

HALAMAN SAMPUL
PENGARUH *LEVERAGE*, LIKUIDITAS, DAN UKURAN PERUSAHAAN
TERHADAP KINERJA KEUANGAN DENGAN SUKU BUNGA ACUAN
SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN FARMASI DI
NEGARA ASEAN PERIODE 2020-2024



SKRIPSI
Oleh:
SHELVY REDA ANGGELA
NIM: 22312215

PRODI AKUNTANSI
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
2026

HALAMAN JUDUL
PENGARUH *LEVERAGE*, LIKUIDITAS, DAN UKURAN PERUSAHAAN
TERHADAP KINERJA KEUANGAN DENGAN SUKU BUNGA ACUAN
SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN FARMASI DI
NEGARA ASEAN PERIODE 2020-2024

SKRIPSI

Disusun dan dianjurkan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk
mencapai derajat Sarjana Strata-1 Program Studi Akuntansi
pada Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia

Oleh:
SHELVY REDA ANGGELA
NIM: 22312215

PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
2026

HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI
PENGARUH *LEVERAGE*, LIKUIDITAS, DAN UKURAN PERUSAHAAN
TERHADAP KINERJA KEUANGAN DENGAN SUKU BUNGA ACUAN
SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN FARMASI DI
NEGARA ASEAN PERIODE 2020-2024

SKRIPSI

Disusun oleh:
SHELVY REDA ANGELA
NIM: 22312215

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing Yogyakarta,
19 Mei 2026

Dosen Pembimbing,



Dra. Reni Yendrawati, M.Si., CFrA.

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

**PENGARUH LEVERAGE, LIKUIDITAS, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KINERJA
KEUANGAN DENGAN SUKU BUNGA ACUAN SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA
PERUSAHAAN FARMASI DI NEGARA ASEAN PERIODE 2020-2024**

Disusun oleh : SHELVEY REDA ANGGELA

Nomor Mahasiswa : 22312215

Telah dipertahankan didepan Tim Penguji dan dinyatakan Lulus
pada hari, tanggal: Kamis, 11 Juni 2026

Penguji/Pembimbing Skripsi : Reni Yendrawati, Dra., M.Si., CFra.

Penguji : Rifqi Muhammad, Prof., SE., SH., M.Sc., Ph.D., SAS.

Mengetahui
Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika
Universitas Islam Indonesia



Prof. Johan Arifin, S.E., M.Si., Ph.D., CFrA, CertIPSAS.

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku”.

Yogyakarta, 19 Mei 2026

Penulis,



Shelvy Reda Anggela

KATA PENGANTAR

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Assalamu’alaikum Warrahmatullahi Wabarakatuh.

Alhamdulillah rabbil ‘alamin, segala puji dan syukur penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT atas segala rahmat dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Pengaruh Leverage, Likuiditas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Dengan Suku Bunga Acuan Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Farmasi Di Negara Asean Periode 2020-2024”. Penyusunan skripsi ini dibuat sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan pendidikan dan memperoleh gelar Sarjana Akuntansi pada Program Studi Akuntansi, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia. Oleh karena itu dalam kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Allah SWT yang telah melimpahkan kesehatan, kekuatan, dan kemudahan kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik
2. Kedua orang tua, Ayah Qulya Ayuhail Kafirun dan Ibu Marnilawati yang senantiasa memberikan doa dan dukungan dari awal hingga akhir kepada penulis agar dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik .
3. Almarhum Bapak Zikri selaku ayah kandung penulis yang menjadi penyemangat dan motivasi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini.
4. Ibu Dra. Reni Yendrawati, M.Si., CFra. selaku dosen pembimbing yang telah meluangkan waktu, tenaga, dan pikiran untuk memberikan bimbingan

dengan sabar,dan nasehat selama proses penyusunan skripsi sehingga penulis dapat menyelesaikan penelitian dengan lancar.

5. Bapak Prof. Rifqi Muhammad, S.E., S.H., M.Sc., Ph.D., SAS, ASPM, selaku dosen penguji yang telah memberikan kritik dan saran yang membangun demi penyempurnaan skripsi ini.
6. Seluruh dosen dan staf akademik Program Studi Akuntansi Universitas Islam Indonesia yang telah mengajarkan dan memberi ilmu selama masa perkuliahan.
7. Keluarga besar Kamarudin dan keluarga besar Iskandar yang selalu memberikan doa dan dukungan kepada penulis selama proses perkuliahan hingga akhir.
8. Kakak terbaik, Fedillia indriyani yang selalu menemani, memberikan bantuan dan dukungan kepada penulis untuk tetap semangat selama perkuliahan hingga skripsi ini selesai.
9. Sahabat terbaik penulis Dhea dan Ayu, terimakasih sudah selalu meluangkan waktu untuk mendengarkan cerita dan keluh kesah penulis hingga memberikan dukungan terus menerus untuk dapat menyelesaikan skripsi ini.
10. Tania, Diar, Nafisa selaku teman yang selalu memberikan semangat kepada penulis selama masa perkuliahan.
11. Sabila selaku teman seperjuangan penulis yang telah menemani proses selama perkuliahan dan memberikan motivasi, serta dukungan kepada penulis dalam penyusunan skripsi ini.

12. Bagak fc selaku teman perantauan penulis yang senantiasa menemani hari hari penulis selama di jogja dan memberikan dukungan dalam penyusunan skripsi ini.
13. Eza dan Faris selaku teman penulis yang telah meluangkan waktu untuk menemani dan mendengarkan cerita penulis selama penyusunan skripsi ini.
14. Abdurrosyid Arroyan selaku orang yang telah kebersamai penulis pada hari-hari yang tidak mudah selama proses penulisan, dan senantiasa meluangkan waktu untuk menemani, membantu hingga memberikan dukungan penuh kepada penulis. Terima kasih telah menjadi tempat berkeluh kesah dan selalu ada dalam suka maupun duka.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih memiliki berbagai keterbatasan dan belum sepenuhnya sempurna. Oleh karena itu kritik dan saran akan diterima dengan senang hati. Semoga Skripsi ini bermanfaat dan dapat menambah ilmu serta informasi bagi pihak yang membutuhkannya.

Wassalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakaatuh.

Yogyakarta, 19 Mei 2026

Penulis



Shelvy Reda Anggela

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI.....	ii
BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI.....	iii
PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME	iv
KATA PENGANTAR.....	v
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
ABSTRAK	xv
<i>ABSTRACT</i>	xvi
BAB I	1
PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah	5
1.3. Tujuan Penelitian.....	5
1.4. Manfaat Penelitian	6
BAB II.....	8
TINJAUAN PUSTAKA	8
2.1. Landasan Teori	8
2.1.1. <i>Pecking Order Theory dan Trade-Off Theory</i>	8
2.1.2. <i>Signaling Theory</i>	9
2.1.3. Economies of Scale	9
2.1.4. Teori Makroekonomi.....	10
2.1.5. Kinerja Keuangan.....	12
2.2. Penelitian Terdahulu.....	13
2.3. Hipotesis Penelitian.....	16
2.3.1. Pengaruh <i>Leverage</i> Terhadap Kinerja Keuangan.....	16
2.3.2. Pengaruh Likuiditas Terhadap Kinerja Keuangan	17

2.3.3.	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan	17
2.3.4.	Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Kinerja Keuangan dengan Suku Bunga Acuan sebagai Variabel Moderasi.....	18
2.3.5.	Pengaruh Likuiditas terhadap Kinerja Keuangan dengan Suku Bunga Acuan sebagai Variabel Moderasi.....	19
2.3.6.	Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan dengan Suku Bunga Acuan sebagai Variabel Moderasi	19
2.3.7.	Kerangka Penelitian	21
BAB III		23
METODE PENELITIAN		23
3.1.	Populasi dan Penentuan Sampel Penelitian.....	23
3.1.1.	Populasi Penelitian	23
3.1.2.	Sampel Penelitian.....	24
3.2.	Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data	25
3.2.1.	Jenis dan Sumber Data	25
3.2.2.	Teknik Pengumpulan Data	26
3.3.	Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian.....	27
3.3.1.	Variabel Dependen (Y).....	27
3.3.2.	Variabel Independen (X)	27
3.3.3.	Variabel Moderasi (Z)	30
3.4.	Metode Analisis.....	32
3.4.1.	Analisis Statistik Deskriptif	32
3.4.2.	Uji Asumsi Klasik	32
3.4.2.1.	Uji Normalitas.....	32
3.4.2.2.	Uji Multikolinearitas	33
3.4.2.3.	Uji Heteroskedastisitas.....	33
3.4.2.4.	Uji Autokorelasi	33
3.4.3.	Pemilihan Model Regresi Data Panel	34
3.4.3.1.	<i>Common Effect Model</i> (CEM)	34
3.4.3.2.	<i>Fixed Effect Model</i> (FEM)	34
3.4.3.3.	<i>Random Effect Model</i> (REM).....	34
3.4.4.	Uji Pemilihan Model.....	35
3.4.5.	Analisis Regresi Data Panel dengan Variabel Moderasi	35

3.5.	Pengujian Hipotesis.....	36
3.5.1.	Uji Signifikansi Parsial (Uji t)	36
3.5.2.	Uji Signifikansi Model (Uji F).....	36
3.5.3.	Koefisien Determinasi (R²).....	37
BAB IV		38
HASIL DAN PEMBAHASAN		38
4.1.	Profil Objek Penelitian.....	38
4.2.	Analisis Data	39
4.2.1.	Analisis Statistik Deskriptif	39
4.2.2.	Analisis Pemilihan Model Regresi Data Panel	41
4.2.2.1.	Uji Chow	41
4.2.2.2.	Uji Hausman	41
4.2.3.	Analisis Asumsi Klasik	42
4.2.3.1.	Uji Normalitas	42
4.2.3.2.	Uji Multikolinearitas	43
4.2.3.3.	Uji Heteroskedastisitas	44
4.2.3.4.	Uji Autokorelasi	44
4.2.4.	Analisis Regresi Data Panel Fixed Effect Model dengan Variabel Moderasi	45
4.2.5.	Pengujian Hipotesis.....	47
4.2.5.1.	Uji F	47
4.2.5.2.	Uji Koefisien Determinasi (R²)	47
4.2.5.3.	Uji t	48
4.3.	Pembahasan.....	49
4.3.1.	Pengaruh Leverage (X1) terhadap Kinerja Keuangan (Y).....	49
4.3.2.	Pengaruh Likuiditas (X2) terhadap Kinerja Keuangan (Y)	50
4.3.3.	Pengaruh Ukuran Perusahaan (X3) terhadap Kinerja Keuangan (Y)	50
4.3.4.	Suku Bunga Acuan Memoderasi Pengaruh Leverage (X1Z) terhadap Kinerja Keuangan (Y)	51
4.3.5.	Suku Bunga Acuan Memoderasi Pengaruh Likuiditas (X2Z) terhadap Kinerja Keuangan (Y)	52

4.3.6. Suku Bunga Acuan Memoderasi Pengaruh Ukuran Perusahaan (X3Z) terhadap Kinerja Keuangan (Y)	53
BAB V	55
KESIMPULAN DAN SARAN	55
5.1. Kesimpulan	55
5.2. Keterbatasan Penelitian	56
5.3. Saran	57
5.4. Implikasi Penelitian	57
DAFTAR PUSTAKA	61
LAMPIRAN	64

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Daftar Bursa Efek Negara ASEAN dalam Populasi Penelitian.....	24
Tabel 3.2 Sumber Data Suku Bunga Acuan	26
Tabel 3.3. Ringkasan Operasionalisasi Variabel Penelitian	31
Tabel 4.1 Penentuan Sampel	38
Tabel 4.2 Hasil Analisis Statistik Deskriptif	39
Tabel 4.3 Hasil Uji Chow.....	41
Tabel 4.4 Hasil Uji Hausman	42
Tabel 4.5 Hasil Uji Normalitas (Jarque-Bera).....	42
Tabel 4.6 Hasil Uji Multikolinearitas.....	43
Tabel 4.7 Hasil Uji Heteroskedastisitas	44
Tabel 4.8 Hasil Uji Autokorelasi.....	45
Tabel 4.9 Hasil Analisis Regresi Fixed Effect Model dengan Variabel Moderasi	45
Tabel 4.10 Hasil Uji F.....	47
Tabel 4.11 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	48
Tabel 4.12 Hasil Uji T.....	48

DAFTAR GAMBAR

<u>Gambar 2.1 Kerangka Penelitian</u>	48
---	----

DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN 1 PERHITUNGAN VARIABEL LEVERAGE, LIKUIDITAS, UKURAN PERUSAHAAN SUKU BUNGA DAN KINERJA PERUSAHAAN	64
LAMPIRAN 2 HASIL STATISTIKA DESKRIPTIF	67
LAMPIRAN 3 HASIL UJI CHOW	67
LAMPIRAN 4 HASIL UJI HAUSMAN	67
LAMPIRAN 5 HASIL UJI NORMALITAS	68
LAMPIRAN 6 HASIL UJI MULTIKOLINEARITAS	68
LAMPIRAN 7 HASIL UJI HETEROSKEDASTISITAS.....	68
LAMPIRAN 8 HASIL UJI AUTOKORELASI.....	69
LAMPIRAN 9 HASIL UJI F, T DAN R^2	70

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *leverage*, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan, dengan suku bunga acuan sebagai variabel moderasi. Latar belakang penelitian didasarkan pada inkonsistensi hasil penelitian terdahulu (*research gap*) serta fenomena fluktuasi ekonomi makro pascapandemi di ASEAN. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder dari laporan tahunan perusahaan farmasi yang terdaftar di bursa efek enam negara ASEAN, serta data tingkat suku bunga bank sentral pada periode 2020–2024. Analisis data dilakukan menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan. Di sisi lain, *leverage* tidak memiliki pengaruh langsung yang signifikan terhadap kinerja keuangan. Suku bunga acuan terbukti berperan sebagai variabel moderasi dengan memperlemah pengaruh *leverage* maupun likuiditas terhadap kinerja keuangan. Namun demikian, suku bunga acuan tidak terbukti memoderasi hubungan antara ukuran perusahaan dan kinerja keuangan. Temuan ini mengindikasikan bahwa efektivitas tata kelola keuangan perusahaan sangat dipengaruhi oleh kondisi moneter eksternal. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan implikasi praktis bagi perusahaan dalam mengelola utang dan likuiditas secara optimal di tengah ketidakpastian ekonomi.

Kata kunci: *Leverage*, Likuiditas, Kinerja Keuangan, Suku Bunga Acuan, Ukuran Perusahaan

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of leverage, liquidity, and firm size on financial performance, incorporating the benchmark interest rate as a moderating variable. The motivation arises from inconsistent prior findings and macroeconomic fluctuations affecting the ASEAN pharmaceutical sector. This study adopts a quantitative approach using secondary data from annual reports of pharmaceutical companies listed on six ASEAN stock exchanges, along with central bank interest rates over the 2020–2024 period. Data are analyzed using Panel Data Regression with Fixed Effect Model (FEM) and Moderated Regression Analysis (MRA). The findings indicate that liquidity has a positive and significant effect on financial performance, while firm size shows a negative and significant effect. Leverage does not directly influence financial performance. However, the benchmark interest rate moderates the relationship by significantly weakening the effects of both leverage and liquidity on financial performance. The interest rate does not moderate the relationship between firm size and financial performance. These results suggest that the effectiveness of corporate financial decisions is highly dependent on external monetary conditions. This study offers practical implications for optimizing corporate debt and liquidity management during volatile economic periods.

Keywords: *Benchmark Interest Rate, Financial Performance, Firm Size, Leverage, Liquidity*

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Perekonomian dunia dan kawasan ASEAN mengalami masa-masa sulit sepanjang tahun 2020 hingga 2024. Masa ini dimulai dengan adanya pandemi COVID-19, yang kemudian diikuti oleh kenaikan harga-harga barang (inflasi) dan respon bank sentral yang menaikkan Suku Bunga Acuan secara agresif. Kondisi ini memberikan tantangan berat bagi industri farmasi. Meskipun permintaan obat-obatan meningkat, namun perusahaan justru terbebani oleh biaya operasional yang makin mahal dan beban bunga pinjaman yang tinggi akibat kondisi ekonomi yang tidak stabil tersebut (Utami et al., 2025).

Dampak dari tekanan ekonomi makro tersebut tercermin secara nyata pada penurunan kinerja keuangan sejumlah perusahaan farmasi di kawasan ASEAN pasca-pandemi. Sebagai bukti empiris di Indonesia, PT Kimia Farma Tbk mencatatkan kerugian bersih yang signifikan mencapai Rp1,82 triliun pada tahun 2023. Manajemen mengungkapkan bahwa kerugian ini salah satunya dipicu oleh lonjakan beban keuangan (*interest expense*) yang meningkat hingga 18,49% seiring dengan kenaikan suku bunga perbankan (Heriyanto, 2024). Fenomena ini sejalan dengan temuan Utami et al. (2025) yang menyatakan bahwa tekanan volatilitas suku bunga dan inflasi pada periode 2020-2024 telah menekan kinerja fundamental perusahaan di sektor yang sensitif terhadap biaya modal.

Fenomena serupa juga teramati di negara ASEAN lainnya. Kadir dan Zaidi (2024) dalam penelitiannya pada perusahaan farmasi di Malaysia menyoroti bahwa meskipun perusahaan farmasi memiliki peran vital, mereka menghadapi risiko finansial yang tinggi akibat ketergantungan pada utang (*Leverage*) untuk ekspansi di tengah kondisi ekonomi yang tidak menentu. Lebih lanjut, Aulia dan

Gandakusuma (2019) yang meneliti sektor manufaktur di ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, dan Thailand) menemukan indikasi bahwa struktur modal yang tidak efisien di kawasan ini telah menggerus tingkat pengembalian aset (*Return on Asset*). Hal ini menunjukkan bahwa penurunan kinerja keuangan bukanlah kasus isolasi, melainkan masalah sistemik di kawasan ASEAN yang memerlukan evaluasi mendalam terkait pengelolaan *Leverage*, likuiditas, dan ukuran perusahaan.

Ketidakstabilan ekonomi ini mengharuskan perusahaan untuk lebih berhati-hati dalam mengelola keuangannya, terutama faktor-faktor penting seperti *Leverage*, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan. Sayangnya, penelitian-penelitian sebelumnya mengenai pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap kinerja keuangan masih menunjukkan hasil yang berbeda-beda (*research gap*), sehingga belum ada kesimpulan yang pasti.

Kesenjangan riset ditemukan pada variabel *Leverage*. Berdasarkan *Trade-off Theory*, penggunaan utang seharusnya dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat penghematan pajak (*tax shield*). Pandangan ini didukung oleh Rendy dan Sudirgo (2023) serta studi empiris Kadir dan Zaidi (2024) pada sektor farmasi, yang menemukan bahwa *Leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan karena utang produktif mampu memacu ekspansi bisnis. Namun, temuan ini bertentangan dengan studi komparatif di ASEAN-5 oleh Aulia dan Gandakusuma (2019) serta penelitian spesifik pada emiten farmasi Indonesia oleh Waryati et al. (2023). Kedua penelitian terakhir ini justru membuktikan bahwa *Leverage* berpengaruh negatif signifikan. Mereka berargumen bahwa dalam kondisi ekonomi yang tidak pasti, tingginya rasio utang justru menjadi beban tetap yang menggerus laba dan meningkatkan risiko kebangkrutan.

Kesenjangan riset juga terdapat pada variabel Likuiditas. Secara teoritis, likuiditas yang tinggi menjamin kelancaran operasional. Hal ini dikonfirmasi

oleh Maryadi dan Dermawan (2019) serta Waryati et al. (2023) yang menemukan pengaruh positif signifikan likuiditas terhadap kinerja keuangan. Namun, pandangan ini disanggah oleh Aprilianti et al. (2024) yang justru menemukan pengaruh negatif. Menurut mereka, likuiditas yang terlalu tinggi (dana menganggur) mengindikasikan manajemen aset yang buruk (*idle cash*) sehingga perusahaan kehilangan kesempatan untuk menginvestasikan dananya pada sektor yang lebih menguntungkan.

Kesenjangan riset selanjutnya berkaitan dengan Ukuran Perusahaan (*Firm size*). Waryati et al. (2023) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja, karena perusahaan besar memiliki skala ekonomi dan akses pendanaan yang lebih mudah. Sebaliknya, penelitian terbaru oleh Gunawan dan Imronudin (2025) menemukan pengaruh negatif, di mana perusahaan yang terlalu besar cenderung mengalami inefisiensi birokrasi dan kesulitan koordinasi manajerial yang justru menghambat pertumbuhan profitabilitas..

Ketidakkonsistenan temuan-temuan empiris di atas menunjukkan bahwa hubungan antara variabel fundamental perusahaan dan kinerja keuangan bukan bersifat universal, melainkan sangat bergantung pada konteks periode penelitian, karakteristik industri, dan kondisi makroekonomi yang melingkupinya. Setidaknya terdapat tiga faktor yang diduga menjadi sumber perbedaan hasil tersebut. Pertama, perbedaan periode penelitian yaitu studi yang menggunakan data pra-pandemi (sebelum 2020) cenderung menemukan pola hubungan yang lebih konsisten karena kondisi ekonomi yang relatif stabil, sedangkan studi yang mencakup periode 2020–2024 menghadapi guncangan struktural berupa pandemi, inflasi, dan kenaikan suku bunga agresif yang mengacaukan pola hubungan normal antara variabel fundamental dan profitabilitas. Kedua, perbedaan konteks industri dan negara yaitu karakteristik regulasi, tingkat perkembangan pasar modal, dan stance kebijakan moneter yang berbeda di setiap negara ASEAN menghasilkan respons yang tidak seragam terhadap variabel yang sama. Ketiga, perbedaan metode analisis yaitu penggunaan model

data panel dengan spesifikasi yang berbeda, perbedaan dalam penanganan outlier, maupun perbedaan proksi pengukuran variabel dapat menghasilkan kesimpulan yang berbeda bahkan dari data yang serupa. Yang paling krusial, studi yang secara eksplisit menempatkan suku bunga acuan sebagai variabel moderasi dalam model pengaruh leverage, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan, khususnya dalam konteks lintas negara ASEAN yang memiliki beragam rezim kebijakan moneter, masih sangat terbatas dalam literatur yang ada (Anwar & Elwisam, 2024). Kekosongan riset inilah yang menjadi celah penelitian utama yang secara spesifik ingin dijawab oleh penelitian ini.

Adanya pertentangan hasil penelitian (*research gap*) tersebut serta fenomena kenaikan suku bunga global memunculkan dugaan bahwa hubungan antara variabel fundamental dan kinerja keuangan tidak berjalan secara langsung, melainkan bergantung pada kondisi eksternal. Urifianto et al. (2026) menemukan bahwa suku bunga tidak selalu muncul sebagai faktor yang berpengaruh langsung terhadap kinerja keuangan. Temuan ini memberi landasan bahwa suku bunga relevan diuji tidak hanya sebagai variabel independen, tetapi terutama sebagai variabel moderasi yang dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel internal perusahaan terhadap ROA.

Pendekatan moderasi ini didukung oleh Ahmad et al. (2019) dan Purba et al. (2025) yang membuktikan bahwa interaksi antara fundamental perusahaan (seperti *Leverage*) dan suku bunga acuan memiliki efek yang signifikan. Artinya, dampak utang terhadap kinerja keuangan akan berbeda ketika suku bunga rendah dibandingkan saat suku bunga tinggi. Suku bunga yang tinggi berpotensi memperlemah hubungan positif antara ekspansi usaha dan kinerja keuangan.

Berdasarkan uraian fenomena bisnis di kawasan ASEAN dan adanya celah riset (*research gap*) yang perlu dijawab, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian mendalam dengan judul: "PENGARUH *LEVERAGE*, *LIKUIDITAS*, DAN *UKURAN PERUSAHAAN* TERHADAP KINERJA

KEUANGAN DENGAN SUKU BUNGA ACUAN SEBAGAI VARIABEL MODERASI (Studi Empiris pada Perusahaan Farmasi di Negara ASEAN Periode 2020-2024).”

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas, di mana terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian terdahulu (*research gap*) serta adanya fenomena fluktuasi ekonomi makro, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah *Leverage* berpengaruh terhadap kinerja keuangan pada perusahaan farmasi di negara ASEAN periode 2020-2024?
2. Apakah Likuiditas berpengaruh terhadap kinerja keuangan pada perusahaan farmasi di negara ASEAN periode 2020-2024?
3. Apakah Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap kinerja keuangan pada perusahaan farmasi di negara ASEAN periode 2020-2024?
4. Apakah Suku Bunga Acuan mampu memoderasi pengaruh *Leverage* terhadap kinerja keuangan pada perusahaan farmasi di negara ASEAN periode 2020-2024?
5. Apakah Suku Bunga Acuan mampu memoderasi pengaruh Likuiditas terhadap kinerja keuangan pada perusahaan farmasi di negara ASEAN periode 2020-2024?
6. Apakah Suku Bunga Acuan mampu memoderasi pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan farmasi di negara ASEAN periode 2020-2024?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis dan membuktikan secara empiris pengaruh *Leverage* terhadap kinerja keuangan perusahaan farmasi di negara ASEAN.
2. Untuk menganalisis dan membuktikan secara empiris pengaruh Likuiditas terhadap kinerja keuangan perusahaan farmasi di negara ASEAN.

3. Untuk menganalisis dan membuktikan secara empiris pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan farmasi di negara ASEAN.
4. Untuk menganalisis dan membuktikan peran Suku Bunga Acuan dalam memoderasi hubungan *Leverage* terhadap kinerja keuangan.
5. Untuk menganalisis dan membuktikan peran Suku Bunga Acuan dalam memoderasi hubungan Likuiditas terhadap kinerja keuangan.
6. Untuk menganalisis dan membuktikan peran Suku Bunga Acuan dalam memoderasi hubungan Ukuran Perusahaan terhadap kinerja keuangan.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dan manfaat bagi berbagai pihak, antara lain:

1. Manfaat Teoretis Penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris baru mengenai penerapan teori struktur modal (*Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory*) serta teori sinyal (*Signaling Theory*) dalam kondisi ekonomi makro yang bergejolak. Secara khusus, penelitian ini memperkaya literatur akuntansi keuangan dengan memasukkan Suku Bunga Acuan sebagai variabel moderasi, yang menjelaskan bagaimana kondisi eksternal (makroekonomi) dapat mengubah pengaruh faktor internal (*Leverage*, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan) terhadap kinerja keuangan.
2. Bagi Manajemen Perusahaan hasil penelitian ini dapat menjadi panduan bagi manajer keuangan di industri farmasi dalam mengambil keputusan pendanaan. Khususnya, bagaimana mengatur tingkat *Leverage* (utang) dan menjaga Likuiditas yang optimal saat Suku Bunga Acuan sedang naik, agar kinerja keuangan perusahaan tetap terjaga.
3. Bagi Investor sebagai bahan pertimbangan dalam menganalisis prospek emiten farmasi di kawasan ASEAN. Investor dapat lebih waspada terhadap risiko perusahaan yang memiliki *Leverage* tinggi di tengah tren kenaikan suku bunga global.
4. Manfaat Akademis Penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi dan bahan pembandingan bagi peneliti selanjutnya yang tertarik mengkaji topik

serupa. Khususnya bagi penelitian yang ingin memperluas objek penelitian ke tingkat regional (ASEAN) atau menggunakan variabel makroekonomi lain sebagai pemoderasi.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. *Pecking Order Theory* dan *Trade-Off Theory*

Analisis keputusan pendanaan dalam penelitian ini didasarkan pada dua teori utama. Pertama, *Trade-Off Theory* yang memandang bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui penghematan pajak (*tax shield*). Kadir dan Zaidi (2024) menjelaskan bahwa pada industri yang membutuhkan modal besar seperti farmasi, utang dianggap sebagai instrumen produktif untuk ekspansi aset selama laba operasi mampu menutup biaya bunganya.

Di sisi lain, *Pecking Order Theory* menawarkan pandangan hierarki pendanaan yang lebih berhati-hati (*risk averse*). Menurut Aulia & Gandakusuma (2019), manajemen perusahaan di negara berkembang (ASEAN) cenderung memprioritaskan penggunaan dana internal (laba ditahan) dan menghindari utang baru demi meminimalkan risiko kebangkrutan. Dalam perspektif ini, tingkat utang yang rendah justru menjadi sinyal positif bahwa perusahaan memiliki profitabilitas yang kuat.

Berdasarkan kedua landasan tersebut, *Leverage* didefinisikan sebagai rasio solvabilitas yang mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai oleh utang. Rendy dan Sudirgo (2023) menegaskan bahwa *Leverage* merupakan cerminan risiko keuangan (*financial risk*). Semakin tinggi rasionya, semakin besar beban tetap yang harus ditanggung, sehingga perusahaan menjadi lebih sensitif terhadap guncangan ekonomi makro.

Indikator yang digunakan untuk mengukur variabel ini adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). Pemilihan DER didasarkan pada kemampuan rasio ini dalam menilai jaminan modal sendiri terhadap total kewajiban. Sebagaimana dijelaskan oleh Aulia dan Gandakusuma (2019), DER yang tinggi mengindikasikan bahwa modal pemilik semakin kecil dibandingkan utang, yang berarti risiko kesulitan keuangan (*financial distress*) semakin besar.

2.1.2. *Signaling Theory*

Landasan teori dalam penelitian ini adalah *Signaling theory* yang dikemukakan oleh Ross et al. (2022). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan perlu mengirimkan sinyal kepada pengguna laporan keuangan untuk mengurangi asimetri informasi. Mar'aqonitallah dan Setiyono (2024) menjelaskan bahwa tingkat Likuiditas yang tinggi merupakan sinyal positif (*good news*) yang menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan bayar yang kuat dan risiko gagal bayar yang rendah.

Namun, interpretasi sinyal ini memiliki dua sisi. Meskipun likuiditas tinggi adalah sinyal keamanan, Aprilianti et al. (2024) mengingatkan bahwa likuiditas yang terlalu berlebihan justru menjadi sinyal negatif bagi investor. Hal ini mengindikasikan adanya dana menganggur (*idle cash*) yang menumpuk di kas perusahaan dan tidak dikelola secara produktif untuk menghasilkan laba. Dalam konteks ini, Teori Sinyal digunakan untuk melihat bagaimana pasar merespons tingkat likuiditas perusahaan farmasi di tengah ketidakpastian ekonomi.

Berdasarkan landasan tersebut, Likuiditas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendeknya tepat pada saat jatuh tempo dengan menggunakan aset lancar yang tersedia. Brigham dan Houston (2025) menegaskan bahwa likuiditas juga merefleksikan kecukupan modal kerja (*working capital*) untuk menjaga kelancaran operasional sehari-hari.

Indikator yang digunakan untuk mengukur variabel ini adalah *Current ratio* (CR). Pemilihan CR didasarkan pada kemampuannya mengukur *margin of safety* bagi kreditur jangka pendek. Sebagaimana dijelaskan dalam jurnal Aprilianti, rasio ini membandingkan total aset lancar dengan total utang lancar. Semakin tinggi CR, semakin besar jaminan yang dimiliki perusahaan untuk melunasi utang jangka pendeknya (Aprilianti et al., 2024).

2.1.3. *Economies of Scale*

Variabel Ukuran Perusahaan dijelaskan melalui pendekatan teori *Economies of scale* (Skala Ekonomi). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan dengan skala produksi yang besar memiliki keunggulan biaya per unit yang lebih rendah

dibandingkan perusahaan kecil, berkat efisiensi teknologi dan akses sumber daya yang lebih luas. Simanungkalit et al. (2025) menggunakan teori ini untuk menjelaskan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki profitabilitas yang lebih tinggi karena mampu menekan biaya operasional melalui produksi massal.

Akan tetapi, teori ini juga mengenal batas yang disebut *Diseconomies of scale*. Gunawan dan Imronudin (2025) menjelaskan bahwa ketika perusahaan tumbuh terlalu besar hingga melampaui titik optimalnya, kompleksitas manajemen dan birokrasi justru akan meningkat. Hal ini menyebabkan pengambilan keputusan menjadi lambat dan tidak efisien, yang pada akhirnya dapat menurunkan kinerja keuangan. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan menguji posisi perusahaan farmasi di ASEAN, apakah ukuran besar mereka saat ini memberikan dampak efisiensi atau justru inefisiensi.

Berdasarkan teori di atas, Ukuran Perusahaan (*Firm size*) didefinisikan sebagai suatu skala yang mengklasifikasikan besar kecilnya entitas bisnis berdasarkan total kekayaan yang dimilikinya. Maryadi dan Dermawan (2019) mendefinisikan ukuran perusahaan sebagai cerminan kekuatan finansial yang memengaruhi kemudahan perusahaan dalam memperoleh pendanaan eksternal.

Indikator yang digunakan untuk mengukur Ukuran Perusahaan adalah Logaritma Natural dari Total Aset ($\ln$ Total Aset). Penggunaan transformasi Logaritma Natural ($\ln$) ini bertujuan untuk menormalkan data statistik (Kadir & Zaidi, 2024). Mengingat nilai total aset perusahaan biasanya berjumlah triliunan rupiah sedangkan rasio keuangan lainnya berupa desimal atau persentase, penggunaan $\ln$ diperlukan untuk memperkecil skala angka tanpa mengubah proporsi data yang sebenarnya, sehingga hasil analisis regresi menjadi tidak bias.

2.1.4. Teori Makroekonomi

Untuk menjelaskan peran variabel moderasi, penelitian ini menggunakan Teori transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga (*interest rate channel*) menjelaskan bahwa perubahan suku bunga acuan yang ditetapkan oleh bank sentral akan memengaruhi biaya dana (*cost of funds*) sektor perbankan, yang selanjutnya berdampak pada biaya pinjaman dunia usaha dan profitabilitas perusahaan (Mankiw, 2022). Akibatnya, beban bunga pinjaman perusahaan

meningkat, arus kas tertekan, dan rencana investasi terhambat, yang pada akhirnya menurunkan profitabilitas perusahaan. Ahmad et al. (2019) menjelaskan jalur transmisi ini melalui saluran suku bunga yaitu ketika Bank Sentral menaikkan suku bunga acuan untuk meredam inflasi, biaya dana (*cost of fund*) perbankan akan meningkat. Hal ini memicu kenaikan bunga kredit bagi dunia usaha, yang secara langsung meningkatkan beban biaya bunga perusahaan dan menggerus laba bersih.

Lebih lanjut, Purba et al. (2025) menempatkan suku bunga sebagai variabel moderasi. Mereka berargumen bahwa kondisi makroekonomi eksternal dapat memperkuat atau memperlemah hubungan kausalitas internal perusahaan. Strategi *Leverage* tinggi yang menguntungkan di era suku bunga rendah, bisa berubah menjadi strategi yang merugikan di era suku bunga tinggi. Teori moderasi ini digunakan untuk membuktikan bahwa efektivitas manajemen keuangan perusahaan sangat bergantung pada konteks lingkungan moneter yang melingkupinya.

Berdasarkan konsep tersebut, Suku Bunga Acuan didefinisikan sebagai tingkat bunga kebijakan yang ditetapkan oleh otoritas moneter (Bank Sentral) pada periode tertentu yang menjadi acuan bagi suku bunga pasar. Indikator yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat suku bunga acuan Bank Sentral negara masing-masing sampel (misalnya *BI-7 Day Reverse Repo Rate* untuk Indonesia) yang berlaku pada akhir tahun periode pengamatan, dinyatakan dalam satuan persen

Dalam konteks penelitian lintas negara ASEAN, perlu ditekankan bahwa masing-masing bank sentral menggunakan instrumen kebijakan moneter yang berbeda dengan mekanisme transmisi yang tidak identik. Bank Indonesia (BI) menggunakan *BI-7 Day Reverse Repo Rate* sebagai suku bunga acuan utama yang ditransmisikan melalui sistem perbankan domestik; Bank Negara Malaysia (BNM) menggunakan *Overnight Policy Rate* (OPR) sebagai acuan pasar uang antarbank; *Monetary Authority of Singapore* (MAS) secara unik mengelola kebijakan moneter melalui mekanisme nilai tukar, sehingga *Singapore Overnight Rate Average* (SORA) digunakan sebagai proksi suku bunga pasar

domestik Singapura; *Bank of Thailand* (BOT) menggunakan *Policy Rate* berbasis *one-day bilateral repurchase agreement*; *Bangko Sentral ng Pilipinas* (BSP) menggunakan Overnight Reverse Repurchase (RRP) Rate dalam sistem *interest rate corridor*; serta *State Bank of Vietnam* (SBV) menggunakan *Refinancing Rate* sebagai instrumen pinjaman bank sentral kepada perbankan komersial. Variasi instrumen kebijakan moneter antar bank sentral ASEAN ini menciptakan heterogenitas alami dalam level dan pola perubahan suku bunga antar negara yang secara metodologis justru memperkuat pengujian efek moderasi dalam penelitian ini. Hal inilah yang menjadi alasan utama mengapa suku bunga acuan lebih tepat diposisikan sebagai variabel moderasi dalam penelitian ini: pengaruhnya tidak bersifat langsung dan seragam, melainkan bergantung pada kondisi internal perusahaan dan rezim kebijakan moneter yang berlaku di negara masing-masing.

2.1.5. Kinerja Keuangan

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah Kinerja Keuangan. Secara konseptual, kinerja keuangan merupakan gambaran formal mengenai keberhasilan manajemen dalam mengelola sumber daya perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Waryati et al. (2023) mendefinisikan kinerja keuangan sebagai prestasi kerja yang telah dicapai perusahaan dalam periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan perusahaan tersebut.

Indikator yang digunakan untuk memproksikan kinerja keuangan adalah *Return on Assets* (ROA). Pemilihan ROA didasarkan pada argumen Mar'aqonitaitillah dan Setiyono (2024), yang menyatakan bahwa ROA adalah rasio profitabilitas yang paling relevan untuk industri padat aset. Rasio ini mengukur efisiensi murni manajemen dalam mengubah setiap rupiah aset yang dimiliki menjadi laba bersih, terlepas dari bagaimana aset tersebut didanai (utang atau modal). Semakin tinggi nilai ROA, semakin efisien operasional perusahaan tersebut.

2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu menguraikan berbagai kajian empiris sebelumnya yang relevan dengan variabel penelitian, yaitu pengaruh *leverage*, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan dengan peran moderasi suku bunga acuan. Tinjauan literatur ini bertujuan untuk mengidentifikasi *research gap* dan menjadi landasan utama dalam perumusan hipotesis. Berikut adalah ringkasan penelitian terdahulu yang menjadi rujukan dalam penelitian ini:

Maryadi dan Dermawan (2019) meneliti pengaruh ukuran perusahaan, financial *Leverage*, dan likuiditas terhadap kinerja keuangan pada perusahaan properti di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan dan likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap ROA, sedangkan *Leverage* berpengaruh negatif namun tidak signifikan.

Aulia dan Gandakusuma (2019) melakukan studi komparatif mengenai pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan manufaktur di ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, dan Thailand). Hasil penelitian menemukan bahwa *Leverage* yang diukur dengan TDTA berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan, mengindikasikan bahwa struktur modal yang tidak efisien di kawasan ASEAN menggerus tingkat pengembalian aset.

Ahmad et al. (2019) menguji peran moderasi suku bunga bank sentral pada hubungan antara financial *Leverage* dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian membuktikan bahwa interaksi antara *Leverage* dan suku bunga acuan berdampak negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan, yang menunjukkan bahwa suku bunga tinggi memperburuk dampak utang terhadap profitabilitas.

Vernetta dan Ekadjaja (2022) menganalisis pengaruh *Leverage*, likuiditas, growth, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan.

Waryati et al. (2023) meneliti kontribusi struktur modal, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan farmasi di Indonesia. Hasil penelitian menemukan bahwa *Leverage* berpengaruh negatif,

sedangkan likuiditas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

Rendy dan Sudirgo (2023) menguji pengaruh *Leverage*, likuiditas, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil penelitian menemukan bahwa *Leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, yang mengindikasikan bahwa penggunaan utang yang efisien dapat meningkatkan kinerja operasional.

Anwar dan Elwisam (2024) menganalisis peran moderasi suku bunga pada pengaruh *Leverage*, pertumbuhan aset, dan likuiditas terhadap profitabilitas pada sektor agrikultur. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Leverage* berpengaruh negatif dan likuiditas berpengaruh positif terhadap profitabilitas, serta suku bunga terbukti mampu memoderasi pengaruh *Leverage* dan likuiditas terhadap profitabilitas.

Aprilianti et al. (2024) meneliti pengaruh likuiditas, *Leverage*, dan profitabilitas terhadap kualitas laba pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil penelitian menemukan bahwa *Leverage* berpengaruh negatif, dan likuiditas berpengaruh negatif signifikan di mana likuiditas yang berlebih dianggap sebagai dana menganggur (*idle cash*) yang mengurangi efisiensi perusahaan.

Kadir dan Zaidi (2024) melakukan studi pada perusahaan farmasi di Malaysia mengenai hubungan financial *Leverage* dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap ROA, dan ukuran perusahaan merupakan faktor penentu utama profitabilitas di industri farmasi karena perusahaan besar memiliki akses yang lebih baik terhadap pendanaan dan teknologi.

Fachri et al. (2024) mengkaji pengaruh likuiditas, *Leverage*, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan manufaktur sub sektor kimia di Indonesia. Hasil penelitian menemukan bahwa *Leverage* berpengaruh positif moderat dan likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan, yang mengindikasikan bahwa dampak utang sangat bergantung pada konteks industri.

Sukmawati et al. (2025) meneliti pengaruh likuiditas, *Leverage*, ukuran perusahaan, total asset turnover, dan efisiensi operasional terhadap profitabilitas pada perusahaan manufaktur sub sektor otomotif di Indonesia. Hasil penelitian mengonfirmasi bahwa likuiditas memiliki kontribusi positif signifikan terhadap kinerja keuangan pada sektor padat modal.

Lisdawati dan Fadjar (2025) menganalisis pengaruh ukuran perusahaan, *Leverage*, dan likuiditas terhadap profitabilitas pada perusahaan makanan dan minuman di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas, serta likuiditas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas di tengah fluktuasi ekonomi.

Simanungkalit et al. (2025) mengevaluasi pengaruh struktur modal, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan pada sektor infrastruktur di Indonesia. Hasil penelitian membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan karena perusahaan besar memiliki efisiensi skala ekonomis dan kemampuan memanfaatkan peluang investasi yang menguntungkan.

Gunawan dan Imronudin (2025) menguji pengaruh likuiditas, *Leverage*, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada sektor basic material di Indonesia. Hasil penelitian menemukan bahwa ukuran perusahaan justru berpengaruh negatif, yang diduga disebabkan oleh inefisiensi birokrasi dan kesulitan koordinasi manajerial pada perusahaan yang terlalu besar.

Purba et al. (2025) meneliti peran moderasi suku bunga pada hubungan antara kinerja keuangan dan harga saham. Hasil penelitian secara spesifik menemukan efek moderasi negatif dari suku bunga terhadap hubungan kinerja keuangan, yang membuktikan bahwa kondisi makroekonomi eksternal mampu memperlemah hubungan kausalitas internal perusahaan.

Urifianto et al. (2026) menganalisis pengaruh tingkat inflasi dan suku bunga terhadap kinerja keuangan pada PT HM Sampoerna Tbk. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa secara parsial suku bunga tidak berpengaruh signifikan

terhadap kinerja keuangan, sehingga variabel ini lebih tepat ditempatkan sebagai variabel pemoderasi yang memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel lain.

2.3. Hipotesis Penelitian

2.3.1. Pengaruh *Leverage* Terhadap Kinerja Keuangan

Dalam industri farmasi yang padat modal, kebutuhan investasi untuk riset, pengembangan, serta ekspansi fasilitas produksi sangatlah besar. Berdasarkan *Trade-Off Theory*, penggunaan utang (*leverage*) untuk membiayai ekspansi tersebut dapat memberikan manfaat langsung berupa penghematan pajak (*tax shield*) karena beban bunga pinjaman dapat dikurangkan dari penghasilan kena pajak. Selain itu, adanya kewajiban pembayaran bunga secara rutin akan menciptakan disiplin bagi manajemen untuk mengelola arus kas secara lebih efisien. Selama tambahan laba operasi yang dihasilkan dari ekspansi aset menggunakan utang tersebut mampu menutup biaya bunganya, maka *leverage* akan berfungsi sebagai daya ungkit untuk meningkatkan kinerja keuangan (*Return on Assets*) perusahaan.

Pandangan teoretis ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kadir dan Zaidi (2024) pada perusahaan farmasi di Malaysia yang membuktikan bahwa *financial leverage* memiliki dampak positif dan signifikan terhadap ROA. Dukungan empiris serupa juga ditemukan oleh Rendy dan Sudirgo (2023) serta Lisdawati dan Fadjar (2025) yang menyimpulkan bahwa penggunaan utang yang efisien terbukti mampu meningkatkan profitabilitas dan kinerja operasional perusahaan. Berdasarkan landasan teori dan dukungan empiris tersebut, peneliti mengembangkan hipotesis berikut:

H1 : *Leverage* berpengaruh positif terhadap Kinerja Keuangan.

2.3.2. Pengaruh Likuiditas Terhadap Kinerja Keuangan

Likuiditas (*Current ratio*) mencerminkan ketersediaan aset lancar yang cukup untuk membiayai kegiatan operasional sehari-hari tanpa terganggu oleh masalah kesulitan arus kas. Berdasarkan *Signaling Theory* Ross et al. (2022), tingkat likuiditas yang tinggi akan memberikan sinyal positif kepada pasar bahwa perusahaan memiliki risiko gagal bayar yang rendah. Bagi perusahaan farmasi yang memiliki siklus operasional cepat dan kebutuhan modal kerja bahan baku yang intensif, likuiditas yang tinggi menjamin kelancaran proses produksi dan distribusi. Dengan operasional yang lancar, perusahaan dapat merespons permintaan pasar dengan cepat sehingga bermuara pada peningkatan penjualan dan laba bersih.

Hubungan positif antara likuiditas dan kinerja keuangan ini didukung oleh temuan pada penelitian Waryati et al. (2023) pada sektor farmasi yang menunjukkan bahwa *Current ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Hasil penelitian Maryadi dan Dermawan (2019) serta Sukmawati et al. (2025) juga mengonfirmasi bahwa dalam kondisi normal, ketersediaan aset likuid adalah pendorong utama efisiensi kinerja perusahaan. Berdasarkan pemaparan tersebut, peneliti mengembangkan hipotesis berikut:

H2 : Likuiditas berpengaruh positif terhadap Kinerja Keuangan.

2.3.3. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan

Ukuran perusahaan mencerminkan skala operasional dan kekayaan aset yang dimiliki oleh entitas bisnis. Berdasarkan teori *Economies of Scale*, perusahaan dengan skala produksi yang besar memiliki keunggulan biaya per unit yang lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil, berkat efisiensi teknologi dan produksi massal. Dalam industri farmasi, perusahaan besar memiliki kemampuan untuk menekan biaya tetap seperti investasi mesin dan sertifikasi, serta memiliki daya tawar (*bargaining power*) yang lebih kuat terhadap pemasok dan akses pendanaan yang lebih murah dari perbankan, sehingga berpotensi menghasilkan profitabilitas yang lebih tinggi.

Logika ini didukung secara kuat oleh penelitian empiris Kadir dan Zaidi (2024) yang menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan merupakan faktor penentu utama profitabilitas di industri farmasi. Temuan ini sejalan dengan hasil analisis Simanungkalit et al. (2025) dan Maryadi dan Dermawan (2019) yang membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan karena perusahaan besar memiliki efisiensi skala ekonomis dan fleksibilitas finansial yang kuat. Oleh karena itu, peneliti mengembangkan hipotesis berikut:

H3 : Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Kinerja Keuangan.

2.3.4. Pengaruh *Leverage* terhadap Kinerja Keuangan dengan Suku Bunga Acuan sebagai Variabel Moderasi

Meskipun *Trade-Off Theory* menyatakan bahwa utang (*leverage*) memberikan manfaat *tax shield*, efektivitasnya sangat bergantung pada besaran beban bunga yang berlaku. Berdasarkan teori makroekonomi, ketika bank sentral menaikkan suku bunga acuan (*hawkish policy*), biaya pinjaman (*cost of debt*) akan meningkat secara tajam. Kenaikan beban bunga ini otomatis akan menggerus laba bersih secara signifikan. Artinya, dalam kondisi suku bunga tinggi, perusahaan dengan rasio *leverage* yang tinggi akan terbebani oleh kewajiban finansial yang lebih berat, sehingga dampak positif utang terhadap profitabilitas akan tergerus atau bahkan berbalik menjadi negatif.

Mekanisme ini dibuktikan oleh penelitian Ahmad et al. (2019) yang menemukan bahwa interaksi antara *leverage* dan Suku Bunga Acuan berdampak negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Temuan Utami et al. (2025) pada perusahaan di ASEAN juga menyoroti bahwa tekanan volatilitas suku bunga memberikan dampak negatif yang memperburuk risiko keuangan dari struktur utang perusahaan. Berdasarkan hubungan teori dan penelitian tersebut, peneliti mengembangkan hipotesis berikut:

H4 : Suku Bunga Acuan memperlemah pengaruh positif *Leverage* terhadap Kinerja Keuangan.

2.3.5. Pengaruh Likuiditas terhadap Kinerja Keuangan dengan Suku Bunga Acuan sebagai Variabel Moderasi

Kondisi makroekonomi yang fluktuatif dapat memengaruhi seberapa penting ketersediaan aset lancar bagi perusahaan. Ketika Suku Bunga Acuan meningkat, biaya pendanaan dari pihak eksternal menjadi sangat mahal. Dalam kondisi ini, perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi akan memiliki keunggulan strategis yang signifikan karena mereka tidak perlu mengambil pinjaman dengan bunga yang mencekik untuk membiayai operasional rutinnya. Sebaliknya, aset likuid tersebut justru dapat ditempatkan pada instrumen pasar uang untuk memperoleh pendapatan bunga (*interest income*) tambahan, sehingga profitabilitas semakin terjaga di era uang ketat.

Dukungan empiris untuk logika ini ditemukan dalam penelitian Lisdawati dan Fadjar (2025) yang membuktikan bahwa kemampuan perusahaan menjaga rasio likuiditas berkontribusi sangat nyata terhadap profitabilitas justru di tengah fluktuasi ekonomi eksternal. Studi Anwar dan Elwisam (2024) juga membuktikan bahwa suku bunga terbukti mampu secara krusial memoderasi pengaruh likuiditas terhadap profitabilitas. Oleh karena itu, peneliti mengembangkan hipotesis berikut:

H5 : Suku Bunga Acuan memperkuat pengaruh positif Likuiditas terhadap Kinerja Keuangan.

2.3.6. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan dengan Suku Bunga Acuan sebagai Variabel Moderasi

Keunggulan *Economies of Scale* yang dimiliki oleh perusahaan besar akan semakin terlihat dominan ketika dihadapkan pada guncangan ekonomi eksternal.

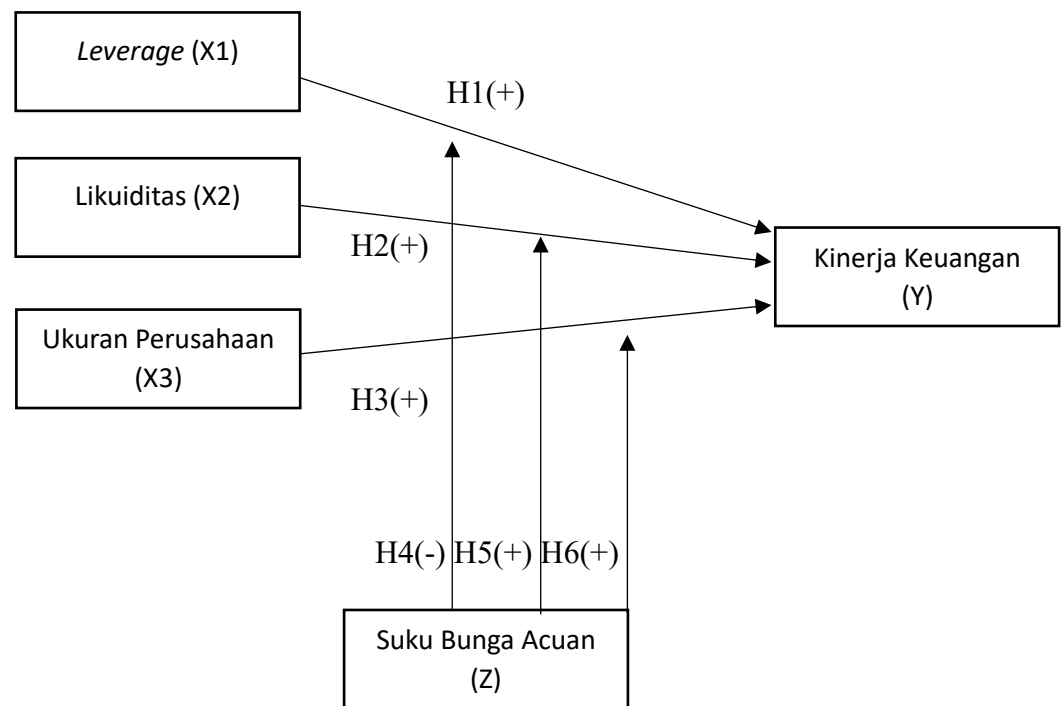
Ketika bank sentral menaikkan suku bunga acuan, perbankan akan cenderung *risk averse* (menghindari risiko) dalam menyalurkan kredit, sebuah fenomena yang dikenal sebagai *flight to quality*. Dalam situasi ini, perusahaan kecil akan kesulitan mendapatkan modal, sedangkan perusahaan besar dengan jaminan aset yang jumbo dan rekam jejak yang stabil tetap memiliki akses pendanaan yang memadai dan opsi mitigasi risiko yang luas. Akibatnya, pada era suku bunga tinggi, atribut "ukuran besar" menjadi faktor daya tahan (*resilience*) yang semakin memperlebar jurang kinerja antara perusahaan besar dan kecil.

Hal ini sejalan dengan penelitian Lisdawati dan Fadjar (2025) serta Simanungkalit et al. (2025) yang membuktikan bahwa tekanan eksternal berupa fluktuasi makroekonomi justru membuat ukuran perusahaan memiliki efek positif yang semakin krusial terhadap kinerja keuangan, karena perusahaan besar lebih mampu melakukan diversifikasi risiko. Berdasarkan penjelasan teori dan penelitian empiris tersebut, peneliti mengembangkan hipotesis berikut:

H6 : Suku Bunga Acuan memperkuat pengaruh positif Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan.

2.3.7. Kerangka Penelitian

Kerangka konseptual dibuat untuk menjelaskan rancangan untuk memperlihatkan keterkaitan antara variabel yang akan diteliti. Dengan latar belakang yang telah disampaikan dan hasil mengkaji teori yang telah dijelaskan sebelumnya, maka penelitian ini memiliki kerangka pemikiran :



Gambar 2.1 Kerangka Penelitian

Berdasarkan kerangka penelitian di atas, alur hubungan antarvariabel dapat dijelaskan melalui rumusan hipotesis sebagai berikut:

1. H1: *Leverage* berpengaruh positif (+) terhadap Kinerja Keuangan.
2. H2: Likuiditas berpengaruh positif (+) terhadap Kinerja Keuangan.
3. H3: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif (+) terhadap Kinerja Keuangan.
4. H4: Suku Bunga Acuan memperlemah (-) pengaruh positif *Leverage* terhadap Kinerja Keuangan.
5. H5: Suku Bunga Acuan memperkuat (+) pengaruh positif Likuiditas terhadap Kinerja Keuangan.

6. H6: Suku Bunga Acuan memperkuat (+) pengaruh positif Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Penentuan Sampel Penelitian

3.1.1. Populasi Penelitian

Populasi merupakan wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2023). Dalam penelitian ini, populasi yang digunakan adalah seluruh perusahaan farmasi (*pharmaceutical companies*) yang terdaftar di bursa efek negara-negara ASEAN pada periode tahun 2020–2024.

Pemilihan industri farmasi sebagai objek penelitian didasarkan pada beberapa pertimbangan. Pertama, industri farmasi merupakan sektor yang mengalami dinamika signifikan selama periode 2020–2024, terutama akibat pandemi COVID-19 yang meningkatkan permintaan produk kesehatan secara drastis (Kadir & Zaidi, 2024). Kedua, industri farmasi termasuk sektor padat modal (*capital-intensive*) yang memerlukan investasi besar dalam penelitian dan pengembangan, sehingga keputusan struktur modal menjadi sangat krusial bagi kelangsungan operasionalnya (Aulia & Gandakusuma, 2019). Ketiga, perbedaan karakteristik ekonomi dan kebijakan moneter antar negara ASEAN memberikan variasi yang memadai untuk menguji peran moderasi suku bunga acuan.

Selain tiga pertimbangan utama tersebut, terdapat dua aspek tambahan yang semakin memperkuat relevansi pemilihan industri farmasi sebagai objek penelitian ini. Keempat, industri farmasi menghadapi tantangan signifikan dalam hal kekayaan intelektual (*intellectual property rights/IPR*) yang memerlukan perhatian dan sumber daya yang besar (Kadir & Zaidi, 2024). Besarnya kebutuhan investasi untuk mempertahankan hak kekayaan intelektual ini secara langsung memengaruhi struktur pendanaan perusahaan, di mana pengelolaan leverage dan likuiditas menjadi semakin kritis untuk menjaga kelangsungan operasional. Kelima, perusahaan farmasi memiliki kebutuhan investasi yang besar dalam proyek penelitian dan pengembangan (*research and development/R&D*) untuk mengoptimalkan arus kas dan meningkatkan daya saing

jangka panjang (Kadir & Zaidi, 2024). Tingginya kebutuhan pendanaan R&D menjadikan sektor farmasi sangat bergantung pada pendanaan eksternal (*leverage*), sehingga peran moderasi suku bunga acuan terhadap hubungan antara leverage, likuiditas, dan kinerja keuangan menjadi sangat relevan untuk dikaji dalam konteks industri ini.

Adapun negara-negara ASEAN yang menjadi cakupan populasi dalam penelitian ini meliputi enam negara dengan pasar modal yang aktif, yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina, dan Vietnam. Keenam negara tersebut dipilih karena memiliki bursa efek yang terorganisir dengan baik dan menyediakan data laporan keuangan perusahaan publik yang dapat diakses secara transparan.

Tabel 3.1 Daftar Bursa Efek Negara ASEAN dalam Populasi Penelitian

No	Negara	Nama Bursa Efek	Kode
1	Indonesia	Bursa Efek Indonesia	IDX
2	Malaysia	Bursa Malaysia	KLSE
3	Singapura	Singapore Exchange	SGX
4	Thailand	Stock Exchange of Thailand	SET
5	Filipina	Philippine Stock Exchange	PSE
6	Vietnam	Ho Chi Minh Stock Exchange	HOSE

Sumber: Data diolah peneliti, 2026

3.1.2. Sampel Penelitian

Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut (Sugiyono, 2023). Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan atau kriteria tertentu (Sugiyono, 2023). Metode ini dipilih karena tidak semua anggota populasi memenuhi kriteria yang diperlukan untuk menjawab permasalahan penelitian. Adapun kriteria-kriteria yang digunakan dalam penentuan sampel penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang bergerak di sektor farmasi (*pharmaceutical*) yang terdaftar di bursa efek negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina, dan Vietnam) selama periode 2020-2024.
2. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan tahunan (*annual report*) secara lengkap dan konsisten selama periode penelitian 2020-2024.
3. Perusahaan yang menyajikan laporan keuangan dalam mata uang lokal masing-masing negara.
4. Perusahaan yang memiliki data lengkap untuk seluruh variabel penelitian, yaitu total aset, total utang, total ekuitas, aset lancar, liabilitas lancar, dan laba bersih.
5. Perusahaan yang tidak mengalami delisting atau penghentian perdagangan saham selama periode penelitian.

3.2. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

3.2.1. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis data sekunder. Menurut Sugiyono (2023), data sekunder adalah data yang telah dikumpulkan oleh pihak lain untuk tujuan tertentu dan sudah tersedia untuk digunakan oleh peneliti. Data sekunder dalam penelitian ini terdiri dari dua kategori utama, yaitu data keuangan perusahaan dan data makroekonomi.

Data keuangan perusahaan diperoleh dari laporan keuangan tahunan (*annual report*) perusahaan farmasi yang terdaftar di bursa efek masing-masing negara ASEAN. Laporan keuangan ini memuat informasi mengenai posisi keuangan perusahaan yang diperlukan untuk menghitung variabel penelitian seperti *Return on Assets* (ROA), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Current Ratio* (CR), dan total aset. Data laporan keuangan tersebut diperoleh melalui situs resmi masing-masing bursa efek negara ASEAN, yaitu Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), Bursa Malaysia (www.bursamalaysia.com), Singapore Exchange (www.sgx.com), Stock Exchange of Thailand (www.set.or.th), Philippine Stock Exchange (www.pse.com.ph), dan Ho Chi Minh Stock Exchange (www.hsx.vn). Apabila terdapat data yang tidak tersedia melalui situs

bursa efek, data tambahan juga dapat diperoleh melalui situs resmi masing-masing perusahaan farmasi yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

Data makroekonomi berupa suku bunga acuan (*policy rate*) diperoleh dari website resmi bank sentral masing-masing negara. Suku bunga acuan merupakan instrumen kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank sentral untuk mengendalikan stabilitas ekonomi dan inflasi, di mana perubahan suku bunga tersebut akan memengaruhi keputusan investasi dan kinerja keuangan perusahaan (Mankiw, 2022). Sumber data suku bunga acuan disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 3.2 Sumber Data Suku Bunga Acuan

No	Negara	Bank Sentral	Nama Suku Bunga Acuan
1	Indonesia	Bank Indonesia	<i>BI-7 Day Reverse Repo Rate</i>
2	Malaysia	Bank Negara Malaysia	<i>Overnight Policy rate (OPR)</i>
3	Singapura	Monetary Authority of Singapore	<i>Singapore Overnight Rate Average (SORA)</i>
4	Thailand	Bank of Thailand	<i>Policy rate</i>
5	Filipina	Bangko Sentral ng Pilipinas	<i>BSP Overnight Reverse Repo Rate</i>
6	Vietnam	State Bank of Vietnam	<i>Refinancing Rate</i>

Sumber: Website resmi bank sentral masing-masing negara

3.2.2. Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Metode dokumentasi dilakukan dengan cara mengumpulkan, mencatat, dan mengolah data yang bersumber dari dokumen-dokumen resmi yang telah dipublikasikan secara terbuka, yaitu laporan keuangan tahunan perusahaan farmasi yang tersedia di situs resmi bursa efek maupun situs resmi masing-masing perusahaan, serta data suku bunga acuan yang dipublikasikan oleh bank sentral masing-masing negara ASEAN. Seluruh

data yang telah terkumpul selanjutnya diolah dan dianalisis menggunakan perangkat lunak statistik untuk keperluan pengujian hipotesis penelitian.

3.3. Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel penelitian adalah segala sesuatu yang berbentuk apa saja yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari sehingga diperoleh informasi tentang hal tersebut, kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2023). Penelitian ini menggunakan tiga jenis variabel, yaitu variabel dependen, variabel independen, dan variabel moderasi.

3.3.1. Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen atau variabel terikat adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel independen (Sugiyono, 2023). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Kinerja Keuangan yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA).

Return on Assets (ROA) merupakan rasio profitabilitas yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari total aset yang dimilikinya serta menunjukkan efisiensi manajemen dalam mengelola seluruh sumber daya perusahaan untuk menghasilkan keuntungan (Brigham dan Houston, 2025). Semakin tinggi nilai ROA, semakin efisien perusahaan dalam memanfaatkan asetnya untuk menghasilkan laba. Rumus untuk menghitung ROA adalah sebagai berikut:

$$ROA = (Laba Bersih / Total Aset) \times 100\%$$

3.3.2. Variabel Independen (X)

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen (Sugiyono, 2023). Penelitian ini menggunakan tiga variabel independen, yaitu *Leverage*, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan.

- ***Leverage* (X1)**

Leverage merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya serta menunjukkan sejauh mana perusahaan dibiayai oleh utang (Brigham dan Houston, 2025). Dalam konteks *Trade-Off Theory*, penggunaan utang dapat memberikan manfaat berupa penghematan pajak (*tax shield*), namun penggunaan utang yang berlebihan juga meningkatkan risiko kebangkrutan (*financial distress cost*) yang dapat menurunkan kinerja perusahaan (Ross et al., 2022). *Leverage* dalam penelitian ini diukur dengan Debt to Equity Ratio (DER) karena menggambarkan proporsi pendanaan dari kreditor dibandingkan dengan pemilik perusahaan sehingga mencerminkan risiko finansial perusahaan secara langsung (Lutfiana dan Hermanto, 2021; Nusantara et al., 2023). Rumus untuk menghitung *Leverage* adalah sebagai berikut:

$$DER = Total\ Utang / Total\ Ekuitas$$

- **Likuiditas (X2)**

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar yang dimiliki (Brigham dan Houston, 2025). Tingkat likuiditas yang memadai menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan bayar yang baik dan risiko gagal bayar yang rendah. Dari *perspektif Signaling Theory*, tingkat likuiditas yang tinggi memberikan sinyal positif kepada para pemangku kepentingan bahwa perusahaan dalam kondisi keuangan yang sehat (Ross et al., 2022). Namun demikian, likuiditas yang terlalu tinggi juga dapat mengindikasikan adanya aset yang menganggur (*idle assets*) yang tidak dikelola secara produktif, sehingga berpotensi menurunkan efisiensi dan profitabilitas perusahaan (Aprilianti et al., 2024).

Likuiditas dalam penelitian ini diukur dengan *Current Ratio* (CR) karena merupakan ukuran yang paling umum digunakan dan memberikan gambaran komprehensif tentang kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban

jangka pendeknya (Mar'aqonitatillah dan Setiyono, 2024). Rumus untuk menghitung Likuiditas adalah sebagai berikut:

$$CR = \text{Aset Lancar} / \text{Liabilitas Lancar}$$

- **Ukuran Perusahaan (X3)**

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari total aset, total penjualan, atau kapitalisasi pasar yang dimilikinya (Brigham dan Houston, 2025). Berdasarkan teori *Economies of Scale*, perusahaan dengan ukuran yang lebih besar memiliki keunggulan dalam efisiensi biaya karena dapat menyebarkan biaya tetap pada volume produksi yang lebih besar (Pindyck dan Rubinfeld, 2021). Perusahaan besar juga cenderung memiliki akses yang lebih baik terhadap sumber pendanaan serta daya tawar yang lebih kuat terhadap pemasok (Simanungkalit et al., 2025). Namun demikian, perusahaan yang terlalu besar juga dapat mengalami *Diseconomies of Scale*, yaitu penurunan efisiensi akibat kompleksitas birokrasi dan koordinasi yang meningkat (Gunawan dan Imronudin, 2025).

Ukuran Perusahaan diukur dengan logaritma natural (Ln) dari total aset dalam mata uang lokal masing-masing negara. Pendekatan ini dipilih karena transformasi logaritma natural telah mengompres perbedaan skala nilai nominal antar mata uang sehingga mengurangi potensi bias (Irma, 2019; Maryadi dan Dermawan, 2019). Penggunaan pendekatan *Fixed Effect* memungkinkan penyerapan perbedaan sistematis antar perusahaan termasuk efek perbedaan mata uang, serta variabel lain dalam penelitian ini bersifat *unit-free* sehingga tidak terpengaruh perbedaan mata uang. Pendekatan ini konsisten dengan penelitian lintas negara sebelumnya di kawasan ASEAN (Aulia dan Gandakusuma, 2019). Rumus untuk menghitung Ukuran Perusahaan adalah sebagai berikut:

$$SIZE = \ln (\text{Total Aset})$$

3.3.3. Variabel Moderasi (Z)

Variabel moderasi adalah variabel yang mempengaruhi (memperkuat atau memperlemah) hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen (Sugiyono, 2023). Dalam penelitian ini, variabel moderasi adalah Suku Bunga Acuan (*Policy rate*).

Suku Bunga Acuan merupakan tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh bank sentral sebagai instrumen kebijakan moneter untuk mengatur likuiditas dan stabilitas ekonomi (Mankiw, 2022). Berdasarkan Teori Transmisi Kebijakan Moneter, perubahan suku bunga acuan akan ditransmisikan melalui saluran suku bunga (*interest rate channel*) dan saluran kredit (*credit channel*) yang pada akhirnya memengaruhi kinerja keuangan perusahaan (Mankiw, 2022). Ketika suku bunga acuan naik, biaya pinjaman meningkat sehingga beban bunga perusahaan yang memiliki *Leverage* tinggi akan membengkak dan menggerus profitabilitas (Anwar dan Elwisam, 2024; Purba et al., 2025).

Suku Bunga Acuan diukur dengan *policy rate* yang dipublikasikan oleh otoritas moneter masing-masing negara. Singapura merupakan kasus khusus karena MAS menjalankan kebijakan moneter dengan mengelola nilai tukar, sehingga penelitian ini menggunakan SORA (*Singapore Overnight Rate Average*) sebagai *benchmark* suku bunga domestik di Singapura. Angka yang digunakan adalah nilai pada akhir tahun fiskal dan dinyatakan dalam persentase.

Penggunaan instrumen kebijakan yang berbeda-beda di setiap negara ASEAN ini dipertahankan secara sengaja dalam penelitian untuk mencerminkan kondisi kebijakan moneter riil yang berlaku, bukan untuk menyeragamkan pengukuran secara artifisial. Variasi instrumen ini mulai dari *repo rate*, *overnight rate*, hingga *refinancing rate* menciptakan rentang variasi yang diperlukan untuk menguji apakah efek moderasi suku bunga bersifat konsisten di berbagai rezim kebijakan moneter yang berbeda. Justifikasi posisi SBA sebagai variabel moderasi juga diperkuat oleh fakta bahwa dampak suku bunga terhadap kinerja perusahaan tidak terjadi secara langsung dan seragam, melainkan termediasi oleh kondisi internal perusahaan seperti tingkat *leverage* dan posisi likuiditas yang dimiliki

(Ahmad et al. 2019). Perusahaan dengan leverage tinggi akan merasakan dampak kenaikan suku bunga yang lebih besar dibandingkan perusahaan dengan leverage rendah inilah esensi efek moderasi yang diuji. Dengan demikian, keberagaman instrumen dan level kebijakan moneter ASEAN merupakan karakteristik data yang dimanfaatkan dalam penelitian ini untuk memperkaya pengujian efek moderasi lintas negara, meskipun keterbatasan komparabilitas langsung antar negara tetap diakui sebagai salah satu keterbatasan penelitian ini.

Dalam penelitian ini, suku bunga acuan tidak hanya dipertimbangkan sebagai faktor makroekonomi yang berdiri sendiri, tetapi diposisikan sebagai variabel moderasi dengan memasukkan pengaruh langsung serta pengaruh interaksinya dengan masing-masing variabel independen. Efek moderasi ditentukan berdasarkan signifikansi koefisien variabel interaksi dalam model regresi panel.

$$SBA = \text{Suku Bunga Acuan Bank Sentral (\%)}$$

3.3.2 Variabel Interaksi

Untuk menguji efek moderasi, penelitian ini membentuk variabel interaksi yang merupakan perkalian antara variabel independen dengan variabel moderasi. Variabel interaksi diperlukan dalam *Moderated Regression Analysis* (MRA) untuk mendeteksi apakah variabel moderasi memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen (Sugiyono, 2023). Adapun variabel interaksi yang dibentuk dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. LEV x SBA = *Leverage* dikali Suku Bunga Acuan
2. LIQ x SBA = Likuiditas dikali Suku Bunga Acuan
3. SIZE x SBA = Ukuran Perusahaan dikali Suku Bunga Acuan

Tabel 3.3. Ringkasan Operasionalisasi Variabel Penelitian

No	Variabel	Simbol	Proksi/Rumus	Skala
1	Kinerja Keuangan (Y)	ROA	Laba Bersih/Total Aset x 100%	Rasio

2	<i>Leverage</i> (X1)	LEV	Total Utang/Total Ekuitas	Rasio
3	Likuiditas (X2)	LIQ	Aset Lancar/Liabilitas Lancar	Rasio
4	Ukuran Perusahaan (X3)	SIZE	Ln (Total Aset)	Rasio
5	Suku Bunga Acuan (Z)	SBA	<i>Policy rate</i> (%)	Rasio
6	Interaksi LEV x SBA	LEV_SBA	<i>Leverage</i> x Suku Bunga Acuan	Rasio
7	Interaksi LIQ x SBA	LIQ_SBA	Likuiditas x Suku Bunga Acuan	Rasio
8	Interaksi SIZE x SBA	SIZE_SBA	Ukuran Perusahaan x Suku Bunga Acuan	Rasio

Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini, 2026

3.4. Metode Analisis

3.4.1. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai maksimum, nilai minimum, dan jumlah observasi (Sugiyanto et al., 2022). Statistik deskriptif diperlukan untuk memahami karakteristik data sebelum dilakukan analisis lebih lanjut.

3.4.2. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan bahwa model regresi yang digunakan memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE), sehingga hasil estimasi dapat dipercaya dan tidak bias (Ross et al., 2022).

3.4.2.1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel residual memiliki distribusi normal. Dalam penelitian ini, uji normalitas

dilakukan dengan menggunakan uji Jarque-Bera (JB test). Kriteria pengambilan keputusan: Jika nilai probabilitas $JB > \alpha$ (0,05), maka H_0 diterima (residual terdistribusi normal), dan sebaliknya apabila nilai probabilitas $JB < \alpha$ (0,05), maka residual tidak terdistribusi normal.

3.4.2.2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi yang tinggi antar variabel independen. Dalam penelitian ini, uji multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dan nilai *Tolerance*. Model regresi dinyatakan bebas dari multikolinearitas apabila:

- $VIF < 10$ dan $Tolerance > 0,10 \rightarrow$ tidak terjadi multikolinearitas
- $VIF > 10$ dan $Tolerance < 0,10 \rightarrow$ terjadi multikolinearitas

3.4.2.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual. Dalam penelitian ini, uji heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji *Breusch-Pagan-Godfrey* pada estimasi regresi panel, sehingga hasil estimasi tetap reliabel meskipun terjadi pelanggaran asumsi homoskedastisitas. Kriteria pengambilan keputusan adalah apabila $p\text{-value (ObsR-squared)} > 0,05$, maka H_0 diterima (homoskedastisitas).

3.4.2.4. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t - 1$. Dalam penelitian ini, uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji *Durbin-Watson*. Model dinyatakan tidak terdapat autokorelasi apabila nilai $d_U < DW < 4 - d_U$, terdapat autokorelasi positif apabila $0 < DW < d_L$, dan terdapat autokorelasi negatif apabila $4 - d_L <$

$DW < 4$. Dengan keterangan: d_L = batas bawah, d_U = batas atas dari tabel Durbin-Watson

3.4.3. Pemilihan Model Regresi Data Panel

Dalam analisis regresi data panel, terdapat tiga pendekatan model yang dapat digunakan, yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM).

3.4.3.1. Common Effect Model (CEM)

Common Effect Model mengasumsikan bahwa tidak ada perbedaan karakteristik antar perusahaan maupun antar waktu. Model ini menggabungkan seluruh data tanpa memperhatikan perbedaan individu. Persamaan CEM untuk penelitian ini adalah:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 SBA_{jt} + \varepsilon_{it}$$

3.4.3.2. Fixed Effect Model (FEM)

Fixed effect model (FEM) dalam penelitian ini digunakan untuk mengontrol heterogenitas tidak teramati (unobserved heterogeneity) yang bersifat tetap sepanjang waktu pada tingkat perusahaan. Perbedaan karakteristik spesifik perusahaan farmasi, seperti kebijakan manajemen, budaya organisasi, dan struktur operasional, diasumsikan tidak berubah selama periode penelitian dan dapat memengaruhi kinerja keuangan. Persamaan FEM dalam penelitian ini adalah:

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 SBA_{jt} + \varepsilon_{it}$$

3.4.3.3. Random Effect Model (REM)

Random Effect Model mengasumsikan bahwa perbedaan karakteristik antar perusahaan bersifat acak (*random*) dan tidak berkorelasi dengan variabel independen. Persamaan REM untuk penelitian ini adalah:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 SBA_{jt} + (u_i + \varepsilon_{it})$$

3.4.4. Uji Pemilihan Model

Untuk menentukan model regresi data panel yang paling tepat, dilakukan tiga tahap pengujian. Pertama, Uji Chow digunakan untuk memilih antara CEM dan FEM. Apabila nilai *p-value* (Cross-section F) < 0,05, maka FEM lebih baik dari CEM dan pengujian dilanjutkan ke Uji Hausman. Kedua, Uji Hausman digunakan untuk memilih antara FEM dan REM. Apabila nilai *p-value* (Chi-Square) < 0,05, maka FEM lebih tepat digunakan, sebaliknya apabila > 0,05 maka REM lebih tepat. Ketiga, apabila hasil Uji Chow memilih CEM, dilakukan Uji Lagrange Multiplier untuk memilih antara CEM dan REM. Apabila nilai *p-value* < 0,05, maka REM lebih baik dari CEM.

3.4.5. Analisis Regresi Data Panel dengan Variabel Moderasi

Setelah model panel data terbaik dipilih, langkah selanjutnya adalah melakukan analisis *Moderated Regression Analysis* (MRA) untuk menguji peran variabel moderasi. Untuk menguji efek moderasi, dibentuk variabel interaksi yang merupakan perkalian antara variabel independen dengan variabel moderasi (Sugiyanto et al., 2022; Sugiyono, 2023). Model persamaan MRA lengkap dalam penelitian ini adalah:

$$\begin{aligned} ROA_{it} = & \alpha_i + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 SBA_{jt} \\ & + \beta_5 (LEV_{it} \times SBA_{jt}) + \beta_6 (LIQ_{it} \times SBA_{jt}) \\ & + \beta_7 (SIZE_{it} \times SBA_{jt}) + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Keterangan:

- α_i = konstanta (intercept)
- β_1 = koefisien pengaruh *Leverage* terhadap ROA
- β_2 = koefisien pengaruh Likuiditas terhadap ROA
- β_3 = koefisien pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap ROA
- β_4 = koefisien pengaruh Suku Bunga Acuan terhadap ROA

- β_5 = koefisien moderasi SBA pada hubungan *Leverage*-ROA
- β_6 = koefisien moderasi SBA pada hubungan Likuiditas-ROA
- β_7 = koefisien moderasi SBA pada hubungan Ukuran Perusahaan-ROA
- ε_{it} = error term
- i = indeks perusahaan farmasi ($i = 1, 2, \dots, N$)
- t = indeks tahun ($t = 2020, 2021, 2022, 2023, 2024$)
- j = indeks negara ASEAN tempat perusahaan i berdomisili ($j = 1, 2, \dots, 6$)

3.5. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, baik secara parsial maupun model, serta menguji peran variabel moderasi.

3.5.1. Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen secara individual terhadap variabel dependen (Sugiyanto et al., 2022). Kriteria pengambilan keputusan:

- Jika $p\text{-value} < \alpha$ (0,05), maka H_0 ditolak $\rightarrow$ variabel berpengaruh signifikan
- Jika $p\text{-value} \geq \alpha$ (0,05), maka H_0 diterima $\rightarrow$ variabel tidak berpengaruh signifikan

3.5.2. Uji Signifikansi Model (Uji F)

Uji F digunakan untuk menguji apakah seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen (Sugiyanto et al., 2022). Kriteria pengambilan Keputusan:

- Jika $p\text{-value (Prob > F)} < 0,05$, maka H_0 ditolak $\rightarrow$ model layak (fit)
- Jika $p\text{-value (Prob > F)} \geq 0,05$, maka H_0 diterima $\rightarrow$ model tidak layak

3.5.3. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Sugiyanto et al., 2022). Nilai *Adjusted R-squared* digunakan dalam penelitian ini karena mampu mengoreksi pengaruh penambahan variabel independen terhadap nilai R^2 . Apabila nilai *Adjusted R-squared* mendekati 1, maka variabel independen hampir mampu menjelaskan seluruh variasi variabel dependen. Sebaliknya, apabila nilai *Adjusted R-squared* mendekati 0, maka kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Profil Objek Penelitian

Populasi dalam penelitian ini mencakup perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek enam negara ASEAN selama periode 2020-2024. Metode pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *purposive sampling*. Setelah melakukan seleksi dalam proses pemilihan sampel yang sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan pada bab sebelumnya, terdapat 27 perusahaan yang memenuhi syarat tersebut. Oleh karena itu, total sampel yang digunakan sebagai objek penelitian untuk kurun waktu 5 tahun (2020-2023) adalah 135 sampel. Berikut ini rincian sampel yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 4.1 Penentuan Sampel

No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan farmasi yang terdaftar di bursa efek 6 negara ASEAN	44
2	Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan lengkap 2020-2024	(4)
3	Perusahaan yang tidak menyajikan laporan keuangan dalam mata uang lokal	0
4	Perusahaan dengan data variabel tidak lengkap	0
5	Perusahaan yang mengalami delisting atau suspensi	(1)
6	Perusahaan yang terindikasi memiliki data outlier pada variabel	(12)
	Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	27
	Periode penelitian (tahun)	5
	Total observasi (n x T)	135

Sumber : Data Diolah 2026

4.2. Analisis Data

Analisis data dalam penelitian ini dilakukan melalui beberapa tahapan, meliputi: analisis statistik deskriptif, pemilihan model regresi data panel (uji Chow dan uji Hausman), uji asumsi klasik (uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi), analisis regresi data panel dengan variabel moderasi menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM), serta pengujian hipotesis (uji t, uji F, dan koefisien determinasi R^2).

4.2.1. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai distribusi data sampel penelitian, yang mencakup nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (mean), dan standar deviasi dari setiap variabel yang digunakan. Berikut ini disajikan hasil analisis statistik deskriptif dari 135 observasi selama periode 2020-2024.

Tabel 4.2 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev.
Kinerja Keuangan / ROA (Y)	135	-0,1993	0,1912	0,08127	0,0475
Leverage / DER (X1)	135	0,1359	2,7305	0,5486	0,3516
Likuiditas / CR (X2)	135	0,9426	7,8824	2,9386	1,3628
Ukuran Perusahaan / Ln(TA) (X3)	135	18,2830	31,0130	26,25273	1,0144
Suku Bunga Acuan / SBA (Z)	135	0,0900	6,0000	4,0962	1,4254

Sumber : Data Diolah 2026

Berdasarkan tabel hasil analisis statistik deskriptif di atas, kesimpulan yang dapat diambil adalah sebagai berikut:

1. Secara umum perusahaan dalam sampel mampu menghasilkan laba positif dari total asetnya, meskipun terdapat perusahaan yang sempat mencatatkan kerugian pada periode tertentu. yaitu Phapros Tbk (PEHA) dengan ROA minimum pada tahun 2024. Nilai ROA tertinggi diperoleh DHG Pharmaceutical JSC (DHG) pada tahun 2022. Tingkat profitabilitas antar perusahaan relatif homogen, sehingga tidak terdapat kesenjangan yang terlalu ekstrem dalam kemampuan menghasilkan laba.
2. Rata-rata perusahaan lebih banyak mengandalkan ekuitas daripada utang dalam struktur modalnya, mencerminkan kebijakan pendanaan yang tergolong konservatif dan prudent. Seluruh perusahaan dalam sampel tidak ada yang memiliki ekuitas negatif, sehingga kondisi struktur modal secara keseluruhan terbilang sehat dengan variabilitas yang tidak terlalu ekstrem.
3. Rata-rata perusahaan memiliki kemampuan yang memadai dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, meski terdapat sebagian kecil perusahaan yang berada di bawah ambang likuiditas yang ideal. Terdapat heterogenitas likuiditas yang cukup signifikan antar perusahaan, mengindikasikan perbedaan strategi manajemen aset lancar yang beragam dalam sampel.
4. Sampel penelitian mencakup perusahaan dengan skala yang beragam, mulai dari perusahaan berskala kecil hingga sangat besar, sehingga representasi ukuran perusahaan dalam sampel cukup luas. Meskipun demikian, variasi ukuran antar perusahaan relatif moderat, menandakan sampel tidak terlalu didominasi oleh perusahaan dengan skala ekstrem tertentu.
5. Kebijakan moneter di kawasan ASEAN selama periode penelitian bersifat dinamis, mencerminkan perbedaan stance kebijakan antar negara yang menyesuaikan kondisi ekonomi masing-masing. Fluktuasi suku bunga yang terjadi menggambarkan adanya tren pengetatan moneter yang cukup signifikan, khususnya sebagai respons terhadap tekanan inflasi pasca-pandemi di berbagai negara ASEAN.

4.2.2. Analisis Pemilihan Model Regresi Data Panel

Sebelum melakukan analisis regresi data panel, perlu dilakukan pemilihan model yang paling tepat antara *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM). Pemilihan dilakukan melalui dua tahap pengujian, yaitu Uji Chow dan Uji Hausman.

4.2.2.1. Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk memilih model yang lebih baik antara *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM). Hipotesis yang diuji adalah H_0 : CEM lebih baik dari FEM, dan H_1 : FEM lebih baik dari CEM. Jika nilai probabilitas $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan FEM dipilih. Hasil uji Chow disajikan pada tabel berikut.

Tabel 4.3 Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	Keterangan
Cross-section F	18,2577	(26,101)	0,0000	Signifikan
Cross-section Chi-square	234,9629	26	0,0000	Signifikan

Sumber : Data Diolah 2026

Berdasarkan tabel di atas, nilai probabilitas *Cross-section F* dan *Cross-section Chi-square* masing-masing sebesar $0,0000 < 0,05$. Dengan demikian H_0 ditolak, yang berarti *Fixed Effect Model* (FEM) lebih baik dibandingkan *Common Effect Model* (CEM). Pengujian selanjutnya dilakukan menggunakan Uji Hausman untuk memilih antara FEM dan *Random Effect Model* (REM).

4.2.2.2. Uji Hausman

Uji Hausman digunakan untuk memilih model yang lebih tepat antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM). Hipotesis yang diuji adalah H_0 : REM lebih baik dari FEM, dan H_1 : FEM lebih baik dari REM. Jika nilai probabilitas Chi-Sq. $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan FEM dipilih sebagai model yang lebih baik. Hasil uji Hausman disajikan pada tabel berikut.

Tabel 4.4 Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	Keterangan
Cross-section random	15,4285	7	0,0309	Signifikan

Sumber : Data Diolah 2026

Berdasarkan hasil uji Hausman di atas, nilai *Chi-Sq. Statistic* sebesar 15,4285 dengan probabilitas $0,0309 < 0,05$. Dengan demikian H_0 ditolak, yang berarti *Fixed Effect Model* (FEM) lebih baik dan lebih tepat dibandingkan *Random Effect Model* (REM). Kesimpulannya, model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *cross-section fixed effects (dummy variables)*. Dikarenakan yang terpilih sudah *Fixed Effect Model* (FEM) maka tidak diperlukan untuk uji LM.

4.2.3. Analisis Asumsi Klasik

Analisis data dalam penelitian ini dilakukan melalui beberapa tahapan, meliputi analisis statistik deskriptif, pemilihan model regresi data panel (uji Chow dan uji Hausman), uji asumsi klasik (uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi), analisis regresi data panel dengan variabel moderasi menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM), serta pengujian hipotesis (uji t, uji F, dan koefisien determinasi R^2).

4.2.3.1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah residual dalam model regresi berdistribusi normal. Dalam penelitian ini, pengujian normalitas dilakukan menggunakan uji Jarque-Bera (JB). Jika nilai probabilitas Jarque-Bera $> 0,05$ maka residual dinyatakan berdistribusi normal. Hasil uji normalitas disajikan pada tabel berikut.

Tabel 4.5 Hasil Uji Normalitas (Jarque-Bera)

Keterangan	Jarque-Bera	P-value	Keterangan
------------	-------------	---------	------------

Residual FEM (RESIDFEM)	5,246388	0,072571	Normal
----------------------------	----------	----------	--------

Sumber : Data Diolah 2026

Berdasarkan tabel di atas, nilai probabilitas Jarque-Bera sebesar $0,072571 > 0,05$, yang mengindikasikan bahwa residual model regresi berdistribusi secara normal. maka dapat disimpulkan bahwa residual model *Fixed Effect* (FEM) telah berdistribusi secara normal, sehingga asumsi normalitas terpenuhi. Dengan demikian, data yang telah dibersihkan dari nilai ekstrem layak digunakan untuk analisis regresi data panel lebih lanjut. Selanjutnya, dilakukan pengujian asumsi klasik multikolinearitas untuk mendeteksi adanya korelasi antar variabel independen dalam model regresi.

4.2.3.2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mendeteksi adanya korelasi yang tinggi antar variabel independen dalam model regresi. Dalam penelitian ini, uji multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai *Centered Variance Inflation Factor* (VIF) dari masing-masing variabel independen menggunakan software EViews. Model regresi dinyatakan bebas dari masalah multikolinearitas apabila nilai *Centered VIF* < 10 . Sebaliknya, apabila nilai *Centered VIF* > 10 , maka terdapat indikasi multikolinearitas yang serius antar variabel independen. Hasil uji multikolinearitas dalam penelitian ini disajikan pada tabel berikut.

Tabel 4.6 Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Centered VIF	Keterangan
X1 (DER)	1,852537	Tidak terjadi multikolinearitas
X2 (CR)	1,808586	Tidak terjadi multikolinearitas
X3 (Ln TA)	2,125439	Tidak terjadi multikolinearitas
Z (SBA)	2,065034	Tidak terjadi multikolinearitas

Sumber : Data Diolah 2026

Berdasarkan Tabel 4.6 di atas, hasil uji multikolinearitas menunjukkan bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai *Centered Variance Inflation Factor* (VIF) di bawah 10. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini bebas dari masalah multikolinearitas, sehingga estimasi koefisien regresi bersifat handal dan tidak terdistorsi akibat hubungan linear antar variabel independen.

4.2.3.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mendeteksi ketidaksamaan varians dari residual satu observasi ke observasi lainnya. Dalam penelitian ini, pengujian heteroskedastisitas dilakukan menggunakan uji *Breusch-Pagan-Godfrey* pada EViews. Kriteria pengambilan keputusan adalah apabila nilai Prob. F-statistic > 0,05, maka H_0 diterima yang berarti tidak terdapat gejala heteroskedastisitas pada model (*homoskedastisitas*). Sebaliknya, apabila nilai Prob. F-statistic < 0,05, maka terdapat indikasi heteroskedastisitas.

Tabel 4.7 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Keterangan	Nilai	P-value	Keterangan
F-statistic	1,752208	0,1027	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Obs*R-squared	11,88978	0,1042	Tidak terjadi heteroskedastisitas

Sumber : Data Diolah 2026

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.7. Karena nilai probabilitas tersebut lebih besar dari taraf signifikansi $\alpha = 0,05$, maka H_0 diterima dan dapat disimpulkan bahwa model regresi bebas dari masalah heteroskedastisitas. Dengan demikian, asumsi homoskedastisitas terpenuhi dan estimasi koefisien yang dihasilkan bersifat *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE).

4.2.3.4. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mendeteksi adanya korelasi antara residual pada periode t dengan residual pada periode sebelumnya ($t-1$). Pengujian

autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan statistik Durbin-Watson (DW) yang tersedia pada output *Fixed Effect Model*. Pengambilan keputusan dilakukan dengan membandingkan nilai DW statistik terhadap nilai kritis tabel Durbin-Watson pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ dengan jumlah observasi $n = 135$ dan jumlah variabel independen $k = 7$. Hasil uji autokorelasi dalam penelitian ini disajikan pada tabel berikut.

Tabel 4.8 Hasil Uji Autokorelasi

dL	dU	DW Statistic	(4 - dU)	Keterangan
1,6116	1,8146	1,818052	2,1854	Tidak terjadi autokorelasi

Sumber : Data Diolah 2026

Berdasarkan hasil uji autokorelasi pada Tabel 4.9, diperoleh nilai Durbin-Watson (DW) sebesar 1,818052. Karena nilai DW statistic sebesar 1,818052 > dU = 1,8146, maka keputusan yang diambil adalah tidak terdapat autokorelasi positif pada model regresi. Dengan demikian, seluruh tahapan uji asumsi klasik telah terpenuhi dan analisis regresi data panel dengan *Fixed Effect Model* dapat dilanjutkan.

4.2.4. Analisis Regresi Data Panel Fixed Effect Model dengan Variabel Moderasi

Dalam penelitian ini, analisis regresi data panel dengan *Fixed Effect Model* (FEM) digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen (*Leverage*, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan) terhadap variabel dependen (Kinerja Keuangan/ROA) dengan Suku Bunga Acuan sebagai variabel moderasi. Tabel berikut memaparkan hasil analisis regresi FEM dengan variabel moderasi.

Tabel 4.9 Hasil Analisis Regresi Fixed Effect Model dengan Variabel Moderasi

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C (Konstanta)	0,718932	0,208742	3,444115	0,0008
X1 (Leverage/DER)	0,062642	0,034095	1,837271	0,0691

X2 (Likuiditas/CR)	0,017343	0,007609	2,279174	0,0248
X3 (Ukuran Perusahaan)	-0,028087	0,008568	-3,278251	0,0014
Z (Suku Bunga Acuan)	0,043119	0,013770	3,131396	0,0023
X1Z (Leverage × SBA)	-0,031217	0,005705	-5,472343	0,0000
X2Z (Likuiditas × SBA)	-0,003435	0,001678	-2,047141	0,0432
X3Z (Ukuran × SBA)	-0,000454	0,000444	-1,022325	0,3091
R-squared = 0,918314	Adj. R-squared = 0,891624			
F-statistic = 34,40725	Prob(F-statistic) = 0,000000			

Sumber : Data Diolah 2026

Berdasarkan tabel di atas, persamaan regresi data panel yang dihasilkan adalah sebagai berikut:

$$Y = 0,718932 + 0,062642 X1 + 0,017343 X2 - 0,028087 X3 + 0,043119 Z - 0,031217 X1Z - 0,003435 X2Z - 0,000454 X3Z + e$$

Interpretasi dari persamaan regresi di atas adalah sebagai berikut:

1. Nilai konstanta sebesar 0,718932 artinya apabila seluruh variabel independen dan variabel moderasi bernilai nol, maka kinerja keuangan (ROA) perusahaan farmasi di kawasan ASEAN adalah sebesar 0,718932.
2. Koefisien regresi variabel *Leverage* (X1) sebesar 0,062642 berarti bahwa setiap kenaikan satu satuan DER, maka ROA akan meningkat sebesar 0,062642 dengan asumsi variabel lain konstan.
3. Koefisien regresi variabel Likuiditas (X2) sebesar 0,017343 berarti bahwa setiap kenaikan satu satuan CR, maka ROA akan naik sebesar 0,017343 dengan asumsi variabel lain konstan.
4. Koefisien regresi variabel Ukuran Perusahaan (X3) sebesar -0,028087 berarti bahwa setiap kenaikan satu satuan SIZE, maka ROA akan menurun sebesar 0,028087 dengan asumsi variabel lain konstan.

5. Koefisien interaksi X1Z sebesar -0,031217 menunjukkan bahwa Suku Bunga Acuan memperlemah pengaruh *Leverage* terhadap ROA. Setiap kenaikan satu satuan interaksi DER dan SBA, ROA akan menurun sebesar 0,031217.
6. Koefisien interaksi X2Z sebesar -0,003435 menunjukkan bahwa Suku Bunga Acuan memperlemah pengaruh likuiditas terhadap ROA. Setiap kenaikan satu satuan interaksi CR dan SBA, ROA akan menurun sebesar 0,003435.
7. Koefisien interaksi X3Z sebesar -0,000454 menunjukkan bahwa Suku Bunga Acuan memperlemah pengaruh ukuran Perusahaan terhadap ROA. Setiap kenaikan satu satuan interaksi SIZE dan SBA, ROA akan menurun sebesar 0,000454.

4.2.5. Pengujian Hipotesis

4.2.5.1. Uji F

Uji F bertujuan untuk mengetahui apakah model regresi secara keseluruhan layak (fit) untuk digunakan. Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas *F-statistic* dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Apabila nilai $\text{Prob}(F\text{-statistic}) < 0,05$, maka model regresi dinyatakan layak digunakan. Tabel berikut memaparkan hasil uji F.

Tabel 4.10 Hasil Uji F

F-statistic	Prob(F-statistic)
34,40725	0,000000

Sumber : Data Diolah 2026

Berdasarkan hasil uji F di atas ini mengindikasikan bahwa model regresi *Fixed Effect Model* yang dibangun secara keseluruhan sudah layak (fit) dan signifikan secara statistik.

4.2.5.2. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa besar proporsi variasi variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel

independen dalam model. Tabel berikut memaparkan hasil uji koefisien determinasi.

Tabel 4.11 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

R	R-squared	Adjusted R-squared
0,8858	0,918314	0,891624

Sumber : Data Diolah 2026

Berdasarkan hasil uji di atas, nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,891624 (89,16%) mengkonfirmasi kemampuan prediktif model setelah memperhitungkan jumlah variabel yang digunakan. Sisanya sebesar 8,17% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini. Nilai *adjusted R²* yang tinggi ini menunjukkan bahwa model *Fixed Effect Model* yang dibangun memiliki daya prediksi yang baik.

4.2.5.3. Uji t

Uji t bertujuan untuk menilai pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$, suatu hipotesis diterima apabila nilai Prob. $< 0,05$. Tabel berikut merangkum hasil uji t beserta simpulan atas masing-masing hipotesis penelitian.

Tabel 4.12 Hasil Uji T

Hipotesis	Pernyataan Hipotesis	Koef.	Sig.	Kesimpulan
H1	<i>Leverage</i> berpengaruh positif terhadap Kinerja Keuangan	0,062642	0,0691	Tidak Didukung
H2	Likuiditas berpengaruh positif terhadap Kinerja Keuangan	0,017343	0,0248	Didukung
H3	Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Kinerja Keuangan	-0,028087	0,0014	Tidak Didukung
H4	SBA memperlemah pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Kinerja Keuangan	-0,031217	0,0000	Didukung

H5	SBA memperkuat pengaruh Likuiditas terhadap Kinerja Keuangan	-0,003435	0,0432	Tidak Didukung
H6	SBA memperkuat pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan	-0,000454	0,3091	Tidak Didukung

Sumber : Data Diolah 2026

4.3. Pembahasan

4.3.1. Pengaruh Leverage (X1) terhadap Kinerja Keuangan (Y)

Berdasarkan Tabel 4.12 maka dapat disimpulkan bahwa H1 tidak didukung, artinya *Leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan farmasi di kawasan ASEAN periode 2020–2024.

Meskipun arah koefisien bersifat positif, pengaruhnya tidak terbukti signifikan secara statistik. Hasil ini tidak selaras dengan prediksi *Trade-Off Theory* yang menyatakan bahwa pemanfaatan utang secara produktif melalui mekanisme *tax shield* akan meningkatkan profitabilitas. Kondisi ini dapat dijelaskan melalui perspektif *Pecking Order Theory*, di mana perusahaan farmasi di kawasan ASEAN pada periode pandemi dan pasca-pandemi (2020–2024) dihadapkan pada ketidakpastian ekonomi yang sangat tinggi. Dalam kondisi tersebut, manajemen cenderung lebih berhati-hati dan memilih pendanaan internal, sehingga efek positif tambahan utang terhadap laba menjadi tidak bermakna secara statistik (Gunawan & Imronudin 2025).

Fakta bahwa utang tidak selalu memberikan dampak positif pada profitabilitas juga konsisten dengan hasil penelitian Vernetta dan Ekadjaja (2022) serta penelitian pada sektor farmasi oleh Waryati et al. (2023) Alih-alih tidak signifikan, mereka justru menemukan bahwa tingkat *leverage* yang tinggi memberikan dampak negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini membuktikan bahwa pada masa guncangan ekonomi, beban biaya tetap dan beban bunga akibat utang justru membebani margin laba perusahaan farmasi. Kondisi nyata yang mendukung temuan ini adalah kasus PT Kimia Farma Tbk

yang mencatatkan kerugian bersih Rp1,82 triliun pada 2023 akibat lonjakan beban bunga sebesar 18,49% di tengah kenaikan suku bunga, yang menunjukkan bahwa utang tidak serta-merta mendorong kinerja positif dalam konteks ekonomi makro yang bergejolak (Heriyanto, 2024).

4.3.2. Pengaruh Likuiditas (X2) terhadap Kinerja Keuangan (Y)

Berdasarkan Tabel 4.12 maka H2 didukung, artinya Likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan (ROA) perusahaan farmasi di kawasan ASEAN periode 2020–2024.

Hasil ini konsisten dengan prediksi *Signaling Theory* (Ross et al., 2022) yang menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi merupakan sinyal positif kepada pasar. Dalam industri farmasi yang memiliki siklus operasional cepat dan kebutuhan modal kerja yang intensif, ketersediaan aset lancar yang memadai menjamin kelancaran proses produksi dan distribusi obat-obatan. Dengan operasional yang tidak terganggu masalah likuiditas, perusahaan dapat merespons lonjakan permintaan pasar terutama di era pandemi COVID-19 secara cepat, yang bermuara pada peningkatan penjualan dan laba bersih, serta mendorong ROA menjadi lebih tinggi.

Temuan ini selaras dengan hasil penelitian Waryati et al. (2023) pada sektor farmasi Indonesia, Maryadi dan Dermawan (2019), serta Sukmawati et al. (2025) pada sektor industri lainnya yang secara konsisten menemukan bahwa *Current Ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Secara manajerial, hasil ini memberikan implikasi bahwa perusahaan farmasi di ASEAN sebaiknya mempertahankan tingkat likuiditas pada level yang memadai, tidak hanya sebagai pemenuhan kewajiban jangka pendek, tetapi juga sebagai instrumen strategis untuk menjaga kesinambungan operasional dan profitabilitas.

4.3.3. Pengaruh Ukuran Perusahaan (X3) terhadap Kinerja Keuangan (Y)

Berdasarkan Tabel 4.12 maka dapat disimpulkan bahwa H3 yang memprediksi pengaruh positif tidak didukung. Dengan kata lain, Ukuran

Perusahaan terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA perusahaan farmasi di kawasan ASEAN periode 2020–2024.

Temuan ini tidak sejalan dengan prediksi teori *Economies of Scale*, namun justru mendukung konsep *Diseconomies of Scale* (Irma, 2019; Maryadi dan Dermawan, 2019). Sebagaimana dijelaskan oleh Gunawan dan Imronudin (2025) menjelaskan bahwa ketika perusahaan tumbuh melampaui titik optimalnya, kompleksitas manajemen dan lapisan birokrasi yang semakin tebal justru memperlambat pengambilan keputusan dan meningkatkan biaya koordinasi. Dalam konteks perusahaan farmasi ASEAN yang terdiri dari berbagai entitas lintas negara dengan regulasi, perpajakan, dan kondisi pasar yang berbeda-beda ukuran perusahaan yang besar justru dapat menciptakan struktur biaya yang tidak efisien, sehingga menggerus margin laba dan menurunkan ROA.

Hasil ini didukung pula oleh karakteristik periode penelitian 2020–2024, di mana perusahaan farmasi berskala besar menanggung biaya operasional yang membengkak akibat gangguan rantai pasok global, peningkatan biaya logistik lintas negara, dan tekanan inflasi yang tinggi (Anwar & Elwisam, 2024; Urifianto et al., 2026). Kondisi ini membuat perusahaan besar justru lebih rentan terhadap pembengkakan biaya dibandingkan perusahaan kecil yang lebih *agile* dan fleksibel. Temuan ini memperkuat argumen Vernetta dan Ekadjaja (2022) yang juga menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak selalu berkontribusi positif terhadap kinerja keuangan dalam periode yang penuh gejolak ekonomi.

4.3.4. Suku Bunga Acuan Memoderasi Pengaruh Leverage (X1Z) terhadap Kinerja Keuangan (Y)

Berdasarkan Tabel 4.12 maka dapat disimpulkan bahwa bahwa H4 didukung yaitu Suku Bunga Acuan terbukti secara signifikan memperlemah pengaruh *Leverage* terhadap kinerja keuangan perusahaan farmasi di kawasan ASEAN.

Koefisien negatif pada variabel interaksi ini memiliki makna ekonomi yang penting. Sebelum diinteraksikan, *Leverage* memiliki arah koefisien positif

terhadap ROA. Namun, ketika Suku Bunga Acuan tinggi, efek positif tersebut tergerus secara signifikan bahkan dapat berbalik menjadi negatif. Hal ini sejalan dengan mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga ketika bank sentral menaikkan suku bunga acuan untuk meredam inflasi, biaya pinjaman meningkat tajam (Mankiw, 2022). Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi akan menanggung beban bunga yang semakin besar, yang secara langsung menggerus laba bersih dan menekan ROA (Anwar & Elwisam, 2024).

Temuan ini sangat relevan dengan konteks periode 2020–2024, di mana bank sentral di seluruh kawasan ASEAN termasuk Bank Indonesia menaikkan suku bunga secara agresif untuk mengendalikan lonjakan inflasi pasca-pandemi (Utami et al., 2025). Dalam kondisi moneter yang ketat seperti ini, strategi *leverage* tinggi yang mungkin menguntungkan di era suku bunga rendah (2020–2021) berubah menjadi beban berat di era suku bunga tinggi (2022–2024). Hasil ini memberikan kebaruan sekaligus melengkapi temuan sebelumnya, seperti Anwar dan Elwisam (2024) yang tidak menemukan efek moderasi pada sektor pertanian, dengan membuktikan bahwa pada industri farmasi, volatilitas suku bunga merupakan faktor moderasi krusial yang harus dipertimbangkan dalam keputusan struktur modal perusahaan.

4.3.5. Suku Bunga Acuan Memoderasi Pengaruh Likuiditas ($X2Z$) terhadap Kinerja Keuangan (Y)

Berdasarkan Tabel 4.12 maka dapat disimpulkan bahwa Suku Bunga Acuan terbukti memoderasi hubungan antara Likuiditas dan kinerja keuangan. Namun demikian, $H5$ yang memprediksi arah pengaruh moderasi yang memperkuat (positif) ternyata tidak terdukung, karena koefisien interaksi bersifat negatif. Artinya, Suku Bunga Acuan justru memperlemah pengaruh positif Likuiditas terhadap ROA.

Temuan yang bertentangan dengan hipotesis awal ini dapat dijelaskan melalui mekanisme berikut. Pada kondisi suku bunga tinggi, biaya kesempatandari memegang aset likuid dalam bentuk kas atau setara kas menjadi sangat tinggi, karena dana tersebut seharusnya dapat diinvestasikan pada

instrumen pasar uang berbunga tinggi (Kadir & Zaidi, 2024). Namun di sisi lain, suku bunga yang tinggi juga meningkatkan biaya bagi perusahaan untuk mempertahankan persediaan bahan baku dalam jumlah besar dan memberikan kelonggaran kredit kepada distributor. Tekanan ganda ini mengakibatkan manfaat marginal dari setiap tambahan aset lancar terhadap ROA justru berkurang ketika suku bunga sedang tinggi, karena biaya untuk mempertahankan likuiditas tersebut ikut membengkak.

Temuan ini memberikan nuansa yang lebih kompleks dibandingkan hipotesis awal dan memperkaya pemahaman tentang dinamika pengelolaan modal kerja. Berbeda dengan temuan Anwar dan Elwisam (2024) pada sektor pertanian yang menyimpulkan bahwa pada industri farmasi efektivitas likuiditas dalam mendorong profitabilitas justru berkurang saat suku bunga tinggi. Hal ini membuktikan bahwa meskipun likuiditas tinggi secara fundamental baik (terbukti dari H2 yang didukung), temuan ini sangat konsisten dengan argumen Aprilianti et al. (2024) bahwa likuiditas berlebih dalam kondisi ekonomi tertentu dapat menjadi sinyal inefisiensi alokasi aset. Implikasi manajerialnya adalah perusahaan farmasi perlu mengelola komposisi aset lancar secara lebih aktif dan dinamis, menyesuaikan dengan perubahan kebijakan moneter.

4.3.6. Suku Bunga Acuan Memoderasi Pengaruh Ukuran Perusahaan (X3Z) terhadap Kinerja Keuangan (Y)

Berdasarkan Tabel 4.12 maka dapat disimpulkan bahwa H6 tidak didukung, artinya Suku Bunga Acuan tidak terbukti secara signifikan memoderasi hubungan antara Ukuran Perusahaan dan kinerja keuangan perusahaan farmasi di kawasan ASEAN periode 2020–2024.

Tidak signifikannya moderasi ini dapat dipahami dari dua sisi. Pertama, dari sisi ukuran perusahaan itu sendiri sebagaimana telah terbukti pada hasil H3, ukuran perusahaan yang lebih besar dalam konteks ASEAN justru sudah berdampak negatif terhadap ROA yang mengindikasikan adanya *diseconomies of scale* (Gunawan & Imronudin 2025). Dalam kondisi di mana ukuran besar sudah tidak menghasilkan efisiensi biaya, maka kehadiran suku bunga tinggi

tidak memberikan pengaruh tambahan yang berbeda antara perusahaan besar dan kecil, karena keduanya sama-sama terdampak oleh biaya pinjaman yang meningkat.

Kedua, dari sisi Suku Bunga Acuan sebagai moderator pengaruh suku bunga terhadap *credit access* di kawasan ASEAN tampaknya tidak cukup besar untuk membedakan secara signifikan kemampuan pendanaan perusahaan besar versus perusahaan kecil dalam sampel penelitian ini. Temuan ini konsisten dengan hasil Vernetta dan Ekadjaja (2022) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak selalu menjadi faktor determinan yang kuat dalam berbagai kondisi lingkungan eksternal. Secara keseluruhan, ketidaksignifikanan H6 ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan farmasi di ASEAN baik berskala besar maupun kecil menghadapi tekanan dampak suku bunga tinggi secara relatif setara, sehingga efek moderasi berbasis skala aset tidak terbukti dalam periode penelitian ini.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *Leverage*, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA), serta menguji peran Suku Bunga Acuan sebagai variabel moderasi pada perusahaan farmasi di kawasan ASEAN periode 2020–2024. Berdasarkan hasil analisis regresi data panel dengan pendekatan *Moderated Regression Analysis* (MRA), kesimpulan yang dapat ditarik adalah sebagai berikut:

1. *Leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap Kinerja Keuangan. Artinya ini menunjukkan bahwa tinggi rendahnya rasio utang perusahaan farmasi di ASEAN tidak terbukti secara signifikan memengaruhi ROA selama periode 2020–2024, yang diduga akibat ketidakpastian ekonomi dan tekanan biaya operasional pasca-pandemi yang membuat manfaat *tax shield* dari utang tidak cukup signifikan untuk mendorong profitabilitas.
2. Likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kinerja Keuangan. Artinya, semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, semakin tinggi pula ROA yang dihasilkan. Ketersediaan aset lancar yang memadai menjamin kelancaran operasional dan memungkinkan perusahaan merespons permintaan pasar secara optimal.
3. Ukuran Perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kinerja Keuangan. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan farmasi berskala lebih besar di ASEAN justru memiliki ROA yang lebih rendah, yang konsisten dengan fenomena *Diseconomies of Scale* akibat kompleksitas birokrasi, biaya koordinasi lintas negara yang tinggi, dan pembengkakan biaya operasional selama periode guncangan ekonomi global.
4. Suku Bunga Acuan memperlemah pengaruh *Leverage* terhadap Kinerja Keuangan. Artinya ini membuktikan bahwa kenaikan Suku Bunga Acuan secara signifikan memperburuk dampak utang terhadap profitabilitas, karena beban bunga yang membengkak menggerus laba bersih perusahaan yang memiliki leverage tinggi.

5. Suku Bunga Acuan memperlemah pengaruh Likuiditas terhadap Kinerja Keuangan. Meskipun moderasi terbukti signifikan, arahnya berlawanan dengan hipotesis. Suku Bunga Acuan yang tinggi justru memperlemah — bukan memperkuat — pengaruh positif likuiditas terhadap ROA, karena *opportunity cost* memegang aset likuid meningkat dan biaya mempertahankan modal kerja menjadi semakin besar.
6. Suku Bunga Acuan tidak terbukti memoderasi pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan. Artinya tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara dampak suku bunga tinggi terhadap perusahaan besar dan kecil dalam sampel farmasi ASEAN, sehingga skala aset tidak terbukti menjadi faktor pelindung (*buffer*) terhadap tekanan moneter eksternal.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini telah dilaksanakan dengan semaksimal mungkin mengacu pada prosedur ilmiah yang berlaku, namun terdapat beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan dalam menginterpretasikan hasil penelitian ini:

1. Suku Bunga Acuan diukur menggunakan nilai akhir tahun, sehingga tidak menangkap dinamika perubahan suku bunga sepanjang tahun berjalan. Selain itu, Singapura menggunakan pendekatan nilai tukar dalam kebijakan moneternya, sehingga penggunaan SORA sebagai proksi Suku Bunga Acuan Singapura mungkin tidak sepenuhnya sebanding dengan kebijakan suku bunga negara-negara lain.
2. Perusahaan farmasi dari enam negara ASEAN memiliki karakteristik institusional, regulasi, dan lingkungan bisnis yang sangat berbeda. Meskipun penggunaan model data panel telah berupaya mengontrol heterogenitas ini, perbedaan kondisi makroekonomi dan struktural antar negara yang sangat besar dapat menjadi sumber *noise* dalam estimasi model.
3. Penelitian ini hanya menggunakan *Return on Assets* (ROA) sebagai proksi kinerja keuangan. Penggunaan proksi tunggal ini mungkin tidak sepenuhnya merepresentasikan keseluruhan dimensi kinerja perusahaan, sehingga hasil penelitian perlu diinterpretasikan dalam batas ukuran profitabilitas berbasis aset.
4. Periode penelitian 2020–2024 merupakan periode yang penuh guncangan struktural akibat pandemi COVID-19 dan kenaikan suku bunga agresif pasca-

pandemi. Oleh karena itu, temuan penelitian ini perlu diinterpretasikan secara hati-hati dan mungkin tidak dapat digeneralisasi ke kondisi ekonomi yang lebih normal atau stabil.

5. Model yang digunakan belum mempertimbangkan potensi *endogeneity* antara variabel independen dan variabel dependen, di mana terdapat kemungkinan hubungan kausalitas dua arah antara *leverage*/likuiditas dan kinerja keuangan perusahaan.

5.3. Saran

Berdasarkan keterbatasan penelitian dan temuan yang telah dihasilkan, beberapa saran yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya disarankan untuk memasukkan variabel makroekonomi tambahan seperti tingkat inflasi, pertumbuhan PDB, dan nilai tukar sebagai variabel kontrol atau moderasi, serta variabel fundamental perusahaan seperti *sales growth*, *total asset turnover*, dan pengeluaran R&D untuk meningkatkan kemampuan penjelas model.
2. Untuk mendapatkan hasil yang lebih representatif dan dapat digeneralisasi, penelitian selanjutnya disarankan memperpanjang periode pengamatan ke rentang yang lebih panjang (misalnya 10 tahun atau lebih) yang mencakup lebih dari satu siklus ekonomi lengkap, serta memperluas cakupan ke lebih banyak negara ASEAN atau membandingkan kawasan ASEAN dengan kawasan lain seperti Asia Selatan atau Amerika Latin.

5.4. Implikasi Penelitian

Penelitian ini memberikan kontribusi teoretis dalam memperkaya literatur akuntansi keuangan dan manajemen keuangan di kawasan ASEAN, khususnya dalam tiga hal. Pertama, penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa *Trade-Off Theory* tidak berlaku secara universal untuk sektor farmasi ASEAN pada periode guncangan ekonomi seperti keputusan *leverage* harus dipahami dalam konteks siklus moneter yang berlaku. Kedua, penelitian ini memvalidasi relevansi *Signaling Theory* melalui terbuktinya pengaruh positif Likuiditas terhadap ROA, yang mengkonfirmasi bahwa likuiditas berfungsi sebagai sinyal fundamental kesehatan operasional perusahaan kepada para pemangku kepentingan. Ketiga, temuan negatif pada Ukuran Perusahaan memberikan dukungan empiris yang kuat bagi konsep *Diseconomies of Scale* di industri

farmasi ASEAN, sebuah fenomena yang relatif jarang didokumentasikan secara empiris di kawasan ini.

Secara khusus, penelitian ini memperkaya pemahaman tentang moderasi kebijakan moneter dalam konteks perusahaan farmasi lintas negara. Terbuktinya moderasi negatif Suku Bunga Acuan pada H4 dan H5 memberikan landasan empiris yang kuat bagi pentingnya mengintegrasikan variabel makroekonomi ke dalam model kinerja keuangan perusahaan, tidak hanya sebagai variabel independen berdiri sendiri, melainkan sebagai konteks yang mengubah kekuatan dan arah hubungan variabel fundamental perusahaan.

Dari sisi implikasi kebijakan dan regulasi, temuan penelitian ini memberikan sinyal penting bagi otoritas moneter dan regulator keuangan di negara-negara ASEAN. Kebijakan kenaikan suku bunga acuan yang agresif sebagaimana terjadi pada periode 2022–2023 sebagai respons terhadap inflasi pascapandemi terbukti memiliki dampak asimetris terhadap kinerja perusahaan farmasi, bergantung pada profil *leverage* dan likuiditas masing-masing perusahaan. Ini berarti dampak kebijakan moneter tidak seragam (*uniform*) bagi semua perusahaan, sehingga regulator perlu mempertimbangkan dampak sektoral dan diferensial dari kebijakan moneter kontraktif, terutama pada sektor farmasi yang memiliki peran strategis dalam ketahanan kesehatan nasional. Kebijakan pendamping seperti fasilitas kredit bersubsidi khusus sektor kesehatan, relaksasi sementara persyaratan modal minimum, atau insentif pajak pada belanja R&D dapat dipertimbangkan sebagai instrumen pelengkap untuk meredam dampak negatif kebijakan moneter ketat terhadap perusahaan farmasi yang berperan vital bagi masyarakat.

Dari sisi implikasi manajerial yang lebih operasional, manajer keuangan perusahaan farmasi ASEAN disarankan untuk mengadopsi strategi manajemen modal yang bersifat dinamis (*dynamic capital management*), di mana keputusan struktur modal terutama kebijakan *leverage* disesuaikan secara aktif berdasarkan arah perubahan suku bunga acuan bank sentral di negara domisili masing-masing. Pada kondisi rising rate environment, perusahaan sebaiknya secara proaktif mengurangi rasio utang (*debt ratio*) dan memperkuat cadangan likuiditas untuk menjaga stabilitas ROA dari tekanan beban bunga yang meningkat, sebagaimana diindikasikan oleh hasil pengujian H4. Sebaliknya, pada fase penurunan suku bunga, pemanfaatan leverage secara terukur

untuk mendanai ekspansi R&D atau kapasitas produksi dapat menghasilkan dampak positif bagi profitabilitas jangka menengah. Selain itu, temuan mengenai *diseconomies of scale* mengimplikasikan bahwa manajer perusahaan farmasi berskala besar perlu secara berkala mengevaluasi efisiensi organisasional dan mempertimbangkan strategi restrukturisasi unit bisnis yang tidak efisien, terutama dalam kondisi suku bunga tinggi yang memperketat margin profitabilitas dan membatasi ruang manuver keuangan perusahaan.

Dari perspektif investor dan analisis ekuitas, penelitian ini menyarankan agar penilaian risiko perusahaan farmasi ASEAN tidak hanya bertumpu pada analisis rasio keuangan internal yang bersifat statis, tetapi juga mengintegrasikan kondisi suku bunga acuan sebagai faktor kontekstual yang memodulasi profil risiko secara signifikan. Secara khusus, perusahaan farmasi dengan tingkat *leverage* tinggi dalam lingkungan suku bunga tinggi (*high-leverage, high-rate environment*) terbukti memiliki profil risiko yang secara substansial lebih buruk dibandingkan yang terindikasi oleh rasio *leverage* semata, sebagaimana dibuktikan oleh hasil moderasi negatif H4 dalam penelitian ini. Investor disarankan untuk menerapkan framework analisis fundamental yang disesuaikan dengan skenario suku bunga (*macro-adjusted fundamental analysis*), di mana dampak berbagai skenario perubahan suku bunga acuan terhadap profitabilitas emiten farmasi dimodelkan sebelum keputusan investasi diambil. Pendekatan ini akan menghasilkan estimasi risiko yang lebih realistis dibandingkan analisis rasio keuangan konvensional yang tidak memperhitungkan konteks kebijakan moneter.

Bagi peneliti selanjutnya, penelitian ini membuka beberapa agenda riset yang prospektif. Pertama, menguji konsistensi pola temuan pada sektor *capital-intensive* lainnya di ASEAN seperti infrastruktur, energi, atau telekomunikasi untuk menentukan apakah moderasi SBA bersifat sektor-spesifik atau berlaku secara lintas sektor. Kedua, menggunakan data suku bunga pada frekuensi lebih tinggi (kuartalan atau bulanan) untuk menangkap dinamika moderasi yang lebih granular dan responsif terhadap perubahan kebijakan moneter yang terjadi di bawah rentang tahunan. Ketiga, mempertimbangkan variabel moderasi makroekonomi tambahan seperti tingkat inflasi, pertumbuhan PDB, nilai tukar, atau indeks kondisi keuangan (*financial conditions index*) untuk membangun model kinerja yang lebih komprehensif. Keempat, memperluas sampel ke lebih banyak negara ASEAN yang memiliki pasar modal berkembang (seperti Kamboja atau Myanmar) atau membandingkan kawasan ASEAN

dengan kawasan Asia lainnya seperti Asia Selatan atau Asia Timur guna menguji apakah pola moderasi SBA yang ditemukan dalam penelitian ini bersifat kawasan-spesifik atau berlaku secara universal.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, A., Bilal, P., & Khan, I. (2019). The Resilience of Central Bank Interest Rate on the Association of Financial Leverage and Firm Performance. *Abasyn Journal of Social Sciences*, 12(1), 124–135. <https://doi.org/10.34091/ajss.12.1.11>
- Anwar, M. S., & Elwisam, E. (2024). The Role of Interest Rate Moderation on The Effect of Leverage , Asset Growth , and Liquidity on Profitability in The Agricultural Sector In 2017-2022. *Initiatives for Sustainable Future Development in Economy*, 1(26), 349–363. <https://conference.um.ac.id/index.php/ideas/article/view/10407>
- Aprilianti, D., Respati, D. K., & Fauzi, A. (2024). Pengaruh likuiditas, leverage , dan profitabilitas terhadap kualitas laba dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur. *Jurnal Akuntansi, Perpajakan Dan Auditing*, 5(1), 145–158. <https://doi.org/doi.org/10.21009/japa.0501.11>
- Aulia, H., & Gandakusuma, I. (2019). The Effect Of Capital Structure On Firm Performance Of Manufacturing Companies In ASEAN 5 Country. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 144, 473–477. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200606.080>
- [Brigham, E. F., & Houston, J. F. \(2025\). *Fundamentals of Financial Management* \(17th ed.\). Boston, MA: Cengage Learning.](#)
- Fachri, S., Joel, N. S., Aulia, U., & Nurhayadi, W. (2024). Pengaruh Likuiditas , Leverage , dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Kimia yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Pajamkeu*, 1(5), 11–25. <https://doi.org/doi.org/10.61132/pajamkeu.v1i5.574>
- Gunawan, R. A., & Imronudin, I. (2025). Pengaruh Likuiditas , Leverage , Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Basic Material Periode 2021-2023. *Journal of Accounting and Finance Management*, 6(2), 535–549. <https://doi.org/10.38035/jafm.v6i2>
- Heriyanto, M. (2024). *Kimia Farma cetak penjualan Rp9,96 triliun selama 2023*. Antara News. <https://www.antaranews.com/berita/4131744/kimia-farma-cetak-penjualan-rp996-triliun-selama-2023>
- Irma, A. D. A. (2019). Pengaruh Komisaris, Komite Audit, Struktur Kepemilikan, Size dan Leverage Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Properti, Perumahan dan Konstruksi 2013-2017. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 7(3), 697–712. <https://ejournal.unesa.ac.id/index.php/jim/article/view/28953>

- IndoPremier. (2024, 31 Mei). Rugi di 2023 Capai Rp1,82 Triliun, KAEF Telusuri Dugaan Pelanggaran di Anak Usaha. IndoPremier IPOT News. https://www.indopremier.com/ipotnews/newsDetail.php?jdl=Rugi_di_2023_Capai_Rp1_82_Triliun_KAEF_Telusuri_Dugaan_Pelanggaran
- Kadir, N. H. M. A., & Zaidi, N. S. B. (2024). A Study of Malaysian Pharmaceutical Companies on Financial Leverage and Firm Performance. *UNIMAS Review of Accounting and Finance (URAF)*, 8(1), 147–159. <https://doi.org/https://doi.org/10.33736/uraf.8629.2024>
- Lisdawati, E., & Fadjar, A. (2025). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage dan Likuiditas Terhadap Profitabilitas dengan Rasio Aktivitas sebagai Variabel MOrerasi Pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI Periode 2018-2022. *Journal of Economic, Business and Accounting*, 8(2), 1008–1022. <https://doi.org/10.31539/costing.v8i2.14793>
- Lutfiana, D. E. S., & Hermanto, S. B. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Leverage Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 10(2), 1–18. <https://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/3816>
- [Mankiw, N. G. \(2022\). *Macroeconomics: 11th Editi* \(11th ed.\). New York: Worth Publisher.](#)
- Mar'aqonitatillah, A., & Setiyono, W. P. (2024). Likuiditas Profitabilitas dan Leverage Berpengaruh Signifikan terhadap Nilai Perusahaan di Sektor Farmasi Indonesia. *Science And Clinical Pharmacy Research Journal*, 1(2), 1–16. <https://doi.org/10.47134/scpr.v1i2.2513>
- Maryadi, A., & Dermawan, E. S. (2019). Pengaruh Ukuran Perusahaan , Financial Leverage , Dan Liquidity Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 1(3), 572–579. <https://doi.org/10.24912/jpa.v1i3.5560>
- Nusantara, V., Ratnaningtyas, D., Ratih, S., & Sari, K. (2023). Pengaruh Good Corporate GOVERNANCE, Ukuran Perusahaan dan Leverage Terhadap Kinerja Keuangan Bank Konvensional yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ilmu – Ilmu Akuntansi Merdeka*, 4(2), 97–105. <https://doi.org/10.33319/jamer.v4i2.105>
- [Pindyck, R., & Rubinfeld, D. \(2021\). *Microeconomics*. In *Pearson Education Limited. Edinburgh Gate. Harlow. Essex CM20 2JE. England* \(9th ed.\) Harlow, UK: Pearson Education .](#)
- Purba, J., Putri, S. A., & Wulandari, D. S. (2025). Navigating Market Fluctuations: Interest Rates As Amoderator In The Financial Performance–Stock Price Equation. *IJAMESC*, 3(03), 1013–1021. <https://doi.org/10.61990/ijamesc.v3i3.527>

- Rendy, & Sudirgo, T. (2023). PENGARUH LEVERAGE, LIKUIDITAS, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 5(2), 1003–1014. <https://journal.untar.ac.id/index.php/jpa/article/view/23643/14361>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2022). *Fundamentals of Corporate Finance* (13th ed.). New York: McGraw-Hill Irwin.
- Simanungkalit, R. M., Anugrah, F., Jumono, S., & Arrozi, M. F. (2025). *Evaluating Financial Health in Indonesia 's Infrastructure Sector : The Impact of Capital Structure , Liquidity , and Firm Size*. 5, 320–332. <https://doi.org/10.52970/grfm.v5i2.1059>
- Sugiyanto, E. K., Surbagyo, E., Adinugroho, Wa. C., Jacob, J., Berry, Y., Nuraini, A., Sudjono, & Syah, Si. (2022). *Konsep dan Praktik Ekonometrika Menggunakan Eviews*. Lamongan: Academia Publication.
- Sugiyono. (2023). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif Bandung: Alfabeta..*
- Sukmawati, E., Anggrainie, N., & Suroto. (2025). Pengaruh Likuiditas (CR), Leverage (DER), Ukuran Perusahaan, Total Asset Turnover, Dan Efisiensi Operasional (BOPO) Terhadap Profitabilitas (ROA) Pada Perusahaan Manufaktur Subsektor Otomotif Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2020-2024. *Neraca Akuntansi Manajemen, Ekonomi*, 24(10), 341–350. <https://doi.org/10.8734/musytari.v1i2.365>
- Urifianto, Y. N., Diana, & Rezti. (2026). Pengaruh Tingkat Inflasi Dan Suku Bunga Terhadap Kinerja Keuangan PADA PT HM. Sampoerna Tbk Periode 2015-2024. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 3(2), 165–183. <https://ejournal.anugrahdutaperdana.com/index.php/adp/article/view/149>
- Utami, N. K. W., Atmadja, A. T., & Musmini, L. S. (2025). Stock Returns under Interest Rate and Volatility Pressure with Green Innovation and Exchange Rate Roles : Return Saham di bawah Tekanan Suku Bunga dan Volatilitas dengan Inovasi Hijau dan Peran Nilai Tukar. *Academia Open*, 10(2), 1–13. <https://doi.org/10.21070/acopen.10.2025.11635>
- Vernetta, & Ekadjaja, A. (2022). Pengaruh Leverage, Likuiditas, Growth, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, IV(1), 21–30. <https://doi.org/10.24912/jpa.v4i1.16690>
- Waryati, S. Y., Syafaatun, R., & Ihsani, N. (2023). Contribution of Capital Structure , Liquidity and Firm Size to Financial Performance. *International Journal Of Social Science Humanity & Management Research*, 02(11), 1109–1119. <https://doi.org/10.58806/ijsshmr.2023.v2i11n01>

LAMPIRAN

LAMPIRAN 1 PERHITUNGAN VARIABEL LEVERAGE, LIKUIDITAS, UKURAN PERUSAHAAN SUKU BUNGA DAN KINERJA PERUSAHAAN

No	Nama Perusahaan	Tahun	ROA (Y) Laba Bersih/Total Aset	DER (X1) Total Utang/Total Ekuitas	CR (X2) Aset Lancar/Liab. Lancar	SIZE (X3) Ln(Total Aset)	SBA (Z) Suku Bunga (%)
1	Darya-Varia Laboratoria Tbk	2020	0,081579	0,497950	2,519130	28,317502	0,037500
1	Darya-Varia Laboratoria Tbk	2021	0,070341	0,510652	2,565380	28,366224	0,035000
1	Darya-Varia Laboratoria Tbk	2022	0,074348	0,431398	3,001954	28,328728	0,055000
1	Darya-Varia Laboratoria Tbk	2023	0,071657	0,454091	2,857223	28,345035	0,060000
1	Darya-Varia Laboratoria Tbk	2024	0,072239	0,491773	2,690728	28,401841	0,060000
2	Kalbe Farma Tbk	2020	0,121132	0,234637	4,116188	30,747390	0,037500
2	Kalbe Farma Tbk	2021	0,124037	0,206940	4,445188	30,876213	0,035000
2	Kalbe Farma Tbk	2022	0,124157	0,252339	3,771177	30,935756	0,055000
2	Kalbe Farma Tbk	2023	0,102254	0,183835	4,908078	30,928988	0,060000
2	Kalbe Farma Tbk	2024	0,110114	0,212353	4,106234	31,013026	0,060000
3	Merck Tbk Indonesia	2020	0,077322	0,517752	2,547060	27,558344	0,037500
3	Merck Tbk Indonesia	2021	0,126884	0,370299	3,327781	27,667977	0,035000
3	Merck Tbk Indonesia	2022	0,173313	0,370299	3,327781	27,667977	0,055000
3	Merck Tbk Indonesia	2023	0,186090	0,203467	5,744106	27,587920	0,060000
3	Merck Tbk Indonesia	2024	0,160369	0,185393	6,516579	27,587003	0,060000
4	Phapros Tbk	2020	0,025313	1,585998	0,942586	28,281255	0,037500
4	Phapros Tbk	2021	0,006037	1,481236	1,296575	28,239993	0,035000
4	Phapros Tbk	2022	0,015540	1,377358	1,336083	28,222291	0,055000
4	Phapros Tbk	2023	0,004450	1,661062	1,126813	28,201271	0,060000
4	Phapros Tbk	2024	-0,199344	2,730499	0,951983	27,988723	0,060000
5	Tempo Scan Pacific Tbk	2020	0,087580	0,427681	2,958679	29,839807	0,037500
5	Tempo Scan Pacific Tbk	2021	0,085414	0,402749	3,291889	29,897391	0,035000
5	Tempo Scan Pacific Tbk	2022	0,088413	0,523649	2,483320	30,058385	0,055000
5	Tempo Scan Pacific Tbk	2023	0,104053	0,422203	2,694840	30,057215	0,060000
5	Tempo Scan Pacific Tbk	2024	0,115918	0,384171	3,085314	30,155885	0,060000
6	Apex Healthcare Bhd	2020	0,090223	0,326841	2,816079	20,246705	0,017500
6	Apex Healthcare Bhd	2021	0,087361	0,341885	2,971955	20,337815	0,017500
6	Apex Healthcare Bhd	2022	0,135053	0,153091	6,723388	21,786091	0,027500
6	Apex Healthcare Bhd	2023	0,109054	0,138669	7,357517	21,810734	0,030000
6	Apex Healthcare Bhd	2024	0,084464	0,135990	7,882438	21,991372	0,030000
7	Duopharma Biotech Bhd	2020	0,055374	0,643985	3,058076	20,780054	0,017500
7	Duopharma Biotech Bhd	2021	0,056422	0,865583	2,148401	20,875241	0,017500
7	Duopharma Biotech Bhd	2022	0,057379	0,864893	2,046506	20,923688	0,027500
7	Duopharma Biotech Bhd	2023	0,039137	0,957633	4,060896	21,019760	0,030000
7	Duopharma Biotech Bhd	2024	0,045466	0,942930	4,081243	21,043778	0,030000
8	YSP Southeast Asia Holdings Bhd	2020	0,048972	0,288787	4,758294	19,921963	0,017500

8	YSP Southeast Asia Holdings Bhd	2021	0,033907	0,272515	5,032297	19,919748	0,017500
8	YSP Southeast Asia Holdings Bhd	2022	0,072706	0,258142	5,082981	19,976813	0,027500
8	YSP Southeast Asia Holdings Bhd	2023	0,071658	0,302520	5,164231	20,070761	0,030000
8	YSP Southeast Asia Holdings Bhd	2024	0,050474	0,276445	5,695925	20,086013	0,030000
9	Hyphens Pharma International Ltd	2020	0,070723	0,847228	2,066581	18,283061	0,000900
9	Hyphens Pharma International Ltd	2021	0,069565	0,801329	1,732241	18,404673	0,001000
9	Hyphens Pharma International Ltd	2022	0,099162	0,640286	2,237161	18,555815	0,031000
9	Hyphens Pharma International Ltd	2023	0,070948	0,871670	1,871375	18,609357	0,037000
9	Hyphens Pharma International Ltd	2024	0,075094	0,864397	1,839028	18,726326	0,035000
10	Inter Pharma PCL	2020	0,071706	0,537788	2,598170	20,435515	0,005000
10	Inter Pharma PCL	2021	0,079286	0,693730	1,986122	21,006219	0,005000
10	Inter Pharma PCL	2022	0,038469	0,505588	3,042880	21,851538	0,010000
10	Inter Pharma PCL	2023	0,017203	0,436259	2,512498	21,805873	0,025000
10	Inter Pharma PCL	2024	0,012108	0,448862	1,865528	21,830786	0,025000
11	Mega Lifesciences PCL	2020	0,120163	0,660673	1,787993	23,173384	0,005000
11	Mega Lifesciences PCL	2021	0,146690	0,653769	1,916381	23,308900	0,005000
11	Mega Lifesciences PCL	2022	0,153043	0,668786	1,912228	23,407463	0,010000
11	Mega Lifesciences PCL	2023	0,141176	0,517372	2,256829	23,370494	0,025000
11	Mega Lifesciences PCL	2024	0,141623	0,438737	2,612640	23,377221	0,025000
12	Ben Tre Pharmaceutical JSC	2020	0,062406	0,736888	2,119279	26,015062	0,040000
12	Ben Tre Pharmaceutical JSC	2021	0,066262	0,747961	2,078184	26,090643	0,040000
12	Ben Tre Pharmaceutical JSC	2022	0,070381	0,751284	2,065389	26,198473	0,060000
12	Ben Tre Pharmaceutical JSC	2023	0,068566	0,722393	2,111520	26,137587	0,045000
12	Ben Tre Pharmaceutical JSC	2024	0,063645	0,669725	2,237968	26,109594	0,045000
13	Central Pharmaceutical JSC No.3	2020	0,055288	1,000000	1,692967	25,549978	0,040000
13	Central Pharmaceutical JSC No.3	2021	0,057402	0,958580	1,733444	25,609093	0,040000
13	Central Pharmaceutical JSC No.3	2022	0,059413	0,926897	1,757962	25,662763	0,060000
13	Central Pharmaceutical JSC No.3	2023	0,058003	0,870879	1,817568	25,637390	0,045000
13	Central Pharmaceutical JSC No.3	2024	0,053869	0,828017	1,866906	25,604551	0,045000
14	Cuu Long Pharmaceutical JSC	2020	0,039937	1,022970	1,684617	28,057856	0,040000
14	Cuu Long Pharmaceutical JSC	2021	0,048265	0,896831	1,773205	28,208212	0,040000
14	Cuu Long Pharmaceutical JSC	2022	0,053028	0,519546	2,566914	28,375490	0,060000
14	Cuu Long Pharmaceutical JSC	2023	0,027099	0,577141	2,270152	28,454082	0,045000
14	Cuu Long Pharmaceutical JSC	2024	0,022099	0,620514	2,186327	28,516500	0,045000
15	DHG Pharmaceutical JSC (Hau Giang Pharma)	2020	0,179246	0,182122	5,585973	29,058865	0,040000
15	DHG Pharmaceutical JSC (Hau Giang Pharma)	2021	0,168314	0,217552	4,919116	29,160910	0,040000
15	DHG Pharmaceutical JSC (Hau Giang Pharma)	2022	0,191258	0,204274	5,198496	29,273543	0,060000
15	DHG Pharmaceutical JSC (Hau Giang Pharma)	2023	0,171945	0,259130	3,903489	29,441025	0,045000
15	DHG Pharmaceutical JSC (Hau Giang Pharma)	2024	0,130708	0,455336	2,571648	29,415965	0,045000
16	Hataphar JSC (Ha Tay Pharma)	2020	0,054686	0,586134	2,245412	27,677714	0,040000
16	Hataphar JSC (Ha Tay Pharma)	2021	0,054902	0,663562	2,102549	27,844188	0,040000
16	Hataphar JSC (Ha Tay Pharma)	2022	0,064791	0,867227	1,795169	28,015945	0,060000
16	Hataphar JSC (Ha Tay Pharma)	2023	0,046270	0,742689	1,692438	28,239843	0,045000
16	Hataphar JSC (Ha Tay Pharma)	2024	0,037259	0,844591	1,204635	28,286625	0,045000

17	DOMESCO Medical Import Export	2020	0,094632	0,195033	5,398421	28,021237	0,040000
17	DOMESCO Medical Import Export	2021	0,098210	0,187272	5,559551	28,114589	0,040000
17	DOMESCO Medical Import Export	2022	0,108857	0,259311	4,225455	28,239687	0,060000
17	DOMESCO Medical Import Export	2023	0,099144	0,216145	5,091720	28,245756	0,045000
17	DOMESCO Medical Import Export	2024	0,110130	0,141418	6,710688	28,241120	0,045000
18	Imexpharm Corp	2020	0,082765	0,254949	2,994035	28,260376	0,040000
18	Imexpharm Corp	2021	0,082405	0,278805	2,878685	28,461623	0,040000
18	Imexpharm Corp	2022	0,098175	0,201904	2,885129	28,453855	0,060000
18	Imexpharm Corp	2023	0,125200	0,147769	3,918811	28,503408	0,045000
18	Imexpharm Corp	2024	0,128100	0,147338	4,382134	28,549221	0,045000
19	Mekophar Chemical Pharmaceutical JSC	2020	0,081115	0,463431	2,588751	27,188321	0,040000
19	Mekophar Chemical Pharmaceutical JSC	2021	0,084933	0,498366	2,451231	27,256473	0,040000
19	Mekophar Chemical Pharmaceutical JSC	2022	0,087257	0,501140	2,448856	27,308472	0,060000
19	Mekophar Chemical Pharmaceutical JSC	2023	0,078344	0,442860	2,649414	27,271771	0,045000
19	Mekophar Chemical Pharmaceutical JSC	2024	0,071864	0,418830	2,757928	27,233673	0,045000
20	OPC Pharmaceutical JSC	2020	0,098963	0,782136	1,688418	27,725786	0,040000
20	OPC Pharmaceutical JSC	2021	0,102065	0,726963	1,810182	27,844681	0,040000
20	OPC Pharmaceutical JSC	2022	0,114047	0,462145	2,470632	27,851140	0,060000
20	OPC Pharmaceutical JSC	2023	0,096948	0,458249	2,495436	27,862784	0,045000
20	OPC Pharmaceutical JSC	2024	0,087641	0,424465	2,658581	27,831160	0,045000
21	Pymepharco JSC	2020	0,123387	0,436293	2,921153	28,136754	0,040000
21	Pymepharco JSC	2021	0,125438	0,365877	3,416088	28,168917	0,040000
21	Pymepharco JSC	2022	0,123358	0,371870	3,325040	28,290715	0,060000
21	Pymepharco JSC	2023	0,122234	0,366908	3,409303	28,413826	0,045000
21	Pymepharco JSC	2024	0,122666	0,358073	3,493927	28,488326	0,045000
22	Phong Phu Pharmaceutical JSC	2020	0,098385	0,292220	1,950980	25,637390	0,040000
22	Phong Phu Pharmaceutical JSC	2021	0,108268	0,338360	1,804472	25,773314	0,040000
22	Phong Phu Pharmaceutical JSC	2022	0,130289	0,269460	2,352701	25,787088	0,060000
22	Phong Phu Pharmaceutical JSC	2023	0,125620	0,227436	2,706586	25,798577	0,045000
22	Phong Phu Pharmaceutical JSC	2024	0,103858	0,234814	2,889980	25,842110	0,045000
23	SPM Corp	2020	0,018945	0,342123	3,201730	27,628618	0,040000
23	SPM Corp	2021	0,018893	0,359669	3,123267	27,697048	0,040000
23	SPM Corp	2022	0,023092	0,338682	3,389470	27,695211	0,060000
23	SPM Corp	2023	0,011806	0,273384	4,307497	27,657053	0,045000
23	SPM Corp	2024	0,004578	0,255166	4,621382	27,639828	0,045000
24	Tipharco Pharma JSC	2020	0,054983	0,953020	1,718593	25,192616	0,040000
24	Tipharco Pharma JSC	2021	0,057082	0,979079	1,697941	25,272923	0,040000
24	Tipharco Pharma JSC	2022	0,061992	0,937008	1,755656	25,312307	0,060000
24	Tipharco Pharma JSC	2023	0,060291	0,875244	1,803828	25,289695	0,045000
24	Tipharco Pharma JSC	2024	0,055496	0,788168	1,886010	25,263364	0,045000
25	Traphaco JSC	2020	0,139495	0,402326	2,289218	28,080694	0,040000
25	Traphaco JSC	2021	0,141522	0,376286	2,488738	28,165815	0,040000
25	Traphaco JSC	2022	0,148186	0,341703	2,814969	28,227803	0,060000
25	Traphaco JSC	2023	0,123946	0,460259	2,410813	28,384276	0,045000

25	Traphaco JSC	2024	0,110201	0,448233	2,505508	28,405246	0,045000
26	Vidipha Central Pharma JSC	2020	0,063608	0,728769	1,930322	27,618240	0,040000
26	Vidipha Central Pharma JSC	2021	0,058372	0,765756	1,663651	27,662131	0,040000
26	Vidipha Central Pharma JSC	2022	0,066729	0,759027	1,925337	27,728324	0,060000
26	Vidipha Central Pharma JSC	2023	0,073364	0,493814	2,420762	27,720354	0,045000
26	Vidipha Central Pharma JSC	2024	0,063796	0,497569	2,465447	27,749541	0,045000
27	Vietnam Medicinal Materials JSC	2020	0,058259	0,612803	2,114120	26,467550	0,040000
27	Vietnam Medicinal Materials JSC	2021	0,059157	0,590779	2,158234	26,536500	0,040000
27	Vietnam Medicinal Materials JSC	2022	0,062535	0,582155	2,182292	26,604357	0,060000
27	Vietnam Medicinal Materials JSC	2023	0,060093	0,548329	2,259643	26,560413	0,045000
27	Vietnam Medicinal Materials JSC	2024	0,056943	0,529576	2,335366	26,517498	0,045000

LAMPIRAN 2 HASIL STATISTIKA DESKRIPTIF

	Y	X1	X2	X3	Z
Mean	0.081678	0.548572	2.938637	26.25726	4.096222
Median	0.075094	0.462145	2.519130	27.66213	4.000000
Maximum	0.191258	2.730499	7.882438	31.01303	6.000000
Minimum	-0.199344	0.135990	0.942586	18.28306	0.090000
Std. Dev.	0.047511	0.351580	1.362762	3.197780	1.425444
Skewness	-1.222587	2.403350	1.373031	-1.014432	-0.749280
Kurtosis	10.77645	13.51957	4.606173	2.971352	3.560924
Jarque-Bera	373.7927	752.4323	56.92863	23.15876	14.40180
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000009	0.000746
Sum	11.02652	74.05718	396.7160	3544.731	552.9900
Sum Sq.	1.203107	57.18919	1414.658	94445.19	2537.443
Sum Sq. Dev.	0.302483	16.56352	248.8542	1370.257	272.2732
Observations	135	135	135	135	135

LAMPIRAN 3 HASIL UJI CHOW

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

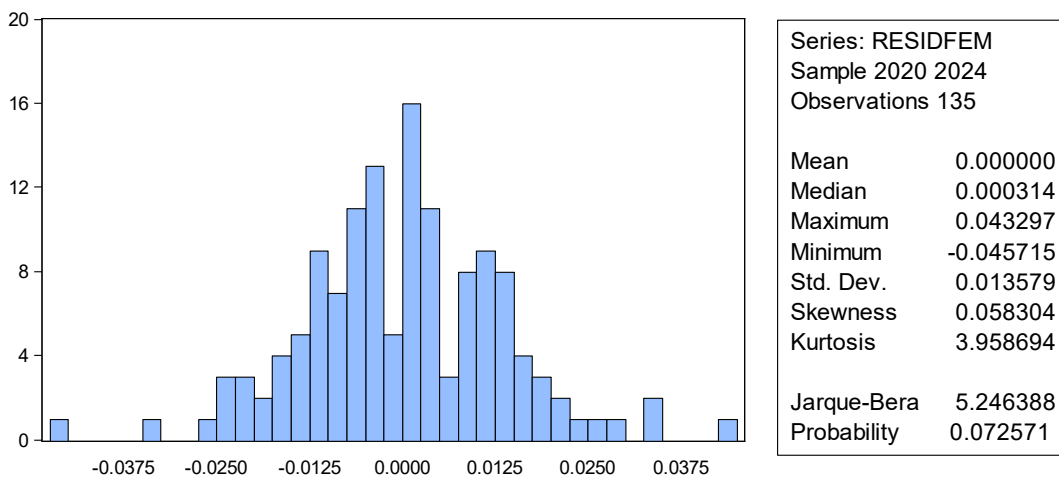
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	18.257684	(26,101)	0.0000
Cross-section Chi-square	234.962885	26	0.0000

LAMPIRAN 4 HASIL UJI HAUSMAN

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	15.428496	7	0.0309

LAMPIRAN 5 HASIL UJI NORMALITAS



LAMPIRAN 6 HASIL UJI MULTIKOLINEARITAS

Variance Inflation Factors
Date: 04/29/26 Time: 18:09
Sample: 1 135
Included observations: 135

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.001209	130.4605	NA
X1	0.000140	6.396289	1.852537
X2	9.09E-06	10.28124	1.808586
X3	1.94E-06	146.4962	2.125439
Z	0.094901	19.24503	2.065034

LAMPIRAN 7 HASIL UJI HETEROSKEDASTISITAS

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.752208	Prob. F(7,127)	0.1027
Obs*R-squared	11.88978	Prob. Chi-Square(7)	0.1042
Scaled explained SS	16.92319	Prob. Chi-Square(7)	0.0179

LAMPIRAN 8 HASIL UJI AUTOKORELASI

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 04/24/26 Time: 02:03

Sample: 2020 2024

Periods included: 5

Cross-sections included: 27

Total panel (balanced) observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.718932	0.208742	3.444115	0.0008
X1	0.062642	0.034095	1.837271	0.0691
X2	0.017343	0.007609	2.279174	0.0248
X3	-0.028087	0.008568	-3.278251	0.0014
Z	0.043119	0.013770	3.131396	0.0023
X1Z	-0.031217	0.005705	-5.472343	0.0000
X2Z	-0.003435	0.001678	-2.047141	0.0432
X3Z	-0.000454	0.000444	-1.022325	0.3091

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.918314	Mean dependent var	0.081678
Adjusted R-squared	0.891624	S.D. dependent var	0.047511
S.E. of regression	0.015641	Akaike info criterion	-5.264293
Sum squared resid	0.024709	Schwarz criterion	-4.532595
Log likelihood	389.3398	Hannan-Quinn criter.	-4.966951
F-statistic	34.40725	Durbin-Watson stat	1.818052
Prob(F-statistic)	0.000000		

LAMPIRAN 9 HASIL UJI F, T DAN R²

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 04/24/26 Time: 02:03

Sample: 2020 2024

Periods included: 5

Cross-sections included: 27

Total panel (balanced) observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.718932	0.208742	3.444115	0.0008
X1	0.062642	0.034095	1.837271	0.0691
X2	0.017343	0.007609	2.279174	0.0248
X3	-0.028087	0.008568	-3.278251	0.0014
Z	0.043119	0.013770	3.131396	0.0023
X1Z	-0.031217	0.005705	-5.472343	0.0000
X2Z	-0.003435	0.001678	-2.047141	0.0432
X3Z	-0.000454	0.000444	-1.022325	0.3091

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.918314	Mean dependent var	0.081678
Adjusted R-squared	0.891624	S.D. dependent var	0.047511
S.E. of regression	0.015641	Akaike info criterion	-5.264293
Sum squared resid	0.024709	Schwarz criterion	-4.532595
Log likelihood	389.3398	Hannan-Quinn criter.	-4.966951
F-statistic	34.40725	Durbin-Watson stat	1.818052
Prob(F-statistic)	0.000000		