara positif dan signifikan pengaruh *asset management* terhadap *firm value* dengan nilai signifikansi (0.0216) yang lebih rendah

dari tingkat signifikansi α (0.05). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H4 diterima.

Pengaruh *financial leverage* terhadap *firm value*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif dan signifikan dengan koefisien 48.35 dan tingkat signifikansi $0.0074 < 0.05$. Hal ini membuktikan bahwa penggunaan hutang memiliki dampak positif dalam meningkatkan nilai perusahaan salah satunya melalui penghematan pajak dan diversifikasi biaya modal yang sesuai dengan perusahaan. Dengan demikian, hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dari Ahmed et al., (2018); T. D. Dang & Do, (2021); Pandya, (2016); Vo & Ellis, (2017). Perusahaan yang menjadi sampel penelitian dapat dikatakan mendapatkan titik *trade-off* yang sesuai untuk pemanfaatan hutang yang dapat memberikan penghematan biaya seperti pajak akan tetapi juga memiliki risiko yang sesuai bagi perusahaan. Tentunya, dalam konteks ini, penggunaan hutang menjadi indikator yang sangat signifikan dalam pergerakan *market value added* dan nilai perusahaan.

Pengaruh *asset management* terhadap *firm value*

Hasil pengujian selanjutnya menunjukkan bahwa *asset management* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *firm value* dengan koefisien sebesar 11.61 dan nilai signifikansi sebesar $0.0222 < 0.05$. Hasil ini bertentangan dengan penelitian dari Kumar et al. (2021); Miswanto & Oematan (2020); Akinleye & Olufemi (2019). Berdasarkan observasi dari sampel perusahaan penelitian, besar kemungkinan terjadinya hubungan yang negatif antara perputaran asset dengan *firm value* dikarenakan perputaran asset yang sudah sedemikian produktif dan optimal dalam menghasilkan penjualan mengalami kendala dalam menghasilkan kas dalam periode yang cepat. Artinya Perputaran asset yang produktif memang sebanding dengan penjualan dan laba yang meningkat tetapi secara aliran kas belum cukup atau kesulitan dalam menunjang untuk nilai dan kesejahteraan perusahaan sendiri. Hasil penelitian ini sejalan dengan (Muslim Muslim, 2022), yang menyatakan bahwa sebuah manajemen asset yang negatif dan tidak signifikan dapat terjadi karena ketidakstabilan pertumbuhan penjualan. Tingginya total asset berbanding terbalik dengan rendahnya nilai penjualan yang membuat investor juga kurang tertarik untuk berinvestasi karena kinerja perusahaan yang rendah.

Peran *firm size* dalam memoderasi *financial leverage* dan *asset management* terhadap *firm value*

Peran *firm size* dalam memoderasi *financial leverage* memiliki kontribusi negatif dengan koefisien sebesar 1,76 dan nilai signifikan sebesar $0.0068 < 0.05$. Hal ini dikarenakan penggunaan hutang sendiri memiliki dua dampak yang saling berlawanan. Walaupun hutang memberikan manfaat dalam tax shield dan menggerakkan harga saham melalui diversifikasi pendanaannya, akan tetapi hutang yang berlebih dapat menyebabkan kondisi kesulitan keuangan karena besaran biaya yang ditanggung terlalu besar dibandingkan dengan manfaat dan penghematan yang didapatkan. Dalam konteks penelitian ini, perusahaan dengan sampel yang besar dengan biaya kebutuhan modal yang besar tentu membutuhkan pendanaan hutang yang dalam jumlah besar yang dapat menjadi bumerang bagi perusahaan bila tidak berhati-hati. Hal ini juga sesuai dengan penelitian dari Ekadjaja et al., (2020); Hatem, (2015) yang menyatakan bahwa leverage perusahaan membentuk inverse U-shaped. Sementara itu, peran *firm size* dalam memoderasi pengaruh asset management terhadap *firm value* memiliki kontribusi positif sebesar 0.43 dengan nilai signifikansi $0.0216 < 0.05$. Dapat disimpulkan bahwa peran *firm size* sendiri memiliki kontribusi yang baik dalam memperkuat hubungan asset management terhadap *firm value*. Melalui pengelolaan asset yang produktif dan optimal untuk tidak hanya menghasilkan penjualan dan laba melainkan juga menciptakan

aliran kas bersih yang cukup untuk kesejahteraan perusahaan. bahwa manajemen asset sebuah perusahaan akan mengukur seberapa efektif dan efisien perusahaan mengelola asetnya yang berdampak pada laba dan arus kas perusahaan yang pada akhirnya akan berdampak juga pada nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian dari Santosa, (2020) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang besar akan dapat menghasilkan penjualan pada tingkat tertentu yang berdampak besar bagi nilai perusahaan secara efektif.

KESIMPULAN

Berdasarkan data dan penelitian yang dilakukan pada 60 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017 – 2019, maka dapat disimpulkan bahwa penelitian ini membuktikan:

1. *Financial leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value*
2. *Asset Management* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *firm value*
3. Ukuran perusahaan atau *firm size* sebagai variabel moderasi berhasil memperlemah pengaruh *financial leverage* terhadap *firm value*
4. Ukuran perusahaan atau *firm size* sebagai variabel moderasi berhasil memperkuat pengaruh *asset management* terhadap *firm value*

DAFTAR REFERENSI

- Ahmed, F., Awais, I., & Kashif, M. (2018). Financial Leverage and Firms' Performance: Empirical Investigation of KSE-100 Index. *ETIKONOMI*, 17(1). <https://doi.org/10.15408/etk.v17i1.6102>
- Akinleye, G. T., & Olufemi Dadebo, A. (2019). Assets Utilization and Performance of Manufacturing Firms in Nigeria. *International Journal of Business and Management*, 14(4), 107. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v14n4p107>
- Andreas, A., Christin, C., Wijaya, S. W., & Sembiring, J. C. (2021). Effect of Liquidity, Asset Management, Leverage and Dividend Policy on Firm Value at Food and Beverages Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, 4(2), 2695–2701. <https://doi.org/10.33258/birci.v4i2.1977>
- Ankamah-Yeboah, I., Nielsen, R., & Llorente, I. (2021). Capital structure and firm performance: Agency theory application to Mediterranean aquaculture firms. *Aquaculture Economics and Management*, 25(4), 367–387. <https://doi.org/10.1080/13657305.2021.1976884>
- Arnold, G. (2013). *Corporate Financial Management* (5th ed.). London: Pearson Education Limited.
- Banamtuan, O., Zuhroh, D., & Sihwahjoeni, S. (2020). Asset Management and Capital Ownership on Firm Value: Through Profitability. *AFRE (Accounting and Financial Review)*, 3(1). <https://doi.org/10.26905/afr.v3i1.4296>
- Carini, C., Comincioli, N., Poddi, L., & Vergalli, S. (2017). Measure the performance with the market value added: Evidence from CSR companies. *Sustainability (Switzerland)*, 9(12). <https://doi.org/10.3390/su9122171>
- Dalci, I. (2018). Impact of financial leverage on profitability of listed manufacturing firms in China. *Pacific Accounting Review*, 30(4), 410–432. <https://doi.org/10.1108/PAR-01-2018-0008>
- Dang, H. N., Nguyen, T. T. C., & Tran, D. M. (2020). The impact of earnings quality on firm value: The case of Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 63–72. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.63>

- 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, 146-162.
- Dang, T. D., & Do, T. V. T. (2021). Does capital structure affect firm value in Vietnam? *Investment Management and Financial Innovations*, 18(1), 33-41. [https://doi.org/10.21511/imfi.18\(1\).2021.03](https://doi.org/10.21511/imfi.18(1).2021.03)
- Evgeny, Ilyukhin. (2015). The Impact of Financial Leverage on Firm Performance: Evidence from Russia. *Journal of Corporate Finance Research* 2 (34)
- Ekadjaja, M., Ekadjaja, A., & Siswanto, H. P. (2020). *Factors Affecting the Use of Leverage Among Manufacturing Firms in Indonesia*. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200626.051>
- Fu, L., Parkash, M., & Singhal, R. (2017). Tobin's q Ratio and Firm Performance. *International Research Journal of Applied Finance*. <https://doi.org/10.0704/article-2>
- Gaur, J., & Gupta, R. (2011). Comparing firm performance on the basis of age, size, leverage, and group affiliation in Indian IT industry. *Romanian Journal of Marketing*, 6(3).
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2019). Principles of Managerial Finance Fourteenth Edition. In *Pearson Education Limited*.
- Hatem, B. S. (2015). Interdependence between Managerial Ownership, Leverage and Firm Value: Theory and Empirical Validation. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12). <https://doi.org/10.5539/ijef.v7n12p106>
- Houston, E. F. B. and J. F. (2019). Fundamentals of Financial Management, Fifteenth edition. In *Cengage Learning, Inc*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4). [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiang, J., Xia, X., & Yang, J. (2019). Investment-based optimal capital structure. *Applied Economics*, 51(9), 972-981. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1524130>
- Ko, C., Lee, P., & Anandarajan, A. (2019). The impact of operational risk incidents and moderating influence of corporate governance on credit risk and firm performance. *International Journal of Accounting and Information Management*, 27(1). <https://doi.org/10.1108/IJAIM-05-2017-0070>
- Kumar, R., Bhatia, P., & Chattopadhyay, S. (2021). The Impact of Leverages and Operating Efficiency on Market Value Added: Empirical Evidence from India. *Vision*. <https://doi.org/10.1177/0972262921992152>
- Lambey, R. (2021). THE EFFECT OF PROFITABILITY, FIRM SIZE, EQUITY OWNERSHIP AND FIRM AGE ON FIRM VALUE (LEVERAGE BASIS): Evidence from the Indonesian Manufacturer Companies. *Archives of Business Research*, 9(1), 128-139. <https://doi.org/10.14738/abr.91.9649>
- Mahmood, F., Han, D., Ali, N., Mubeen, R., & Shahzad, U. (2019). Moderating effects of firm size and leverage on the working capital finance-profitability relationship: Evidence from China. *Sustainability (Switzerland)*, 11(7). <https://doi.org/10.3390/su11072029>
- Miswanto, M., & Oematan, D. S. (2020). EFFICIENCY OF USING ASSET AND FINANCIAL PERFORMANCE: THE CASE OF INDONESIA MANUFACTURING COMPANIES. *MIX: JURNAL ILMIAH MANAJEMEN*, 10(2), 180. <https://doi.org/10.22441/mix.2020.v10i2.003>
- Muslim Muslim, H. A. (2022). Several Factors Affecting Firm Value Manufacturing in Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 26(1). <https://doi.org/10.24912/ja.v26i1.821>
- Obeidat, M. I. S. (2021). Relationship Between Firm Size and Profitability with Income Smoothing: Evidence from Food and Beverages (F & B) Firms in Jordan. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(6).

- Pandya, B. (2016). Impact of Financial Leverage on Market Value Added: Empirical Evidence From India. *Journal of Entrepreneurship, Business and Economics*, 4(2), 40–58.
- Prasetya Margono, F., & Gantino, R. (2021). INFLUENCE OF FIRM SIZE, LEVERAGE, PROFITABILITY, AND DIVIDEND POLICY ON FIRM VALUE OF COMPANIES IN INDONESIA STOCK EXCHANGE. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 10(2), 45–61. <https://doi.org/10.12775/cjfa.2021.007>
- Putri, Gustita Arnawati, Retno W. T. Atmojo, & Sari Widati (2019). Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added. *Jurnal Ilmiah Komputerisasi Akuntansi* 12 (2) P 52-61
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance* Sixth Edition. In *McGraw-Hill Irwin* (Vol. 44, Issue 8).
- Santosa, P. W. (2020). The moderating role of firm size on financial characteristics and islamic firm value at indonesian equity market. *Business: Theory and Practice*, 21(1). <https://doi.org/10.3846/btp.2020.12197>
- Sucuahi, W., & Cambarihan, J. M. (2016). Influence of Profitability to the Firm Value of Diversified Companies in the Philippines. *Accounting and Finance Research*, 5(2). <https://doi.org/10.5430/afr.v5n2p149>
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.10.014>
- Zhang, F., Qin, X., & Liu, L. (2020). The interaction effect between ESG and green innovation and its impact on firm value from the perspective of information disclosure. *Sustainability (Switzerland)*, 12(6). <https://doi.org/10.3390/su12051866>