

**THE FINANCIAL DECISION, OPERATIONAL EFFICIENCY AND INNOVATION IN
IMPROVING FINANCIAL PERFORMANCE AND COMPANY VALUE OF
PHARMACEUTICAL COMPANY IN INDONESIAN STOCK EXCHANGE**

**KEPUTUSAN KEUANGAN, EFISIENSI OPERASIONAL, DAN INOVASI TERHADAP
PENINGKATAN KINERJA KEUANGAN DAN NILAI PERUSAHAAN PADA
PERUSAHAAN FARMASI DI BURSA EFEK INDONESIA**

Nurwahyuni Syahrir

CV Putra Aero Service Makassar

Syamsu Alam

Program Pascasarjana

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Hasanuddin

Abdullah Sanusi

Program Pascasarjana

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Hasanuddin

Abstract: *The research aimed at examining and analysing the effect of the financial decision, operational efficiency and innovation on the financial performance and company value in pharmaceutical companies registered in Indonesian Stock Exchange of period from 2011 to 2017. The research population was 10 companies. The research samples were seven companies which fulfilled the criteria. The samples were taken using the purposive sampling technique. Data were obtained through the Indonesian Stock Exchange website and companies' website. The data were analyzed using Structural Equation Modeling (SEM) with Partial Least Square (PLS). The research result indicates that (1) the investment decision positively and insignificantly affects the financial performance, (2) the financing decision negatively and significantly influences the financial performance, (3) the operational efficiency positively and significantly affects the financial performance, (4) the innovation negatively and significantly influences the financial performance, (5) the investment decision positively and significantly affects the company value, (6) the financing decision positively and significantly influences the company value, (7) the operational efficiency negatively and insignificantly affects the company value (8) the innovation positively and insignificantly influences the company value (9) the financial performance negatively and significantly affects the company value.*

Keywords: *Investment decision, financing decision, operational efficiency, innovation, financial performance, and company value.*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan menguji dan menganalisis pengaruh keputusan keuangan, efisiensi operasional dan inovasi terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan di perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011 hingga 2017. Populasi penelitian sebanyak sepuluh perusahaan. Sementara sampel penelitian sebanyak tujuh perusahaan yang memenuhi kriteria. Penentuan sampel menggunakan teknik penyampelan purposif. Data diperoleh melalui Bursa Efek Indonesia dan situs web perusahaan. Data dianalisis menggunakan *Structural Equation Modeling* (SEM) dengan pendekatan *Partial Least Square* (PLS). Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) keputusan investasi memengaruhi kinerja keuangan secara positif dan tidak signifikan, (2) keputusan pendanaan memengaruhi kinerja keuangan secara negatif dan signifikan, (3) efisiensi operasional mempengaruhi kinerja keuangan secara positif dan signifikan, (4) inovasi memengaruhi kinerja keuangan secara negatif dan signifikan, (5) keputusan investasi memengaruhi nilai perusahaan secara positif dan signifikan, (6) keputusan pendanaan memengaruhi nilai perusahaan secara

positif dan signifikan, (7) efisiensi operasional memengaruhi nilai perusahaan secara negatif dan tidak signifikan, (8) inovasi memengaruhi nilai perusahaan secara positif dan tidak signifikan, (9) kinerja keuangan memengaruhi nilai perusahaan secara negatif dan signifikan.

Kata Kunci: Keputusan investasi, keputusan pendanaan, efisiensi operasional, inovasi, kinerja keuangan, dan nilai perusahaan.

LATAR BELAKANG

Kondisi pertumbuhan ekonomi Indonesia telah menguat dan menghasilkan kinerja yang memuaskan. Hal ini didasarkan pada data proyeksi ekonomi *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) untuk Indonesia (2015) dan data perekonomian Indonesia dari Bank Indonesia (2015-2017). Perekonomian Indonesia yang telah menguat ditandai dengan tingkat perekonomian masyarakat yang terus meningkat, hal ini menjadi *driver* pertumbuhan industri farmasi nasional, selain itu mengingat Indonesia memiliki jumlah penduduk yang besar sehingga Indonesia adalah pasar yang besar bagi industri farmasi.

Industri farmasi Indonesia merupakan salah satu industri yang memiliki potensi pangsa pasar dan pertumbuhan yang besar baik dalam maupun luar negeri terutama kawasan ASEAN. Hal ini didasarkan pada beberapa data diantaranya yaitu berdasarkan data pangsa pasar pemain domestik industri farmasi yang dipublikasikan oleh PT Bank Mandiri (Persero) Tbk-*Industry Update* (2016) sampai dengan tahun 2015, perusahaan farmasi domestik mendominasi penguasaan pangsa pasar sebesar 72%, sedangkan perusahaan farmasi multinasional menguasai pangsa pasar sebesar 28%. Industri farmasi Indonesia satu-satunya di kawasan ASEAN yang pangsa pasarnya didominasi oleh perusahaan lokal, dibandingkan negara lain seperti Singapura, Malaysia dan Thailand pangsa pasarnya dikuasai oleh perusahaan asing. Selain itu, industri farmasi juga mendominasi realisasi investasi. Peningkatan nilai realisasi investasi di industri farmasi ini menunjukkan bahwa para pelaku industri terutama investor optimis industri ini memiliki prospek bisnis yang cerah atau menjanjikan.

Industri farmasi Indonesia merupakan industri yang memiliki potensi pangsa pasar dan pertumbuhan yang besar terutama di kawasan ASEAN serta adanya program Jaminan Kesehatan Nasional (JKN) yang memberikan perubahan yang besar bagi pasar farmasi Indonesia. Meskipun demikian, hal ini bukan merupakan suatu jaminan perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI mampu menghasilkan laba yang meningkat secara konsisten, meskipun penjualan mengalami peningkatan secara konsisten. Berdasarkan data penjualan dan laba bersih perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI periode 2011-2017 adanya fenomena lima

dari tujuh perusahaan mengalami peningkatan penjualan secara konsisten sepanjang tahun 2012-2016 akan tetapi empat dari lima perusahaan tersebut nilai *Earning after Tax* (EAT) mengalami penurunan. Hal ini merupakan suatu masalah, karena jika penjualan tinggi, maka perusahaan bisa memperoleh keuntungan yang tinggi (Hanafi, 2014). Hal ini juga didukung dengan *signaling theory* dan teori hipotesis pasar efisien.

Signaling theory didasarkan pada ide bahwa manajer yang memiliki informasi yang bagus tentang perusahaan berupaya menyampaikan informasi tersebut kepada investor luar agar harga saham perusahaan meningkat (Sugiarto, 2009). Dengan demikian, harapannya dengan penjualan yang tinggi diharapkan juga keuntungan yang diperoleh juga tinggi sehingga manajer bisa memberikan sinyal ke pasar bahwa perusahaan memiliki kinerja atau prospek yang baik yang nantinya investor akan tertarik membeli saham perusahaan sehingga permintaan akan saham meningkat yang mengakibatkan harga saham akan naik yang merupakan salah satu indikator nilai perusahaan. Teori hipotesis pasar efisien menyatakan bahwa dalam pasar bebas, dengan persaingan dalam memperoleh keuntungan, semua informasi pengetahuan dan perkiraan direfleksikan secara akurat didalam harga-harga pasar (Fahmi, 2014). Hal ini menyiratkan bahwa harga saham di pasar mencerminkan seluruh informasi mengenai prospek perusahaan saat ini dan di masa yang akan datang, ketika muncul informasi baru tentang perusahaan tersebut maka harga saham akan spontan berubah dan para investor sangat responsif terhadap sinyal positif dan negatif yang nantinya akan mempengaruhi kondisi di pasar.

Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi akan membutuhkan lebih banyak investasi pada berbagai elemen aset, baik aset tetap maupun aset lancar. Pihak manajemen perlu mempertimbangkan sumber pendanaan yang tepat bagi pembelanjaan aset tersebut (Pradhana dkk., 2014). Berdasarkan *pecking order theory* kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Jika ada kesempatan investasi, maka perusahaan akan mencari dana untuk mendanai kebutuhan investasi tersebut (Hanafi, 2014).

Efisiensi operasional keuangan digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menggunakan asetnya untuk menghasilkan penjualan. Jika dana yang tertanam pada aset cukup besar, idealnya perusahaan akan menggunakan asetnya secara efisien untuk mendukung penjualan sehingga perusahaan dapat menghasilkan peningkatan laba yang nantinya memberikan sinyal kinerja yang baik di pasar sehingga investor tertarik menanamkan investasinya yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Industri farmasi memiliki peran yang vital sebagai wadah untuk menyongsong terealisasinya Indonesia sehat 2025 serta upaya pelayanan kesehatan yaitu menyediakan obat-

obatan untuk meningkatkan taraf hidup masyarakat yang sehat dan sejahtera. Akan tetapi aktivitas inovasi dalam rangka menghasilkan obat baru atau mengembangkan obat lama belum mendapat perhatian yang tinggi. Hal ini juga yang membuat perusahaan farmasi Indonesia beroperasi pada *low price low margin* yang nantinya akan berdampak pada kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Berdasarkan data *Global R&D Funding Forecast Magazine* (2017) dalam hal pertumbuhan R&D negara-negara Asia, Indonesia menempati posisi ke delapan dari 23 negara Asia, Indonesia berada di bawah dibanding negara tetangga lainnya terutama Malaysia, India, Taiwan dan Singapore. R&D Indonesia tahun 2017 diperkirakan mencapai \$9.4 miliar kalah jauh dibanding India yang mencapai \$77.5 miliar, bahkan India memiliki salah satu sistem penelitian publik yang besar di dunia. Hal ini menunjukkan bahwa kegiatan *Research and Development* di Indonesia terutama diberbagai industri perusahaan belum mendapat perhatian yang serius. Hal ini juga dapat dilihat dari sepuluh perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) hanya empat perusahaan yang melaporkan biaya kegiatan R&D dilaporan keuangan tahunan perusahaan periode 2011-2017. Selain itu, data yang dikeluarkan oleh pusat penelitian kimia Lembaga Ilmu Pengetahuan Indonesia/LIPI (2017) bahan baku obat 95% masih diimpor, padahal industri farmasi Indonesia merupakan yang terbesar di Asean, hal ini juga yang membuat mahal nya harga obat.

Kegiatan inovasi belum mendapat perhatian yang serius terutama pada sektor farmasi Indonesia juga telah dibahas oleh Nohong (2016). Penelitian tersebut mengungkapkan bahwa keberadaan kegiatan inovasi belum mendapatkan perhatian yang tinggi di perusahaan farmasi, sebagaimana ditunjukkan pada alokasi anggaran untuk kegiatan terkait seperti anggaran untuk penelitian dan pengembangan. Pengeluaran perusahaan untuk kegiatan-kegiatan yang terkait dengan inovasi masih lebih rendah dibandingkan dengan kegiatan pemasaran.

Penelitian yang dilakukan oleh Mursalim, dkk (2015) juga menekankan pentingnya inovasi bagi perusahaan. Perusahaan yang inovatif akan menghadapi risiko yang berbeda dibandingkan dengan perusahaan lain. Inovasi terkait kemampuan perusahaan untuk memanfaatkan perubahan yang terjadi di lingkungan mereka. Kebanyakan investor lebih memilih perusahaan yang memiliki sikap inovasi yang konsisten. Investor biasanya merespons positif terhadap perusahaan yang menunjukkan tindakan inovatif yang sampai batas tertentu mempengaruhi profitabilitas perusahaan.

Pentingnya aset tidak berwujud telah meningkat tajam di negara-negara berkembang dengan implikasi untuk inovasi dan pertumbuhan ekonomi. Sementara investasi dalam

inovasi secara tradisional telah diproksikan oleh beberapa indikator, seperti pengeluaran untuk R&D dan pembelian modal (baik perangkat keras dan perangkat lunak) yang mewujudkan teknologi baru, ada pengakuan yang berkembang bahwa pertumbuhan berbasis inovasi didukung oleh jangkauan yang lebih luas yaitu dari aset tidak berwujud (Andrews dan Serres, 2012). Aset tidak berwujud telah disajikan dalam laporan keuangan, namun masih ada *unexplained value* yang tidak disajikan dalam laporan keuangan. *Unexplained value* tersebut biasanya berasal dari *intangible asset* yang dihasilkan secara internal oleh perusahaan yang dibuktikan dengan adanya perbedaan yang signifikan antara nilai pasar perusahaan dibandingkan dengan nilai bukunya. Contoh *unexplained value* yang biasanya berasal dari *intangible asset* yang dihasilkan secara internal oleh perusahaan adalah hasil dari kegiatan R&D seperti resep, komposisi, formula, instrumen, *software*, sistem manajemen yang lebih efektif dan efisien (Kuniawati dan Asyik, 2017). Aset tidak berwujud diyakini oleh para peneliti memiliki peran yang penting dalam meningkatkan nilai perusahaan maupun kinerja keuangan. Pemanfaatan aset tidak berwujud yang efisien oleh perusahaan dapat meningkatkan kinerja keuangan dan juga akan meningkatkan nilai pasarnya (Kurniawan dan Mertha, 2016).

Perkembangan teknologi yang sangat pesat yang ditandai dengan hadirnya revolusi industri 4.0 juga memudahkan perusahaan dalam melakukan inovasi. Bioteknologi merupakan salah satu contoh semakin luasnya perkembangan teknologi saat ini. Pengembangan bioteknologi merupakan alternatif dalam upaya mengurangi impor bahan baku obat yang nantinya penyediaan bahan baku obat di dalam negeri lebih murah. Lahirnya revolusi industri 4.0 juga berdampak pada digital ekonomi yakni *e-commerce* sehingga menciptakan peluang pasar yang baru bagi industri farmasi.

Berdasarkan uraian yang telah dipaparkan sehingga penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh keputusan keuangan, efisiensi operasional, dan inovasi terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan dengan kinerja keuangan sebagai variabel intervening pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI.

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Jenis penelitian ini merupakan penelitian kausalitas yaitu hubungan yang bersifat sebab akibat. Metode penelitian ini tergolong penelitian kuantitatif. Teknik analisis data yang digunakan *Partial Least Square-Structural Equation Modelling* (PLS-SEM).

Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini yaitu seluruh perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI selama periode 2011-2017 yaitu sebanyak sepuluh perusahaan dengan jumlah sampel yang sesuai kriteria pengambilan sampel sebanyak tujuh perusahaan. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan pertimbangan yaitu perusahaan farmasi yang telah terdaftar di BEI sebelum tahun 2011 dan masih terdaftar hingga tahun 2017, perusahaan mempublikasikan laporan tahunan 2011-2017 yang lengkap dan perusahaan tidak pernah *delisting* di BEI.

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi, yaitu pengambilan dokumen-dokumen berupa data perekonomian Indonesia, pertumbuhan dan perkembangan industri farmasi, pertumbuhan R&D negara-negara Asia, kinerja keuangan perusahaan, dan data laporan keuangan perusahaan. Sumber data berasal dari pusat referensi dari Bursa Efek Indonesia (BEI), dan data-data pendukung dari beberapa publikasi yang berhubungan dengan penelitian ini yang dinilai dapat memberikan informasi yang obyektif melalui jaringan *website*.

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan untuk membahas permasalahan dalam penelitian ini adalah *Structural Equation Modeling* (SEM) dengan pendekatan *Partial Least Square* (PLS). Analisis data *Partial Least Square* (PLS) diolah menggunakan bantuan *software* SmartPLS 3. Pada penelitian ini analisis PLS-SEM hanya menggunakan atau melakukan evaluasi model struktural (*inner model*) dan tidak melakukan analisis model pengukuran (*outer model*), karena masing-masing variabel dalam penelitian ini hanya menggunakan satu proksi atau satu indikator.

HASIL PENELITIAN

Koefisien Determinasi

Pengukuran variabel endogen kinerja keuangan diperoleh nilai R^2 sebesar 0,665 atau 66,5% dan nilai perusahaan sebesar 0,966 atau 96,6%. Hal ini mengindikasikan bahwa variabel keputusan investasi, keputusan pendanaan, efisiensi operasional dan inovasi mampu menjelaskan variabel kinerja keuangan dan nilai perusahaan masing-masing sebesar 66,5% dan 96,6% sedangkan sisanya sebesar 33,5% dan 3,4% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak terkandung dalam model penelitian ini.

Relevansi Prediktif

Perhitungan *predictive relevance* (Q^2) dapat menggunakan rumus sebagai berikut (Hussein, 2015):

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2) (1 - R_2^2)$$

$$Q^2 = 1 - (1 - 0,665) (1 - 0,966)$$

$$Q^2 = 0,988$$

Hasil perhitungan memperlihatkan nilai *predictive relevance* sebesar 0,988 atau 98,8% bernilai sangat tinggi, sehingga model layak dikatakan memiliki nilai prediktif yang relevan. Nilai *predictive relevance* sebesar 98,8% mengindikasikan bahwa keragaman data yang dapat dijelaskan oleh model PLS yang dibangun adalah sebesar 98,8% atau dengan kata lain informasi yang terkandung dalam data 98,8% dapat dijelaskan oleh model tersebut. Sedangkan sisanya 1,2% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak terkandung dalam model penelitian ini.

Koefisien Jalur

Berdasarkan hasil olahan data dengan SmartPLS 3, hasil nilai koefisien jalur dapat dibentuk persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \eta_1 &= \gamma_1 \xi_1 + \gamma_3 \xi_2 + \gamma_5 \xi_3 + \gamma_7 \xi_4 + \zeta_1 \dots\dots\dots (1) \\ &= 0,198 - 0,648 + 0,228 - 0,267 + \zeta_1 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \eta_2 &= \gamma_2 \xi_1 + \gamma_4 \xi_2 + \gamma_6 \xi_3 + \gamma_8 \xi_4 + \zeta_2 \dots\dots\dots (2) \\ &= 0,965 + 0,162 - 0,012 + 0,024 + \zeta_2 \end{aligned}$$

PEMBAHASAN

Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Kinerja Keuangan

Pengaruh langsung keputusan investasi (X_1) positif dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan (Y_1). Hasil penelitian ini sesuai dengan teori agensi. Teori agensi menyoroti konflik kepentingan antara para pemangku kepentingan di perusahaan. Dalam konteks ini, perlu disebutkan bahwa keputusan inovasi dalam proyek yang tidak pasti dapat meningkatkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer karena mereka tidak memiliki tingkat risiko yang sama. Dengan kata lain, pemegang saham bersedia menanggung tingkat risiko yang lebih tinggi daripada para manajer karena mereka memiliki portofolio yang terdiversifikasi yang mengasumsikan diversifikasi mengurangi risiko. Sebaliknya, manajer memilih strategi yang kurang berisiko untuk menjamin keamanan kerja dan profitabilitas jangka pendek karena kekayaannya sangat bergantung pada nilai perusahaan

yang ia jalankan yang akan menjadi kepentingan pemegang saham. Hal ini dapat menyebabkan masalah investasi besar: masalah alokasi sumber daya perusahaan yang efisien (Jensen & Meckling, 1976) yang merupakan biaya agensi (Ezzi dan Jarboui, 2016). Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Pratiska (2013). Hasil penelitian menunjukkan bahwa IOS berpengaruh tidak signifikan terhadap profitabilitas. Dana yang dimiliki perusahaan digunakan untuk reinvestasi. Reinvestasi akan meningkatkan profitabilitas perusahaan dimasa yang akan datang, bukan pada saat investasi dilakukan. Pertumbuhan laba atas peningkatan investasi saat ini akan diperoleh perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga tinggi rendahnya IOS saat ini berpengaruh tidak signifikan terhadap profitabilitas perusahaan pada saat ini atau dalam waktu dekat.

Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh langsung keputusan investasi (X1) positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2). Temuan ini sesuai dengan teori sinyal, pengeluaran modal untuk investasi oleh perusahaan akan direspon positif oleh investor karena investor beranggapan bahwa perusahaan yang melakukan investasi akan memiliki aset atau kekayaan yang bertambah setiap waktu dan perusahaan dianggap memiliki prospek pertumbuhan yang baik di masa depan sehingga investor akan tertarik menanamkan modalnya, yang nantinya akan membuat harga saham akan naik yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan yang mana semakin tinggi harga saham merupakan salah satu indikator dari nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Suartawan dan Yasa (2016) menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa investor akan menerima sinyal positif dari perusahaan yang memiliki nilai IOS tinggi karena dianggap memiliki prospek pertumbuhan yang bagus di masa yang akan datang.

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Kinerja Keuangan

Pengaruh langsung keputusan pendanaan (X2) negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan (Y1). Temuan ini sesuai dengan teori *pecking order* oleh Myers dan Majluf (1984) yang mengimpilkasikan korelasi negatif. Teori ini menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi hutang dalam struktur modal akan menghasilkan profitabilitas yang lebih rendah. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Petra dkk. (2017). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Hasil penelitian ini sejalan dengan teori *pecking order* yang menyarankan manajer keuangan memilih pendanaan internal sebagai prioritas utama dalam membiayai kegiatan bisnis.

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh langsung keputusan pendanaan (X2) positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini sesuai dengan teori pendekatan tradisional, pendekatan Modigliani dan Miller (MM), dan teori *trade-off*. Pendekatan tradisional berpendapat akan adanya struktur modal yang optimal. Dengan kata lain struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur modal bisa diubah-ubah agar bisa diperoleh nilai perusahaan yang optimal. Pendekatan Modigliani dan Miller (MM) mengatakan bahwa nilai perusahaan dengan utang lebih tinggi dibandingkan nilai perusahaan tanpa utang. Kenaikan nilai tersebut dikarenakan adanya penghematan pajak dari penggunaan utang (Mamduh, 2014). Teori *trade-off* memprediksi hubungan positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan dengan asumsi keuntungan pajak masih lebih besar dari biaya tekanan financial dan biaya keagenan (Ayuandiani, 2016). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rafika dan Santoso (2017) menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan pendekatan tradisional bahwa akan adanya struktur modal yang optimal. Dengan kata lain, struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur modal dapat diubah-ubah agar bisa diperoleh nilai perusahaan yang optimal.

Pengaruh Efisiensi Operasional terhadap Kinerja Keuangan

Pengaruh langsung efisiensi operasional (X3) positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan (Y1). Temuan ini sesuai dengan *signaling theory*. Jika modal yang tertanam pada aset cukup besar maka perusahaan akan menggunakan asetnya secara efisien dalam menghasilkan penjualan, yaitu perusahaan menggunakan aset secara efisien dalam arti menggunakan secara bijak dan hemat sehingga tidak ada aset yang terbuang yang nantinya akan berdampak langsung pada laba yang dihasilkan perusahaan. Laba yang tinggi bisa dijadikan oleh manajer untuk menyampaikan informasi di pasar mengenai kinerja perusahaan yang baik, sehingga hal ini memberikan sinyal yang nantinya direspon positif oleh investor. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Argananta dan Hidayat (2017) yang menunjukkan bahwa TATO berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE. Manajer perusahaan perlu menambah aset dimana perputaran aset perusahaan sangat efektif dalam meningkatkan penjualan dan menghasilkan laba, dengan meningkatnya laba maka akan meningkatkan ROE.

Pengaruh Efisiensi Operasional terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh langsung efisiensi operasional (X3) negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2). Efisiensi operasional (TATO) berpengaruh tidak signifikan terhadap

nilai perusahaan, hal ini sesuai dengan teori hipotesis pasar efisien. Teori hipotesis pasar efisien menekankan bahwa seluruh informasi mengenai prospek perusahaan saat ini dan dimasa yang akan datang, ketika muncul informasi baru tentang perusahaan dalam hal ini nilai TATO yang cenderung menurun, mengindikasikan bahwa semakin tidak efektif perusahaan dalam mengelola asetnya, maka harga saham akan spontan berubah dan para investor juga sangat responsif dengan sinyal negatif tersebut yang nantinya akan memengaruhi harga saham perusahaan dan kondisi di pasar. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Astutik (2017). TATO berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap PBV. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa perputaran total aset yang tinggi justru menurunkan nilai perusahaan. Hal ini merupakan sinyal negatif bagi pasar. Calon investor/investor mempersepsikan bahwa komposisi aset (total aset) proporsinya dinominasi fixed asset mendekati kondisi ekstrim. Kondisi ini menyebabkan *inefficiency* bagi perusahaan, dampak selanjutnya menimbulkan sentimen negatif bagi investor, yang berpengaruh terhadap harga saham dalam bentuk penurunan, sehingga nilai perusahaan juga turun.

Pengaruh Inovasi terhadap Kinerja Keuangan

Pengaruh langsung inovasi (X4) negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan (Y1). Berdasarkan teori berbasis sumber daya perusahaan dapat bersaing secara kompetitif apabila perusahaan dapat mengelola dan menggunakan sumber daya yang sesuai dengan kemampuan yang dimilikinya, Perusahaan dapat bersaing secara kompetitif apabila pemanfaatan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan didukung oleh pemanfaatan aset tidak berwujud yang baik. Ketika sumber daya yang didukung oleh pemanfaatan aset tidak berwujud yang baik maka hal tersebut dapat mendorong peningkatan kinerja bagi perusahaan (Kurniawan dan Mertha, 2016), manajer bisa menjadikan ini sebagai sinyal untuk disampaikan di pasar yang nantinya akan direspon positif oleh investor (*signaling theory*). Hasil penelitian sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kuniawati dan Asyik (2017) yang menunjukkan bahwa aset tidak berwujud berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa pemanfaatan aset tidak berwujud yang efisien oleh perusahaan dapat meningkatkan kinerja keuangan. Jika aset tidak berwujud dikelola dengan baik, maka akan dapat memberikan manfaat ekonomi pada masa mendatang terhadap perusahaan.

Pengaruh Inovasi terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh langsung inovasi (X4) positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2). Hasil penelitian ini sesuai dengan teori agensi menyoroiti konflik kepentingan antara

para pemangku kepentingan di perusahaan. Dalam konteks ini, perlu disebutkan bahwa keputusan inovasi dalam proyek yang tidak pasti dapat meningkatkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer karena mereka tidak memiliki tingkat risiko yang sama. Dengan kata lain, pemegang saham bersedia menanggung tingkat risiko yang lebih tinggi daripada para manajer karena mereka memiliki portofolio yang terdiversifikasi yang mengasumsikan diversifikasi mengurangi risiko. Sebaliknya, manajer memilih strategi yang kurang berisiko untuk menjamin keamanan kerja dan profitabilitas jangka pendek karena kekayaannya sangat bergantung pada nilai perusahaan yang ia jalankan yang akan menjadi kepentingan pemegang saham. Hal ini dapat menyebabkan masalah investasi besar: masalah alokasi sumber daya perusahaan yang efisien (Jensen & Meckling, 1976) yang merupakan biaya agensi (Ezzi dan Jarboui, 2016). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kuniawati dan Asyik (2017) yang menunjukkan bahwa aset tidak berwujud berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa meningkatnya *unexpected value* dalam *intangible asset* tidak berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena ketika nilai *unexpected value* dalam *intangible asset* mengalami peningkatan, para investor tidak menilai hal tersebut sebagai sinyal yang positif yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh langsung kinerja keuangan (Y1) negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2). Hasil penelitian ini sesuai dengan teori hipotesis pasar efisien. Teori hipotesis pasar efisien mengatakan bahwa pada pasar bebas, seluruh informasi perusahaan baik kinerja maupun prospek di masa depan akan tercermin secara akurat di harga saham perusahaan. Jadi, jika perusahaan memiliki prospek peluang dan pertumbuhan yang baik di masa yang akan datang, maka investor akan optimis dengan prospek perusahaan tersebut sehingga akan tertarik menanamkan sahamnya yang nantinya akan berpengaruh pada harga saham perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ferial dkk. (2016) yang menunjukkan bahwa kinerja keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa kenaikan nilai Tobin's Q dan PBV pada tahun 2014 tidak dapat menutupi penurunan yang terjadi pada Return On Equity perusahaan. Manajemen perusahaan tidak berhasil meningkatkan nilai perusahaan bagi pemilik perusahaan sesuai dengan tujuan manajemen keuangan memaksimalkan nilai perusahaan. Perusahaan harus mengoreksi kembali prospek kegiatan yang dijalankan perusahaan agar lebih produktif, sehingga para pemegang saham akan merasakan keuntungan yang lebih besar dari biaya modalnya.

Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan melalui Kinerja Keuangan

Pengaruh tidak langsung keputusan investasi (X1) negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (Y1) melalui kinerja keuangan (Y1). Penelitian yang dilakukan oleh Marinda dkk. (2014) menemukan *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja keuangan. Penelitian yang dilakukan oleh Ferial dkk. (2016) menemukan bahwa kinerja keuangan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan melalui Kinerja Keuangan

Pengaruh tidak langsung keputusan pendanaan (X2) positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui kinerja keuangan (Y1). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hamidy dkk. (2015) hasilnya menunjukkan bahwa profitabilitas dapat berfungsi sebagai variabel intervening dalam pengaruh struktur modal pada nilai perusahaan. Dengan demikian perusahaan sampel dapat meningkatkan nilai perusahaannya dengan meningkatkan utang, dimana peningkatan utang tersebut juga dapat meningkatkan profitabilitas yang secara tidak langsung dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan lebih tinggi.

Pengaruh Efisiensi Operasional terhadap Nilai Perusahaan melalui Kinerja Keuangan

Pengaruh tidak langsung efisiensi operasional (X3) negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui kinerja keuangan (Y1). Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Utami dan Prasetiono (2016) menunjukkan bahwa besarnya koefisien pengaruh langsung lebih kecil daripada koefisien pengaruh tidak langsung. Selain itu, berdasarkan hasil Sobel Test nilai t hitung lebih besar daripada nilai t tabel. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa ROA memediasi pengaruh antara TATO dan PBV.

Pengaruh Inovasi terhadap Kinerja Keuangan melalui Nilai Perusahaan

Pengaruh tidak langsung inovasi (X4) positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui kinerja keuangan (Y1). Penelitian yang dilakukan oleh Kuniawati dan Asyik (2017) menunjukkan bahwa kinerja keuangan memediasi pengaruh intangible asset pada nilai perusahaan. Jadi sebelum mempengaruhi nilai perusahaan, intangible asset terlebih dahulu mempengaruhi kinerja keuangan, kemudian kinerja keuangan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan penelitian yang dilakukan, maka secara keseluruhan dapat disimpulkan yaitu, Pertama, keputusan investasi (X1) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan (Y1). Kedua, keputusan investasi (X1) berpengaruh positif dan signifikan

terhadap nilai perusahaan (Y2). Ketiga, keputusan pendanaan (X2) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan (Y1). Keempat, keputusan pendanaan (X2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2). Kelima, efisiensi operasional (X3) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan (Y1). Keenam, efisiensi operasional (X3) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2). Ketujuh, inovasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan (Y1). Kedelapan, inovasi berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2). Kesembilan, kinerja keuangan (Y1) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2).

Perusahaan farmasi Indonesia harus lebih memanfaatkan peluang investasi secara maksimal agar perusahaan mampu memberikan tingkat pengembalian ekuitas dan kemakmuran pemegang saham yang maksimal kepada investor. Perusahaan dalam meningkatkan kinerja keuangan dan nilai perusahaan harus mampu menyeimbangkan penggunaan dana antara hutang dan ekuitas. Perusahaan farmasi harus lebih efisien dalam mengelola asetnya dalam mendukung dan menghasilkan penjualan yang nantinya akan berdampak pada peningkatan kinerja dan keuangan nilai perusahaan. Pemanfaatan aset tidak berwujud yang baik dapat mendorong peningkatan kinerja keuangan bagi perusahaan yang nantinya akan direspon positif oleh investor karena keuntungan kompetitif yang dimiliki oleh perusahaan membedakannya dengan perusahaan lain sehingga harga saham perusahaan meningkat yang merupakan indikator dari nilai perusahaan. Perusahaan harus lebih memanfaatkan peluang investasi secara maksimal agar perusahaan dapat mengurangi ketergantungan impor bahan baku obat sehingga laba perusahaan tidak tergerus karena perusahaan beroperasi pada *low price high margin* yang nantinya akan meningkatkan kinerja keuangan dan nilai perusahaan.

Peneliti dimasa yang akan datang dapat memilih obyek penelitian khususnya perusahaan-perusahaan yang rutin dalam melakukan inovasi dengan mengacu tidak hanya pada aset tidak berwujud tetapi juga pada biaya penelitian dan pengembangannya (R&D), paten, pengumuman produk baru dan penjualan produk inovatif.

DAFTAR PUSTAKA

Andres, Dan dan Serres, Alain de. 2012. Intangible Assets, Resource Allocation and Growth a Framework for Analysis. *OECD Economics Department Working Papers*, No. 989.

- Argananta, Risfa Jenia dan Hidayat, Imam. 2017. Analisis Pengaruh CR, DER Dan TATO Terhadap ROE Pada PT. Mustika Ratu Tbk. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 6(10):1-19.
- Astutik, Dwi. 2017. Pengaruh Aktivitas Rasio Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Industri Manufaktur). *Jurnal STIE Semarang*, 9(1):32-49.
- Bank Indonesia. 2017. *Perekonomian Indonesia Tahun 2016 Tumbuh Membaik*, (Online), (<https://www.bi.go.id>, diakses 17 Maret 2018).
- Ezzi, Ferdaws dan Jarboui, Anis. 2016. Does innovation strategy affect financial, social and environmental performance?. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*: 14-24.
- Fahmi, Irham. 2014. *Manajemen Keuangan Perusahaan dan Pasar Modal*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Ferial, Fery, Suhadak dan Handayani, Siti Ragil. 2016. Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan dan Efeknya Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 33(1):146-153.
- Hamidy, Rahman Rusdi, Wiksuana, I Gusti Bagus dan Artini, Luh Gede Sri. 2015. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 4(10):665-682.
- Hanafi, Mamduh M. 2014. *Manajemen Keuangan. Edisi Pertama*. Yogyakarta: BPFY-Yogyakarta.
- Hussein, Ananda Sabil. 2015. *Penelitian Bisnis dan Manajemen Menggunakan Partial Least Squares (PLS) dengan smartPLS 3.0*, (Online), (<http://www.researchgate.net>, diakses 28 Maret 2017).
- Industrial Research Institute. 2017. *Global R&D Funding Forecast*. Industrial Research Institute.
- Jensen, Michael. J dan Meckling, William. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* :305-360.
- Kuniawati, Rina dan Asyik, Nur Fajrih. 2017. Kinerja Keuangan sebagai Variabel Intervening Pengaruh R&D dan Intangible Asset pada Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 6(10):1-22.

- Kurniawan, A. Prawira dan Mertha, I Made. 2016. Kinerja Keuangan Sebagai Pemediasi Pengaruh Intensitas Research And Development Dan Aset Tidak Berwujud Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 14(1):723-750.
- Lembaga Ilmu Pengetahuan Indonesia. 2017. LIPI: *Ironis, Bahan Baku Obat 95% Impor*. Indonesia Institute of Science, (Online), (<http://lipi.go.id>, diakses 17 Maret 2018).
- Mursalim, Hendragunawan, Alamzah, Nur & Sanusi, Abdullah. 2015. Financial Decision, Innovation, Profitability and Company Value: Study on Manufacturing Company Listed in Indonesian Stock Exchange. *Information Management and Business Review*, (7):72-78.
- Mandiri Office of Chief Economist. 2016. *Industry Update Farmasi Volume 5*. Jakarta: PT Bank Mandiri Persero Regulated by Indonesian Banking Regulatory.
- Mandiri Office of Chief Economist. 2016. *Industry Update Farmasi Volume 22*. Jakarta: PT Bank Mandiri Persero Regulated by Indonesian Banking Regulatory.
- Marinda, Fajrul, Dzulkirom, Moch, dan Saifi, Muhammad. 2014. Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan (Studi pada Perusahaan Sektor Properti dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 14(1):1-10.
- Nohong, Mursalim. 2016. Inovasi, Pertumbuhan, Ukuran dan Nilai Perusahaan Farmasi di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 20(2):176-185.
- Organisasi untuk Kerjasama dan Pembangunan Ekonomi. 2015. *Survei Ekonomi OECD Indonesia Ikhtisar*. OECD.
- Petra, Wangania Micha Lingkan, Lopian, S.L dan Tumewu, Ferdinand. J. 2017. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Telekomunikasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA*, 5(2):2637-2646.
- Pradhana, Afi, Taufik, Taufeni dan Anggaini, Lila. 2014. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal JOM FEKON*, 1(2).1-15.
- Pratiska, Silka. 2013. Pengaruh IOS, Leverage, dan Dividend Yield Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Sektor Manufaktur di BEI. *E-Journal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 2(3):147-174.
- Rafika, Meidha dan Santoso, Bambang Hadi. 2017. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 6(11):1-20.

Suartawan, I Gst Ngr Putu Adi dan Yasa, Gerianta Wirawan. 2016. Pengaruh Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 14(3):2014-2044.

Sugiarto. (2009). *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri*. Yogyakarta: Graha Ilmu.

Utami, Rahmawati Budi dan Prasetiono. 2016. Analisis Pengaruh TATO, WCTO, dan DER Terhadap Nilai Perusahaan dengan ROA sebagai Variabel Intervening (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2009-2013). *Jurnal Studi Manajemen & Organisasi* 13:28-43.

LAMPIRAN

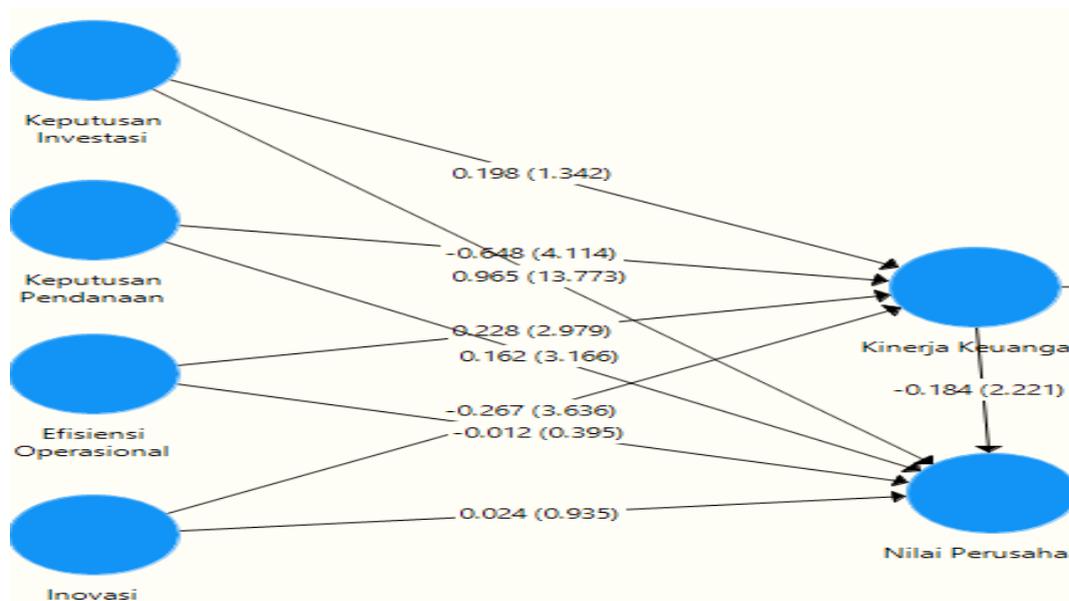
Tabel 1 R Square

R Square

	R Square	R Square Adjusted
Kinerja Keuang...	0.665	0.635
Nilai Perusahaan	0.966	0.962

Sumber: SmartPLS 3 (2018)

Gambar 1 Hasil Bootstrapping



Sumber: SmartPLS 3 (2018)

Tabel 2 Hasil Pengujian Hubungan Langsung

Path Coefficients

	Original Sampl...	Sample Mean (...)	Standard Devia...	T Statistics (IO...	P Values
Efisiensi Operasional -> Kinerja Keuangan	0.228	0.216	0.077	2.979	0.003
Efisiensi Operasional -> Nilai Perusahaan	-0.012	-0.007	0.031	0.395	0.693
Inovasi -> Kinerja Keuangan	-0.267	-0.250	0.074	3.636	0.000
Inovasi -> Nilai Perusahaan	0.024	0.017	0.025	0.935	0.350
Keputusan Investasi -> Kinerja Keuangan	0.198	0.247	0.148	1.342	0.180
Keputusan Investasi -> Nilai Perusahaan	0.965	0.982	0.070	13.773	0.000
Keputusan Pendanaan -> Kinerja Keuangan	-0.648	-0.606	0.158	4.114	0.000
Keputusan Pendanaan -> Nilai Perusahaan	0.162	0.157	0.051	3.166	0.002
Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	-0.184	-0.154	0.083	2.221	0.027

Sumber: SmartPLS 3 (2018)

Tabel 2 Hasil Pengujian Hubungan Tidak Langsung

Specific Indirect Effects

	Original Sampl...	Sample Mean (...)	Standard Devia...	T Statistics (IO...	P Values
Efisiensi Operasional -> Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	-0.042	-0.034	0.021	2.047	0.041
Inovasi -> Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	0.049	0.041	0.024	2.020	0.044
Keputusan Investasi -> Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	-0.037	-0.031	0.028	1.316	0.189
Keputusan Pendanaan -> Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	0.119	0.100	0.052	2.283	0.023

Sumber: SmartPLS 3 (2018)