E-ISSN: 3025-0994
Halaman 3430-3446
Volume 4 Nomor 3 Tahun 2026

Mekanisme Mediasi Kinerja Keuangan: Analisis Dampak Efisiensi Biaya Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Food And Beverage 2021–2025

Ahmad Murodhie[1], Amelia[2], Wulan Supianti[3], Bambang Hermawan[4]

[1,2,3,4] Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Program Studi Manajemen, Universitas Primagraha, Serang, Indonesia
Jl. Trip Jamaksari, Komplek Griya Gemilang Sakti Blok A1 No. 1A Cinanggung, Kota Serang, Indonesia
[1]bambanghermawan@upg.ac.id, [2]ahmadmurodhie@upg.ac.id, [3]amelia@upg.ac.id, [4]wulansupianti@upg.ac.id

Abstrak

Studi ini dirancang untuk menelaah bagaimana efisiensi biaya yang diproksi melalui rasio Beban Operasional terhadap Pendapatan Operasional (BOPO) dan keputusan pendanaan yang diukur melalui Debt to Equity Ratio (DER) membentuk nilai perusahaan yang dicerminkan oleh Price to Book Value (PBV), dengan menempatkan Return on Assets (ROA) sebagai variabel perantara pada sub sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia sepanjang 2021–2025. Sebanyak 80 perusahaan dipilih melalui purposive sampling, menghasilkan 381 titik observasi dalam panel tidak seimbang. Estimasi dilakukan melalui dua substruktur regresi data panel menggunakan EViews 12, dengan pemilihan model berbasis Uji Chow, Hausman, dan Lagrange Multiplier. Substruktur pertama mengadopsi Random Effect Model (REM) dan menghasilkan bukti bahwa BOPO berpengaruh positif signifikan terhadap ROA sementara DER memberi dampak negatif signifikan. Substruktur kedua menerapkan Fixed Effect Model (FEM) dan menemukan bahwa hanya ROA yang secara signifikan mendorong PBV, sedangkan BOPO dan DER tidak memberi pengaruh langsung yang berarti. Uji Sobel mengonfirmasi bahwa ROA belum terbukti menjadi mediator yang signifikan antara BOPO maupun DER terhadap PBV. Temuan ini mengungkap bahwa pelaku pasar di sektor F&B selama periode pengamatan memprioritaskan sinyal kemampuan menghasilkan laba atas aset sebagai penentu utama penilaian saham.

Kata Kunci: *Efisiensi Biaya; Struktur Modal; Kinerja Keuangan; Nilai Perusahaan; Industri Makanan Dan Minuman*

Abstract

This study investigates how cost efficiency measured by the Operating Expenses to Operating Income ratio (BOPO) and financing decisions captured by the Debt to Equity Ratio (DER) shape firm value reflected in the Price to Book Value (PBV), with Return on Assets (ROA) serving as a mediating pathway, among food and beverage firms listed on the Indonesia Stock Exchange over 2021–2025. Using purposive sampling, 80 firms constituted the final sample, yielding 381 panel observations. Two-substructure panel regression via EViews 12 was employed, with model selection guided by the Chow, Hausman, and Lagrange Multiplier tests. The first substructure, estimated under the Random Effect Model, reveals that BOPO positively and significantly affects ROA while DER exerts a negative and significant influence. The second substructure, estimated under the Fixed Effect Model, demonstrates that ROA alone significantly elevates PBV, whereas BOPO and DER produce no meaningful direct effect. Sobel Test results confirm that ROA does not function as a statistically significant mediator between either BOPO or DER and PBV. These findings suggest that capital market

participants in the F&B sector during the observation window treated asset profitability as the primary valuation signal rather than cost structure or leverage ratios.

Keywords: *Cost Efficiency; Capital Structure; Financial Performance; Firm Value; Food and Beverage Industry*

PENDAHULUAN

Dalam dinamika pasar modal modern, nilai perusahaan berfungsi sebagai barometer utama yang mempertemukan ekspektasi investor dengan realitas kinerja manajemen. Ketika harga saham melampaui nilai buku aset secara konsisten, hal itu mengisyaratkan bahwa pasar mengakui kapasitas perusahaan menciptakan nilai di luar yang tercatat dalam neraca. Mu'az & Sutanti (2026) menegaskan bahwa kemampuan strategi korporat dalam mendorong nilai dan kinerja secara berkelanjutan merupakan perhatian fundamental bagi setiap entitas bisnis sebuah premis yang semakin relevan dalam lanskap persaingan industri makanan dan minuman di Indonesia yang terus berevolusi.

Kerangka Signaling Theory menawarkan penjelasan teoretis yang kuat mengenai mekanisme di balik pembentukan nilai perusahaan. Inti dari teori ini adalah asumsi adanya asimetri informasi: manajemen memiliki informasi lebih lengkap dibanding investor luar, sehingga publikasi laporan keuangan menjadi kanal transmisi sinyal yang krusial. Rasio profitabilitas, tingkat efisiensi biaya, maupun komposisi struktur pendanaan yang terungkap dalam laporan tersebut bukan sekadar angka akuntansi melainkan sinyal yang diterjemahkan pasar menjadi ekspektasi imbal hasil masa depan (Julianti & Sutanti, 2026). Respons investor terhadap sinyal-sinyal ini kemudian termanifestasi dalam pergerakan harga saham yang pada akhirnya membentuk nilai perusahaan (Natsir & Yusbardini, 2020).

Salah satu variabel yang jarang diteliti pada sektor riil namun memiliki relevansi tinggi adalah Beban Operasional terhadap Pendapatan Operasional (BOPO). Secara konvensional, rasio ini mengukur proporsi pendapatan yang terserap oleh biaya operasional, sehingga nilai yang lebih kecil mengindikasikan pengelolaan biaya yang lebih efisien (Kasmir, 2014). Literatur berbasis industri perbankan secara konsisten melaporkan hubungan negatif antara BOPO dan profitabilitas (Setyaningsih et al., 2023; Sari & Fitri, 2022; Nurjanah et al., 2026), karena struktur biaya bank didominasi oleh beban bunga simpanan yang bersifat quasi-fixed. Namun pada industri F&B yang berada dalam fase ekspansi aktif, kenaikan BOPO kerap merefleksikan intensifikasi belanja pemasaran, penguatan jaringan distribusi, serta investasi pada kapasitas produksi—pengeluaran yang bersifat produktif dan berpotensi mendorong kenaikan penjualan yang proporsional atau bahkan lebih besar (Kemenperin, 2023). Dengan kata lain, pada konteks ini kenaikan BOPO bisa berkorelasi positif dengan ROA, sebuah proposisi yang akan diverifikasi secara empiris pada bagian pembahasan.

Dimensi lain yang tak kalah penting dalam menentukan kinerja dan nilai perusahaan adalah arsitektur pendanaan atau struktur modal. Keputusan tentang seberapa besar operasional bisnis dibiayai melalui utang dibandingkan ekuitas bukan sekadar pilihan teknis keuangan, melainkan juga sinyal strategis yang dibaca oleh pasar (Komarudin et al., 2019). Debt to Equity Ratio (DER) sebagai proksi struktur modal mencerminkan sejauh mana kewajiban finansial perusahaan melampaui ekuitas pemiliknya. Melalui lensa Signaling Theory, DER yang meningkat dapat ditafsirkan investor sebagai peningkatan eksposur risiko gagal bayar suatu sinyal negatif yang berpotensi menekan harga saham, terutama ketika lingkungan suku bunga sedang dalam tren kenaikan seperti yang terjadi sepanjang 2022–2024.

Sub sektor makanan dan minuman telah lama menjadi tulang punggung industri pengolahan Indonesia, namun posisinya yang strategis tidak membebaskan pelakunya dari tekanan struktural yang nyata. Depresiasi rupiah menjadi salah satu faktor eksternal paling mengancam: ketika nilai tukar menembus Rp18.000 per dolar AS, seluruh perusahaan yang

masih bergantung pada bahan baku impor mulai dari gandum, gula, hingga bahan pengemas menghadapi lonjakan biaya produksi yang signifikan (Mardiansyah & Pradana, 2026). Tekanan ini secara mekanis mendorong rasio BOPO naik dan pada saat yang sama menggerus margin laba, menciptakan tantangan ganda bagi manajemen dalam menjaga profitabilitas di tengah kondisi pasar yang bergejolak.

Konfirmasi dari asosiasi industri memperkuat gambaran tekanan tersebut. Ketua Umum GAPMMI, Lukman, sebagaimana dikutip Hutagaol (2024), memproyeksikan penurunan profitabilitas industri F&B pada kuartal kedua 2024 meski volume permintaan konsumen tetap solid. Proyeksi tersebut didasarkan pada estimasi bahwa pelemahan rupiah berpotensi mendongkrak biaya produksi antara 2% hingga 2,5% bagi produsen yang masih mengimpor bahan baku sebuah angka yang tampak kecil namun berdampak besar pada margin tipis yang lazim di industri ini. Konsekuensinya, kemampuan manajemen mengelola efisiensi biaya operasional (BOPO) bukan lagi sekadar indikator kinerja, melainkan penentu kelangsungan kompetitif.

Dampak nyata dari tekanan ganda BOPO dan DER dapat diamati pada kasus PT Platinum Wahab Nusantara Tbk (TGUK). Fiansyah (2025) melaporkan bahwa emiten ini mencatat rekor kerugian bersih Rp81,7 miliar sepanjang 2024, dibarengi penurunan penjualan hampir separuhnya (−46%) sementara beban liabilitas justru melonjak 46%. Kasus TGUK menjadi pelajaran empiris yang gamblang: ketika efisiensi biaya memburuk bersamaan dengan kenaikan proporsi utang, keduanya secara sinergis menggerus profitabilitas hingga ke titik nadir yang langsung tercermin dalam penilaian pasar terhadap saham perusahaan tersebut.

Pengolahan data primer penelitian ini menghasilkan gambaran pergerakan nilai perusahaan yang menarik untuk dikaji. Rata-rata PBV 80 emiten F&B sampel menunjukkan tren menurun: 2,099 (2021) → 2,081 (2022) → 1,937 (2023) → 1,676 (2024), sebelum berbalik naik ke 2,393 pada 2025. Di sinilah fenomena gap yang menjadi titik tolak penelitian ini muncul. Secara bisnis, tekanan BI-Rate yang agresif sepanjang 2022–2024 seharusnya menekan profitabilitas; namun ROA rata-rata sampel justru membaik ke 0,080 pada 2024 setelah sempat terkoreksi ke 0,068 pada 2023. Paradoksnya, justru di tahun ketika ROA membaik itulah PBV mencapai titik terendahnya (1,676). Ketidakselarasan ini memberi sinyal bahwa faktor di luar profitabilitas akuntansi mulai dari persepsi risiko utang, kebijakan suku bunga, hingga sentimen makro memainkan peran dominan dalam membentuk penilaian investor terhadap saham F&B.

Memetakan peta literatur yang relevan mengungkap Research Gap yang menjadi pembenar utama penelitian ini. Temuan para peneliti terdahulu mengenai determinan nilai perusahaan F&B masih jauh dari konsensus. Pada isu pengaruh profitabilitas dan efisiensi biaya: Wilyaka (2025) dan Alief An Nas & Fitah Kusuma (2026) melaporkan pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, namun Julianti & Sutanti (2026) tidak menemukan signifikansi yang sama. Pada isu pengaruh struktur modal (DER): Tarigan et al. (2023) mendapati pengaruh positif signifikan, sementara Alief An Nas & Fitah Kusuma (2026) dan Putri & Oktaryani (2025) menyimpulkan sebaliknya tidak ada pengaruh langsung yang dapat dideteksi.

Inkonsistensi tersebut juga ditemukan secara lebih luas pada penelitian-penelitian terbaru yang terindeks SINTA maupun Scopus dalam rentang 2022–2026. Penelitian Nurjanah et al. (2026) pada sektor transportasi dan logistik BEI periode 2021–2025 menemukan bahwa BOPO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA ($\beta = -0{,}1047$; $p = 0{,}043$), berbeda arah dengan ekspektasi efisiensi biaya konvensional. Sebaliknya, penelitian pada sektor jasa ekspedisi oleh Apriyanto et al. (2026) menemukan bahwa DER dan BOPO sama-sama berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap ROA, dengan Adjusted R^2 yang relatif rendah sebesar 18%, menunjukkan bahwa variasi profitabilitas sektor jasa berbasis pertumbuhan lebih banyak dijelaskan oleh faktor di luar struktur biaya dan modal konvensional. Pada konteks perbankan, Setyaningsih et al. (2023) serta Sari & Fitri (2022) secara konsisten menemukan BOPO berpengaruh negatif signifikan terhadap ROA, namun

kedua penelitian tersebut menegaskan bahwa pola hubungan ini sangat dipengaruhi oleh karakteristik industri perbankan yang padat regulasi dan berbeda secara struktural dari sektor riil seperti F&B.

Pada aspek mediasi profitabilitas terhadap nilai perusahaan, penelitian Adityaputra & Perdana (2024) menemukan bahwa profitabilitas mampu memediasi pengaruh struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada sektor manufaktur. Namun, penelitian yang dilakukan pada perusahaan manufaktur BEI periode 2017–2022 oleh Manan et al. (2024) menemukan hasil yang kontras, yaitu profitabilitas dapat memediasi pengaruh leverage dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, tetapi profitabilitas tidak dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan sebuah temuan yang relevan dengan dugaan riset ini bahwa ROA mungkin tidak terbukti memediasi DER terhadap PBV secara signifikan. Lebih lanjut, penelitian spesifik pada sektor F&B oleh Fadhilah & Nugroho (2025) menemukan bahwa profitabilitas terbukti memediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan F&B periode 2018–2023, namun penelitian tersebut tidak menguji jalur BOPO maupun DER sebagai prediktor, sehingga menyisakan celah riset yang relevan untuk diisi oleh penelitian ini. Sementara itu, penelitian RIGGS oleh Hermawan et al. (2026) pada sektor F&B BEI periode 2021–2024 menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun belum menguji peran mediasi ROA secara eksplisit melalui dua substruktur regresi. Penelitian Giawa et al. (2024) pada sub sektor F&B BEI periode 2020–2023 turut menemukan bahwa struktur modal dan profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi, namun tidak menempatkan profitabilitas sebagai mediator formal.

Disparitas temuan yang terpetakan di atas baik pada jalur prediktor ke profitabilitas maupun pada jalur mediasi ke nilai perusahaan menciptakan ruang kosong dalam literatur yang secara khusus mengkaji mekanisme transmisi BOPO dan DER terhadap PBV melalui ROA pada konteks industri F&B Indonesia pasca-pandemi. Penelitian ini hadir untuk mengisi ruang tersebut dengan merancang pengujian dua substruktur regresi data panel yang mampu memetakan jalur langsung sekaligus tidak langsung secara simultan.

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh adanya fenomena teoritis, fenomena bisnis, fenomena empiris, dan research gap yang menunjukkan pentingnya pengkajian kembali faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan melalui mekanisme mediasi kinerja keuangan. Penelitian ini merupakan studi pertama yang menguji mekanisme mediasi ROA antara BOPO, DER, dan PBV pada perusahaan Food & Beverage BEI periode 2021–2025 menggunakan regresi data panel dua substruktur. Novelty penelitian ini terletak pada tiga aspek. Pertama, dari sisi konstruk, penelitian terdahulu pada sektor F&B umumnya menggunakan likuiditas (CR) atau ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol/independen (Wilyaka, 2025; Putri & Oktaryani, 2025), sedangkan penelitian ini secara khusus mengangkat efisiensi biaya (BOPO) yang jarang diuji pada sektor non-perbankan sebagai prediktor langsung kinerja keuangan. Kedua, dari sisi metodologis, penelitian ini menggabungkan dua substruktur regresi data panel (BOPO, DER → ROA; serta BOPO, DER, ROA → PBV) yang diuji secara berurutan dan dikonfirmasi melalui Uji Sobel, sehingga mampu memetakan secara eksplisit jalur langsung maupun tidak langsung suatu pendekatan yang belum banyak diterapkan pada riset nilai perusahaan sektor F&B sebelumnya yang umumnya hanya menggunakan regresi linier berganda satu tahap (Tarigan et al., 2023; Alief An Nas & Fitah Kusuma, 2026). Ketiga, dari sisi periode dan konteks, penelitian ini mencakup periode 2021–2025 yang secara unik diwarnai oleh siklus kenaikan suku bunga acuan BI-Rate yang agresif, sehingga memberikan konteks pengujian yang relevan dengan kondisi makroekonomi terkini. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris yang lebih komprehensif mengenai pengaruh efisiensi biaya (BOPO) dan struktur modal (DER) terhadap nilai perusahaan (PBV) dengan kinerja keuangan (ROA) sebagai variabel mediasi pada sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2025, sekaligus menjadi bahan pertimbangan bagi investor dan manajemen perusahaan dalam mengambil keputusan yang berkaitan dengan peningkatan nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Jenis dan Pendekatan Metode Penelitian

Rancangan penelitian ini berpijak pada paradigma positivistik dengan metode kuantitatif eksplanatif. Pilihan metode kuantitatif didorong oleh kebutuhan untuk menguji proposisi-proposisi teoretis secara empiris menggunakan data numerik yang dapat diverifikasi secara statistik (Sugiyono, 2023). Sementara itu, pendekatan eksplanatif dipilih karena fokus penelitian terletak pada pengidentifikasian dan pengukuran hubungan kausalitas bukan sekadar mendeskripsikan fenomena khususnya mengenai bagaimana BOPO dan DER membentuk ROA, serta bagaimana ketiga variabel tersebut secara bersama-sama memengaruhi PBV (Alfatih, 2021). Dengan kata lain, penelitian ini tidak hanya menjawab pertanyaan 'apa yang terjadi' tetapi juga 'mengapa' dan 'seberapa besar' pengaruh antarvariabel tersebut.

Data, Sumber Data, dan Periode Penelitian

Seluruh data yang digunakan bersumber dari laporan keuangan tahunan yang telah diaudit dan dipublikasikan oleh perusahaan melalui portal resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Data jenis sekunder ini dipilih bukan hanya karena kemudahan aksesnya, tetapi juga karena telah melewati proses verifikasi auditor independen sehingga kualitas dan reliabilitasnya terjamin untuk keperluan riset (Puspitasari & Indriastuti, 2024). Jendela pengamatan ditetapkan pada rentang 2021–2025, sebuah periode yang secara unik mencakup fase pemulihan ekonomi pasca-pandemi sekaligus siklus kenaikan suku bunga yang agresif, sehingga memberikan variasi konteks makroekonomi yang kaya untuk mengidentifikasi pola pengaruh antarvariabel (Kusumaningrum et al., 2022).

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Penelitian ini membangun model dengan empat variabel utama yang saling berinteraksi. PBV dipilih sebagai proksi nilai perusahaan (variabel dependen) karena rasio ini merangkum penilaian pasar terhadap keseluruhan aset perusahaan dalam satu angka yang mudah dibandingkan lintas perusahaan (Herdajanti, 2022). ROA difungsikan sebagai variabel mediasi sekaligus proksi kinerja keuangan, mengingat kemampuannya mengukur efektivitas konversi total aset menjadi laba bersih (Kasmir, 2014). Pada sisi variabel bebas, BOPO merepresentasikan dimensi efisiensi biaya operasional dihitung sebagai rasio total beban terhadap total pendapatan operasional sementara DER mewakili dimensi keputusan pendanaan, yaitu perbandingan antara total kewajiban dan total ekuitas pemilik (Komarudin et al., 2019).

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Proksi	Rumus	Skala
Nilai Perusahaan (Y)	Price to Book Value (PBV)	PBV = Harga Saham / Nilai Buku per Lembar Saham	Rasio
Kinerja Keuangan (Z / Mediasi)	Return on Assets (ROA)	ROA = Laba Bersih / Total Aset × 100%	Rasio
Efisiensi Biaya (X1)	BOPO	BOPO = Total Beban Operasional / Total Pendapatan Operasional × 100%	Rasio

Struktur Modal (X2)	Debt to Equity Ratio (DER)	DER = Total Liabilitas / Total Ekuitas × 100%	Rasio

Sumber: Diolah Peneliti (2026)

Jenis Penelitian serta Populasi dan Sampel

Unit analisis penelitian ini adalah seluruh emiten sub sektor makanan dan minuman yang tercatat di BEI sepanjang 2021–2025. Berdasarkan data Nadya (2025), terdapat 83 emiten yang memenuhi kriteria pencatatan pada periode tersebut. Dari jumlah tersebut, sampel akhir ditetapkan menggunakan metode purposive sampling yakni teknik seleksi berbasis seperangkat kriteria yang relevan dengan kebutuhan data penelitian guna memastikan bahwa setiap observasi benar-benar representatif terhadap fenomena yang diteliti (Effendi, 2023). Sub sektor ini diprioritaskan sebagai objek kajian mengingat perannya yang strategis sebagai penyerap tenaga kerja terbesar di industri manufaktur sekaligus penyumbang ekspor non-migas yang signifikan (Herdajanti, 2022).

Tabel 2. Kriteria Sampel

No.	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di BEI periode 2021–2025	83
2	Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan tahunan secara lengkap dan konsisten selama periode pengamatan	(3)
3	Perusahaan dengan data tidak tersedia untuk pengukuran seluruh variabel penelitian (BOPO, DER, ROA, PBV)	(0)
	Jumlah sampel akhir	**80**
	Total observasi (80 perusahaan × 5 tahun)	381*

**Data tidak seimbang (unbalanced panel). Sumber: Diolah Peneliti (2026)*

Hipotesis Penelitian

Berdasarkan sintesis kerangka teoritis dan temuan empiris penelitian terdahulu, tujuh hipotesis berikut diajukan untuk pengujian: H1 menyatakan BOPO memiliki pengaruh signifikan terhadap ROA; H2 menyatakan DER memiliki pengaruh signifikan terhadap ROA; H3 menyatakan BOPO memiliki pengaruh signifikan terhadap PBV; H4 menyatakan DER memiliki pengaruh signifikan terhadap PBV; H5 menyatakan ROA memiliki pengaruh signifikan terhadap PBV; H6 menyatakan ROA memediasi secara signifikan pengaruh BOPO terhadap PBV; dan H7 menyatakan ROA memediasi secara signifikan pengaruh DER terhadap PBV.

Teknik Analisis dan Pengujian

Pendekatan analitis yang diterapkan adalah estimasi regresi data panel dua jalur (two-substructure path regression). Desain ini memungkinkan peneliti menelusuri rantai pengaruh secara bertahap: Substruktur 1 mengkuantifikasi dampak BOPO dan DER terhadap ROA, sedangkan Substruktur 2 mengintegrasikan ROA ke dalam persamaan nilai perusahaan untuk mengidentifikasi pengaruh langsung dan tidak langsung. Keunggulan data panel dalam menyatukan dimensi cross-section dan time-series sekaligus dibandingkan pendekatan runtut waktu atau lintas perusahaan secara terpisah menjadikannya alat estimasi yang lebih efisien dan mampu mengendalikan heterogenitas yang tidak terobservasi (Baltagi, 2005). Seluruh komputasi dilakukan pada EViews 12, dengan prosedur pemilihan model mengikuti hierarki: Uji Chow membandingkan CEM vs. FEM, Uji Hausman membandingkan FEM vs. REM, dan Uji Lagrange Multiplier membandingkan CEM vs. REM apabila diperlukan (Effendi, 2023).

Signifikansi parsial diuji melalui statistik-t, dan efek tidak langsung diverifikasi menggunakan kalkulator Sobel.
Spesifikasi model persamaan struktural yang diestimasi adalah sebagai berikut:

$$Substruktur\ 1:\ ROA = \beta_0 + \beta_1 BOPO + \beta_2 DER + \varepsilon$$
$$Substruktur\ 2:\ PBV = \beta_0 + \beta_1 BOPO + \beta_2 DER + \beta_3 ROA + \varepsilon$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Pengujian

Karakteristik Data Penelitian

Basis data penelitian ini tersusun atas laporan keuangan tahunan yang telah diaudit dari 80 emiten sub sektor makanan dan minuman BEI, dikumpulkan selama lima tahun pengamatan (2021–2025). Struktur data yang terbentuk bersifat panel tidak seimbang (unbalanced panel) dengan 381 observasi, mencerminkan kenyataan bahwa tidak semua perusahaan memiliki kelengkapan data di setiap tahun kondisi yang lumrah dalam penelitian berbasis emiten pasar modal Indonesia. Format panel ini memberikan keunggulan analitis berupa kemampuan menangkap variasi dua dimensi sekaligus: perbedaan karakteristik antar perusahaan (cross-sectional variation) dan dinamika perubahan setiap perusahaan dari waktu ke waktu (time-series variation).

Statistik Deskriptif

Tabel 3. Profil Statistik Variabel Penelitian (381 Observasi, 2021–2025)

Variabel	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Dev.
BOPO	0,0091	1,7864	0,1981	0,1432
DER	0,0006	5,6127	0,7558	0,7293
ROA	-0,2614	0,4538	0,0750	0,0628
PBV	-35,1800	44,8600	1,9794	4,5812

Sumber: Output EViews 12, diolah Peneliti (2026)

Tabel 3 merangkum profil statistik keempat variabel penelitian dari 381 titik data. Rata-rata BOPO sebesar 0,1981 menunjukkan bahwa secara tipikal, hampir seperlima pendapatan operasional emiten F&B dalam sampel terserap untuk menanggung beban operasional angka yang jauh lebih efisien dibandingkan rata-rata sektor perbankan yang umumnya melampaui 70%. DER rata-rata 0,7558 mengindikasikan bahwa komposisi pendanaan perusahaan masih didominasi ekuitas, meski tidak sedikit yang melampaui angka 1 sehingga sudah lebih bergantung pada utang. ROA rata-rata 7,50% mencerminkan kemampuan menghasilkan laba yang memadai, meskipun nilai minimum −0,2614 dan maksimum 0,4538 menunjukkan rentang yang sangat lebar mengisyaratkan kesenjangan kinerja yang signifikan antar emiten. PBV rata-rata 1,9794 mengonfirmasi bahwa pasar secara agregat masih menghargai saham-saham F&B di atas nilai bukunya, meski standar deviasi yang besar (4,5812) mencerminkan heterogenitas penilaian yang tinggi antar perusahaan.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Prosedur pemilihan model estimasi terbaik dilaksanakan secara hierarkis melalui tiga tahap pengujian formal: Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier (LM). Masing-masing uji memiliki peran spesifik dalam menyaring model yang paling sesuai dengan struktur data panel penelitian ini.

Tabel 4. Ringkasan Hasil Pemilihan Model

Uji	Statistik	Substruktur 1 (→ROA)	Substruktur 2 (→PBV)
Chow (Cross-section F)	Prob.	8,523 (0,000) → FEM > CEM	8,168 (0,000) → FEM > CEM
Hausman (Chi-Square)	Prob.	0,047 (0,977) → REM > FEM	11,562 (0,009) → FEM > REM
LM Breusch-Pagan	Prob.	269,234 (0,000) → REM > CEM	— (tidak diperlukan)
Model Terpilih	—	**Random Effect Model (REM)**	**Fixed Effect Model (FEM)**

Sumber: Output EViews 12, diolah Peneliti (2026)

Mengacu pada Tabel 4, rangkaian pengujian untuk substruktur 1 menghasilkan keputusan bertahap yang konsisten. Uji Chow menyimpulkan FEM unggul atas CEM (Prob. 0,000), namun Uji Hausman setelahnya memperlihatkan bahwa perbedaan koefisien antara FEM dan REM tidak signifikan secara statistik (Prob. 0,977 > 0,05) indikasi bahwa efek individual perusahaan bersifat acak, bukan tetap. Uji LM Breusch-Pagan kemudian memverifikasi bahwa REM lebih tepat dari CEM (Prob. 0,000), sehingga REM ditetapkan sebagai model akhir substruktur 1. Untuk substruktur 2, rangkaian serupa menghasilkan Uji Chow (Prob. 0,000) dan Uji Hausman (Prob. 0,009) yang keduanya secara tegas mengarahkan pilihan pada FEM, menunjukkan bahwa heterogenitas antar perusahaan pada persamaan PBV bersifat tetap dan sistematis.

Hasil Regresi Substruktur 1: BOPO dan DER terhadap ROA (REM)

Tabel 5. Hasil Regresi Substruktur 1 (Random Effect Model)

Variabel	Koefisien (β)	Std. Error	Prob.
C (Konstanta)	0,0691	0,0066	0,0000***
BOPO (X1)	0,0593	0,0203	0,0037***
DER (X2)	-0,0084	0,0040	0,0387**
R-squared	0,0222	F-statistic	4,299 (0,014)

*Keterangan: *** signifikan pada α=1%; ** signifikan pada α=5%. Sumber: Output EViews 12, diolah Peneliti (2026)*

Tabel 5 menyajikan hasil estimasi REM untuk substruktur pertama. Persamaan yang diperoleh adalah: ROA = 0,0691 + 0,0593 BOPO − 0,0084 DER + ε. Dua temuan parsial menonjol dari estimasi ini. Pertama, koefisien BOPO sebesar +0,0593 dengan probabilitas 0,0037 menegaskan adanya pengaruh positif yang signifikan pada taraf kepercayaan 99% H1 terdukung. Kedua, koefisien DER sebesar −0,0084 dengan probabilitas 0,0387 mengonfirmasi pengaruh negatif yang signifikan pada taraf 95% H2 terdukung. Keandalan model secara keseluruhan dikonfirmasi oleh F-statistic 4,299 (Prob. 0,014), yang menolak hipotesis nol bahwa seluruh koefisien sama dengan nol.

Hasil Regresi Substruktur 2: BOPO, DER, dan ROA terhadap PBV (FEM)

Tabel 6. Hasil Regresi Substruktur 2 (Fixed Effect Model)

Variabel	Koefisien (β)	Std. Error	Prob.
C (Konstanta)	1,4356	0,1342	0,0000***
BOPO (X1)	0,0619	0,4829	0,8980
DER (X2)	0,0049	0,0922	0,9574
ROA (Z)	7,7289	1,2680	0,0000***
R-squared	0,7133	F-statistic	12,817 (0,000)

*Keterangan: *** signifikan pada α=1%; tidak signifikan pada α=5% (BOPO, DER). Sumber: Output EViews 12, diolah Peneliti (2026)*

Estimasi FEM pada substruktur 2 menghasilkan persamaan: PBV = 1,4356 + 0,0619 BOPO + 0,0049 DER + 7,7289 ROA + ε. Tiga temuan kunci dapat dipetik dari tabel ini. BOPO dengan koefisien 0,0619 dan probabilitas 0,8980 tidak memberikan kontribusi signifikan terhadap PBV H3 ditolak. DER dengan koefisien 0,0049 dan probabilitas 0,9574 pun tidak memberikan dampak berarti secara langsung H4 ditolak. Sebaliknya, ROA tampil dominan dengan koefisien 7,7289 dan probabilitas 0,0000, menegaskan bahwa setiap peningkatan satu satuan ROA mengangkat PBV sebesar 7,73 satuan H5 diterima. Kemampuan model FEM menjelaskan 71,33% variasi PBV (R-squared = 0,7133) mengonfirmasi bahwa spesifikasi model cukup kuat, terutama setelah efek tetap antar perusahaan diperhitungkan.

Hasil Uji Hipotesis Mediasi (Uji Sobel)

Tabel 7. Hasil Uji Sobel – Pengujian Mediasi ROA

Jalur Mediasi	Metode	Test Stat.	Std. Error	p-value
BOPO → ROA → PBV	Sobel	0,319	0,086	0,750
	Aroian	0,302	0,091	0,763
	Goodman	0,339	0,081	0,735
DER → ROA → PBV	Sobel	-0,317	0,012	0,751
	Aroian	-0,286	0,014	0,775
	Goodman	-0,360	0,011	0,718

Sumber: Kalkulasi Uji Sobel, diolah Peneliti (2026)

Tabel 7 merangkum tiga versi kalkulasi Uji Sobel untuk kedua jalur mediasi. Pada jalur BOPO → ROA → PBV, statistik Sobel 0,319 menghasilkan p-value 0,750 jauh di atas ambang signifikansi 0,05 sehingga hipotesis mediasi ditolak (H6 gugur). Pada jalur DER → ROA → PBV, statistik Sobel −0,317 dengan p-value 0,751 juga tidak melampaui ambang signifikansi, menggugurkan H7. Yang menarik, ketiga metode kalkulasi Sobel klasik, Aroian, dan Goodman menghasilkan keputusan yang identik pada kedua jalur. Konsistensi tiga metode ini memperkuat keyakinan bahwa ketidaksignifikanan mediasi bukan artefak dari pilihan formula tertentu, melainkan mencerminkan kondisi empiris yang genuine dalam data.

Pembahasan

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

Estimasi REM substruktur 1 menghasilkan koefisien BOPO sebesar +0,0593 yang signifikan pada taraf 1% (Prob. = 0,0037). Interpretasinya: kenaikan satu satuan BOPO dengan DER dikontrol diasosiasikan dengan peningkatan ROA sebesar 0,0593 satuan. Arah pengaruh positif ini merupakan temuan yang kontra-intuitif dibandingkan ekspektasi

konvensional, mengingat literatur berbasis sektor perbankan secara dominan melaporkan hubungan negatif (Setyaningsih et al., 2023; Sari & Fitri, 2022; Nurjanah et al., 2026). Paradoks ini menuntut elaborasi teoritis yang melampaui kerangka efisiensi biaya generik.

Empat faktor struktural secara bersama-sama membentuk penjelasan yang koheren. Faktor pertama adalah komposisi biaya yang berbeda secara fundamental. Dalam neraca perbankan, BOPO didominasi oleh biaya dana yakni bunga yang dibayarkan kepada nasabah deposan yang sifatnya quasi-fixed dan tidak berkorelasi langsung dengan volume bisnis baru. Konsekuensinya, kenaikan BOPO pada bank hampir selalu berarti kompresi margin yang langsung merugikan profitabilitas (Setyaningsih et al., 2023). Di sektor F&B, peta biaya operasional sangat berbeda: komponen dominannya adalah belanja pemasaran, distribusi, tenaga penjualan, riset produk baru, dan pengembangan jaringan ritel semua kategori pengeluaran yang memiliki potensi menghasilkan pendapatan masa depan (Kemenperin, 2023). Faktor kedua adalah konteks pemulihan ekonomi pasca-pandemi yang melatari periode 2021–2025. Lonjakan permintaan konsumsi yang terjadi seiring pencabutan pembatasan mobilitas mendorong manajemen perusahaan F&B untuk mengakselerasi pengeluaran operasional demi menangkap peluang pasar yang terbuka sebuah keputusan yang dalam jangka pendek meningkatkan BOPO namun dalam jangka menengah menghasilkan pertumbuhan penjualan dan laba bersih yang sepadan (Mardiansyah & Pradana, 2026).

Faktor ketiga berkaitan dengan mekanisme persepsi pasar yang dimediasi oleh Signaling Theory. Investor yang literat terhadap siklus industri F&B mampu mendekode kenaikan BOPO bukan sebagai tanda inefisiensi, melainkan sebagai sinyal investasi strategis selama kenaikan tersebut konsisten dibarengi oleh pertumbuhan penjualan yang proporsional atau lebih cepat (Julianti & Sutanti, 2026). Ini berbeda dari cara investor menafsirkan kenaikan BOPO perbankan yang strukturnya lebih rigid dan kurang berkorelasi dengan volume pertumbuhan bisnis. Faktor keempat, dari sudut pandang kalibrasi skala, rata-rata BOPO sampel penelitian ini (0,1981 atau 19,81%) masih berada sangat jauh di bawah zona inefisiensi akut berbeda dengan rata-rata BOPO perbankan yang umumnya melampaui 70–80%. Pada level 19,81%, kenaikan marginal BOPO masih berada dalam rentang investasi produktif, belum memasuki wilayah diminishing returns yang menggerus profitabilitas secara neto. Kasmir (2014) mengingatkan bahwa tekanan efisiensi yang terlalu agresif tanpa strategi pertumbuhan yang memadai justru berisiko mengorbankan momentum ekspansi bisnis yang sejatinya menjadi sumber profitabilitas jangka menengah.

Beberapa studi terdahulu mendukung pola ini dari sudut pandang yang saling melengkapi. Wilyaka (2025) dan Alief An Nas & Fitah Kusuma (2026) mengonfirmasi keterkaitan antara dimensi operasional dan profitabilitas pada perusahaan F&B. Apriyanto et al. (2026) yang meneliti sektor ekspedisi BEI 2021–2025 menemukan pola hubungan BOPO-ROA yang tidak selalu negatif, mengisyaratkan bahwa sektorsektor berbasis pertumbuhan berbagi karakteristik yang membedakan mereka dari lembaga keuangan dalam hal dinamika biaya-profitabilitas. Di sisi yang berseberangan, Julianti & Sutanti (2026) tidak mendapati signifikansi yang sama pada jalur operasional-profitabilitas; sementara Nurjanah et al. (2026) dan Setyaningsih et al. (2023) secara konsisten melaporkan BOPO berpengaruh negatif signifikan namun pada konteks transportasi-logistik dan perbankan yang memiliki arsitektur biaya sangat berbeda dari F&B. Diversitas temuan ini justru memperkuat tesis bahwa arah dan kekuatan pengaruh BOPO terhadap profitabilitas bukan konstanta universal, melainkan fungsi dari karakteristik industri, fase siklus bisnis, dan komposisi biaya yang spesifik pada setiap konteks riset.

Pengaruh DER (Struktur Modal) terhadap ROA (Kinerja Keuangan)

Koefisien DER yang diestimasi REM bernilai −0,0084 dengan probabilitas 0,0387, memverifikasi pengaruh negatif yang signifikan pada taraf 5%. Secara ekonometris, setiap kenaikan satu unit DER ceteris paribus terkait dengan penurunan ROA sebesar 0,0084 unit. Meski besaran koefisien tampak kecil secara absolut, dampak kumulatifnya pada perusahaan dengan leverage tinggi terutama di tengah siklus kenaikan suku bunga 2022–2024 dapat menjadi sangat material bagi bottom line profitabilitas.

Hal ini disebabkan oleh tekanan beban bunga yang meningkat signifikan akibat kenaikan BI-Rate dari 3,50% (2021) menjadi 6,00% (2023) selama periode penelitian (Bank Indonesia, 2024). Perusahaan-perusahaan F&B yang memiliki DER tinggi yang berarti ketergantungan besar pada pendanaan utang harus menanggung kenaikan beban bunga yang secara langsung menggerus laba bersih dan menurunkan ROA. Temuan ini konsisten dengan Trade-off Theory yang menyatakan bahwa melebihi titik optimal, tambahan utang justru merugikan karena biaya kesulitan keuangan (financial distress cost) melebihi manfaat pajak dari bunga (Komarudin et al., 2019). Brigham & Houston (dalam Kasmir, 2014) menegaskan bahwa penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan risiko finansial dan menekan profitabilitas.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Tarigan et al. (2023), yang menemukan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Di sisi lain, hasil penelitian ini berbeda dengan temuan Putri & Oktaryani (2025), yang menunjukkan bahwa struktur modal tidak selalu berdampak signifikan. Perbedaan tersebut dapat disebabkan oleh perbedaan periode pengamatan, di mana penelitian ini mencakup periode kenaikan suku bunga agresif (2022–2024) yang secara langsung memperbesar dampak DER terhadap beban bunga dan profitabilitas.

Pembahasan Mengenai Rendahnya R-squared Substruktur 1

Satu aspek yang memerlukan pembahasan tersendiri adalah nilai R-squared substruktur 1 yang hanya sebesar 0,0222 (2,22%). Angka ini berarti BOPO dan DER secara gabungan hanya mampu menerangkan 2,22% variasi ROA dalam sampel, sementara 97,78% sisanya bergantung pada faktor-faktor yang tidak dimasukkan dalam model. Penting untuk ditekankan bahwa rendahnya R-squared tidak otomatis menyatakan model tidak valid: F-statistic sebesar 4,299 dengan probabilitas 0,014 secara tegas menolak hipotesis nol bahwa semua koefisien simultan bernilai nol, dan kedua variabel tetap signifikan secara parsial (Greene, 2018). Dengan kata lain, model ini secara statistik sah namun parsimoninya juga mengisyaratkan bahwa profitabilitas perusahaan F&B dikontrol oleh banyak kekuatan lain yang tidak terwakili dalam dua prediktor saja.

Rendahnya R-squared dapat ditelusuri ke tiga akar penjelasan yang saling melengkapi. Pertama, dari sudut pandang konseptual, profitabilitas perusahaan F&B merupakan fungsi dari ekosistem variabel yang jauh lebih luas dari sekadar rasio biaya dan leverage. Pertumbuhan penjualan, efisiensi rantai pasokan, fluktuasi harga komoditas global, dinamika nilai tukar, siklus inovasi produk, serta loyalitas merek konsumen semuanya berperan dalam membentuk ROA namun tidak diinkorporasikan dalam spesifikasi parsimon substruktur 1 (Ekananda dalam Madany et al., 2022). Kedua, sifat data panel berukuran besar dengan 381 observasi dari 80 entitas yang sangat heterogen secara alami menyempitkan proporsi variasi yang dapat diklaim oleh dua prediktor saja; semakin beragam karakteristik unit analisis, semakin besar 'noise' yang tidak tertangkap oleh model sederhana (Baltagi, 2005).

Ketiga, presedens dari literatur sejenis menunjukkan bahwa R-squared rendah adalah kondisi yang lazim bukan anomaly dalam model keuangan berbasis rasio pada sektor riil. Apriyanto et al. (2026) yang menguji DER, BOPO, dan CR terhadap ROA pada sektor jasa ekspedisi BEI 2021–2025 hanya memperoleh Adjusted R^2 sebesar 18%; penelitian perbankan lainnya bahkan melaporkan R-squared di bawah 11% ketika variabel makro dimasukkan sebagai dependen. Temuan komparatif ini memperkuat argumen bahwa dalam riset keuangan empiris berbasis panel sektor riil, kemampuan penjelas dua hingga tiga rasio akuntansi terhadap profitabilitas secara inheren terbatas dan keterbatasan itu tidak mengurangi validitas inferensi parsial yang dihasilkan (Nachrowi & Usman, dalam Dosen Perbanas, t.t.).

Maka, penafsiran yang tepat atas R-squared substruktur 1 adalah sebagai berikut: BOPO dan DER adalah penjelas yang valid dan signifikan secara statistik, namun keduanya hanya menangkap sebagian kecil dari total kompleksitas yang membentuk profitabilitas perusahaan F&B. Celah penjelasan yang tersisa membuka agenda riset masa depan yang menarik khususnya integrasi variabel pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, indeks

harga komoditas, atau volatilitas nilai tukar sebagai kovariat tambahan guna meningkatkan daya terang model.

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

Substruktur 2 memperlihatkan bahwa koefisien langsung BOPO terhadap PBV bernilai 0,0619 dengan probabilitas 0,8980 nyaris tidak berbeda dari nol secara statistic sehingga H3 harus ditolak. Ada ironi metodologis yang menarik di sini: BOPO berhasil melewati ambang signifikansi sebagai prediktor ROA di substruktur 1, namun pengaruh tersebut tidak mentranslasi secara langsung ke penilaian pasar saham pada substruktur 2. Fenomena 'putus jalur' ini memerlukan interpretasi yang cermat.

Penjelasan mekanistis atas temuan ini berakar pada cara investor memproses informasi keuangan. Berbeda dari analis internal yang dapat menelusuri laporan biaya secara terperinci, investor pasar modal umumnya beroperasi berdasarkan sinyal yang tersedia secara publik dan mudah diolah dan dalam hierarki sinyal tersebut, angka laba bersih (yang menentukan ROA) jauh lebih menonjol dan mudah dibandingkan dibandingkan rasio biaya operasional (Natsir & Yusbardini, 2020). Dengan kata lain, BOPO merupakan sinyal 'hulu' yang baru relevan bagi investor setelah berkonversi menjadi profitabilitas di laporan laba rugi. Selain itu, nilai perusahaan juga dipengaruhi oleh ekspektasi pertumbuhan masa depan, sentimen makroekonomi, dan persepsi risiko sistemik faktor-faktor yang tidak terwakili oleh rasio biaya historis dan memperlemah keterkaitan langsung antara BOPO dan PBV.

Posisi temuan ini konsisten dengan Ambarwati & Riskawati (2021) yang juga mendapati faktor operasional tidak selalu menembus langsung ke nilai pasar perusahaan, serta selaras dengan Apriyanto et al. (2026) yang menemukan BOPO tidak signifikan terhadap kinerja keuangan secara langsung pada konteks sektor jasa. Namun berbeda dari kesimpulan Ratna Uli et al. (2020) yang menemukan pengaruh positif signifikan dari kondisi operasional terhadap nilai perusahaan perbedaan yang kemungkinan besar dipicu oleh variasi karakteristik sektor, komposisi sampel, dan periode pengamatan yang melatarbelakangi masing-masing studi. Dari perspektif manajerial, implikasi praktisnya jelas: agar perubahan BOPO dapat berdampak pada harga saham, manajemen perlu mengkomunikasikan secara eksplisit kepada investor bahwa kenaikan beban operasional merupakan investasi strategis bukan sekadar kebocoran biaya yang akan menghasilkan pertumbuhan pendapatan terukur di masa mendatang.

Pengaruh DER (Struktur Modal) terhadap PBV (Nilai Perusahaan)

Pola serupa terulang pada variabel DER: koefisien langsung terhadap PBV hanya 0,0049 dengan probabilitas 0,9574, yang secara statistik tidak berbeda dari nol H4 ditolak. Seperti halnya BOPO, DER yang mampu mengubah ROA secara signifikan di substruktur 1 ternyata tidak menerjemahkan pengaruhnya secara langsung ke harga saham ketika ROA sudah diikutsertakan dalam model. Fenomena ini mengundang pertanyaan: jika leverage memengaruhi profitabilitas, mengapa pasar tidak langsung menghukum atau memberi penghargaan pada level DER perusahaan?

Jawabannya terletak pada cara investor menelaah risiko utang. Alih-alih bereaksi langsung pada angka DER, investor tampaknya melihat 'keluaran' dari utang tersebut yakni apakah beban bunga yang timbul masih bisa ditanggung tanpa menggerus profitabilitas secara fatal. Selama ROA tetap positif dan mencukupi, DER yang tinggi sekalipun tidak serta-merta memicu diskon harga saham. Perspektif ini sejalan dengan Natsir & Yusbardini (2020) yang menyimpulkan bahwa pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan bersifat tidak langsung dan disalurkan melalui profitabilitas. Manan et al. (2024) juga menemukan pola serupa pada manufaktur BEI 2017–2022 profitabilitas tidak memediasi DER ke nilai perusahaan, namun DER sendiri terbukti menggerus profitabilitas sebuah konstelasi yang persis mencerminkan temuan penelitian ini. Di era pasca-pandemi, investor F&B tampaknya lebih terkonsentrasi pada prospek pertumbuhan organik dan penguasaan pangsa pasar daripada terpaku pada rasio leverage (Mardiansyah & Pradana, 2026).

Alief An Nas & Fitah Kusuma (2026) dan Putri & Oktaryani (2025) sama-sama melaporkan bahwa DER tidak memberikan dampak langsung yang signifikan terhadap nilai

perusahaan hasil yang sejalan dengan penelitian ini. Sisi kontrastif datang dari Tarigan et al. (2023) dan Hermawan et al. (2026) yang menemukan pengaruh langsung dan signifikan DER terhadap PBV pada F&B BEI. Divergensi ini sangat mungkin dipengaruhi oleh perbedaan periode pengamatan penelitian yang tidak mencakup masa kenaikan BI-Rate agresif 2022–2024 mungkin merekam respons pasar yang berbeda terhadap leverage serta perbedaan spesifikasi model, terutama ada-tidaknya ROA sebagai kovariat yang menyerap sebagian pengaruh DER. Ketika ROA hadir dalam model FEM substruktur 2, pengaruh langsung DER menjadi tidak berarti secara statistik, mengisyaratkan bahwa jalur DER ke PBV bekerja lewat saluran profitabilitas meski Uji Sobel secara formal tidak berhasil membuktikannya signifikan (lihat bagian 3.2.6).

Pengaruh ROA (Kinerja Keuangan) terhadap PBV (Nilai Perusahaan)

Dari ketiga variabel penjelas dalam FEM substruktur 2, ROA tampil sebagai satu-satunya yang melewati ambang signifikansi dengan margin sangat meyakinkan: koefisien 7,7289 dengan probabilitas 0,0000. Besaran koefisien ini hampir 130 kali lebih besar dari koefisien BOPO dan 1.579 kali lebih besar dari DER secara gamblang menempatkan ROA sebagai driver dominan pembentukan nilai perusahaan dalam model ini, dan H5 diterima tanpa reservasi. Dalam bahasa ekonometris: kenaikan satu unit ROA dengan BOPO dan DER dikontrol dalam model FEM diasosiasikan dengan kenaikan PBV sebesar 7,73 unit.

Kuatnya pengaruh ROA terhadap PBV dapat dimengerti dari posisi ROA dalam hierarki sinyal keuangan. ROA bukan sekadar satu rasio di antara banyak ia merupakan 'ringkasan eksekutif' dari kemampuan perusahaan mengkonversi seluruh sumber daya (aset) menjadi laba bersih. Dalam bingkai Signaling Theory, ROA yang tinggi menyampaikan pesan yang kaya kepada pasar: bahwa aset dikelola secara produktif, bahwa beban bunga (DER) masih terkontrol, dan bahwa model bisnis perusahaan cukup kuat untuk bertahan dalam lingkungan biaya yang berubah (Julianti & Sutanti, 2026). Dengan kata lain, ROA adalah agregat sinyal dari BOPO, DER, dan berbagai keputusan manajerial lainnya menjadikannya prediktor paling komprehensif atas nilai pasar perusahaan (Kasmir, 2014). Dalam konteks 2021–2025 di mana investor semakin selektif akibat volatilitas suku bunga dan inflasi, kemampuan menghasilkan ROA yang konsisten menjadi filter utama dalam keputusan alokasi portofolio.

Konsensus empiris dari literatur terbaru sangat mendukung posisi ini. Wilyaka (2025), Khuljanah & Syahyuni (2024), Haryadi et al. (2025), Nur Hidayat et al. (2026), dan Hermawan et al. (2026) secara terpisah namun konsisten menemukan bahwa profitabilitas merupakan penentu dominan nilai perusahaan F&B hasil yang bersesuaian dengan temuan penelitian ini. Fadhilah & Nugroho (2025) bahkan melangkah lebih jauh dengan membuktikan ROA mampu memediasi pengaruh keputusan investasi terhadap PBV, memperkuat posisi ROA sebagai 'hub' transmisi sinyal keuangan ke pasar modal. Satu-satunya disonansi datang dari Julianti & Sutanti (2026) yang tidak menemukan pengaruh signifikan namun studi tersebut menggunakan ROE, bukan ROA, sebagai proksi profitabilitas, sehingga perbedaan tersebut kemungkinan mencerminkan sensitivitas berbeda dari masing-masing rasio terhadap karakteristik sampel yang diteliti.

Pengaruh BOPO dan DER terhadap PBV melalui ROA (Mediasi)

Pengujian Sobel menghasilkan keputusan yang seragam di seluruh metode dan jalur: ROA gagal terbukti sebagai mediator signifikan antara BOPO dan PBV ($p = 0,750$) maupun antara DER dan PBV ($p = 0,751$) H6 dan H7 keduanya ditolak. Keseragaman ini lintas tiga kalkulasi berbeda (Sobel, Aroian, Goodman) pada dua jalur yang berbeda memberikan konfirmasi yang kuat bahwa kegagalan mediasi ini bukan hasil dari kebetulan statistik atau sensitivitas formula tertentu.

Secara mekanis, besaran efek tidak langsung dalam Uji Sobel ditentukan oleh perkalian dua jalur: (a) koefisien BOPO/DER → ROA, dan (b) koefisien ROA → PBV. Meskipun jalur (b) sangat besar (7,7289), jalur (a) sangat kecil (0,0593 untuk BOPO; −0,0084 untuk DER). Perkalian angka kecil dengan angka besar tetap menghasilkan produk yang kecil secara absolut, dan produk kecil itu tidak mampu melampaui batas kesalahan standar yang relevan itulah mengapa statistik Sobel tidak signifikan. Dengan kata lain, bukan karena ROA

tidak berpengaruh ke PBV, melainkan karena BOPO dan DER hanya memindahkan 'jarum' ROA dalam jumlah yang terlalu kecil untuk menghasilkan guncangan yang terdeteksi di PBV melalui jalur mediasi. Di luar itu, PBV juga ditentukan oleh arus informasi yang jauh lebih luas sentimen pasar, kebijakan dividen perusahaan, inovasi produk yang dipersepsikan, serta ekspektasi makroekonomi jangka panjang (Mardiansyah & Pradana, 2026) yang tidak dapat dikuantifikasi melalui rasio biaya dan leverage semata.

Pola kegagalan mediasi profitabilitas ini bukanlah preseden yang terisolasi. Manan et al. (2024) secara eksplisit menyimpulkan hal yang analog pada perusahaan manufaktur BEI 2017–2022: profitabilitas tidak berhasil memediasi DER ke nilai perusahaan, meski DER sendiri signifikan terhadap profitabilitas. Sementara itu, dalam ekosistem perbankan, variabel intervening seperti NIM memang berhasil memediasi BOPO→ROA namun kesimpulan itu tidak dapat dipindah-salin ke sektor F&B yang mekanisme transmisi sinyal pasar modalnya sangat berbeda. Pratama & Widayati (2025) juga mengonfirmasi bahwa mediasi profitabilitas bukanlah mekanisme universal yang berlaku di semua jalur kausal keuangan. Di sisi lain, Ratna Uli et al. (2020) dan Fadhilah & Nugroho (2025) menemukan mediasi yang berhasil namun prediktor yang dimediasi dalam studi mereka adalah likuiditas dan keputusan investasi, bukan BOPO atau DER. Perbedaan variabel prediktor inilah yang paling mungkin menjelaskan divergensi hasil, karena koefisien jalur-a dari prediktor berbeda akan menghasilkan efek tidak langsung yang berbeda pula secara kuantitatif.

Implikasi manajerial yang dapat ditarik cukup khas: strategi peningkatan nilai pasar perusahaan F&B harus berorientasi langsung pada penguatan ROA melalui optimalisasi produktivitas aset, efisiensi modal kerja, dan peningkatan margin laba bukan semata-mata berharap bahwa perbaikan BOPO atau DER akan secara otomatis mendorong PBV melalui jalur tidak langsung. Efisiensi biaya dan pengelolaan leverage tetap penting sebagai kondisi pendukung profitabilitas jangka panjang, namun nilai intrinsik dari upaya-upaya tersebut baru akan terkomunikasikan kepada pasar secara efektif setelah terkonversi menjadi angka ROA yang dilaporkan secara konsisten dan dapat dibandingkan dengan benchmark industri.

KESIMPULAN

Studi ini membangun bukti empiris dari 80 emiten F&B BEI selama 2021–2025 mengenai mekanisme di mana efisiensi biaya (BOPO) dan struktur pendanaan (DER) membentuk nilai perusahaan (PBV) melalui kinerja profitabilitas (ROA). Lima simpulan pokok dapat ditarik dari temuan penelitian ini.

Pertama, BOPO berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA sebuah temuan yang kontra-intuitif jika dibandingkan dengan paradigma sektor perbankan, namun dapat dipahami dalam konteks perusahaan F&B yang sedang dalam fase ekspansi aktif di mana investasi operasional mendahului pertumbuhan pendapatan. Kedua, DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA, mengkonfirmasi bahwa lonjakan beban bunga akibat kenaikan BI-Rate 2022–2024 secara nyata menggerus laba bersih perusahaan-perusahaan dengan leverage tinggi. Ketiga, BOPO dan DER tidak memberikan pengaruh langsung yang berarti terhadap PBV, mengungkap bahwa investor pasar modal tidak bereaksi secara langsung terhadap perubahan rasio biaya atau leverage melainkan menunggu sinyal tersebut terkonversi menjadi angka profitabilitas. Keempat, ROA terbukti sebagai penentu dominan PBV dengan koefisien 7,7289 (Prob. 0,0000), menegaskan posisi sentral profitabilitas aset sebagai sinyal investasi utama dalam penilaian saham F&B. Kelima, Uji Sobel mengonfirmasi bahwa efek tidak langsung BOPO dan DER terhadap PBV melalui ROA tidak signifikan secara statistic bukan karena ROA tidak berpengaruh ke PBV, melainkan karena dampak BOPO dan DER terhadap ROA terlalu kecil untuk menghasilkan gelombang yang terdeteksi di PBV melalui jalur mediasi.

Dari perspektif manajerial, temuan ini menegaskan bahwa upaya peningkatan nilai perusahaan F&B paling efektif dilakukan melalui penguatan ROA secara langsung bukan melalui rekayasa rasio biaya atau leverage semata. Penelitian ini menghadapi sejumlah

keterbatasan, di antaranya cakupan sampel yang terbatas pada satu sub sektor sehingga generalisasi lintas industri perlu dilakukan dengan hati-hati. Agenda riset ke depan disarankan mengintegrasikan variabel kontrol makroekonomi (BI-Rate, nilai tukar, inflasi), memperluas sampel ke sektor manufaktur lain, serta mengeksplorasi model mediasi yang lebih kompleks misalnya melalui pendekatan Structural Equation Modeling guna memperoleh pemetaan jalur pengaruh yang lebih komprehensif.

REFERENSI

Adityaputra, S. A., & Perdana, D. (2024). Pengaruh Struktur Modal Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Mediasi. Jesya (Jurnal Ekonomi Dan Ekonomi Syariah), 7(1), 472–488. Https://Doi.Org/10.36778/Jesya.V7i1.1404

Alfatih, A. (2021). Penggunaan Penelitian Eksplanatif. In Cara Mudah Kerjakan Penelitian Metode Kuantitatif Eksplanatif (Confirmatory) 2 Variable: X Dan Y (1st Ed., P. 2). UPT. Penerbit Dan Percetakan Universitas Sriwijaya. Https://Repository.Unsri.Ac.Id/101568/

Apriyanto, R., Nuraini, S., & Wibowo, T. (2026). Pengaruh Debt To Equity Ratio, BOPO, Dan Current Ratio Terhadap Return On Assets (Studi: Pada Sektor Jasa Ekspedisi Yang Terdaftar Di BEI Periode 2021-2025). Ebisma (Economics, Business, Management, & Accounting Journal), 5(1), 1–14. Https://Journal.Ebisma.Net/Index.Php/Ojs/Article/View/140

Baltagi, B. H. (2005). Econometric Analysis Of Panel Data (3rd Ed.). John Wiley & Sons.

Alief An Nas, M., & Fitah Kusuma, P. (2026). Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Food And Beverage Periode 2021-2023. JEBS (Jurnal Ekonomi, Bisnis, Dan Sosial), 3(4), 43–51. Https://Jurnal.Uwp.Ac.Id/FEB/Index.Php/Jebs/Article/View/714/448

Ambarwati, J., & Riskawati, V. M. (2021). Pengaruh Likuiditas Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. Jenny Ambarwati, Mineva Riskawati Vitaningrum, 127–130.

Bank Indonesia. (2024). BI-Rate: Perkembangan Suku Bunga Kebijakan. Bank Indonesia, Jakarta. Https://Www.Bi.Go.Id

Effendi, B. (2023). Urgensi Nilai Perusahaan: Antara Relevansi Earning Per Share, Struktur Modal Dan Kebijakan Dividen. Owner: Riset Dan Jurnal Akuntansi, 7(1), 123–130. Https://Doi.Org/10.33395/Owner.V7i1.1372

Fadhilah, N., & Nugroho, A. (2025). Peran Profitabilitas Memediasi Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Food And Beverage Di BEI 2018-2023. Jurnal Bisnis Mahasiswa, 5(2), 88–101. Https://Jurnalbisnismahasiswa.Com/Index.Php/Jurnal/Article/View/707

Fiansyah, R. (2025). Teguk (TGUK) Rugi Rp82 Miliar Di 2024, Penjualan Minuman Anjlok 97 Persen. Https://Www.Rctiplus.Com/News/Detail/Ekonomi/4778927/

Giawa, F. A., Azhar, I. A. S., & Yahya, I. (2024). The Effect Of Capital Structure, Profitability, Liquidity, And Solvency On Firm Value With Managerial Ownership As A Moderating Variable In Food And Beverage Sub-Sector Companies Listed On IDX 2020-2023. International Journal Of Current Science Research And Review, 7(12), 9010–9020. Https://Doi.Org/10.47191/IJCSRR/V7-I12-40

Greene, W. H. (2018). Econometric Analysis (8th Ed.). Pearson.

Haryadi, S., Al Hamiid, G., & Marzadi, H. (2025). Pengaruh Likuiditas Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Food And Beverage Yang Terdaftar Di BEI Periode 2021-2023. JAKA (Jurnal Akuntansi, Keuangan, Dan Auditing), 6(1), 41–50. Https://Doi.Org/10.56696/Jaka.V6i1.11831

Hermawan, B., Pratama, F. P., Ramadhan, R., Rahmadani, S., & Ukhrowiyah. (2026). Likuiditas, Struktur Modal Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Sub Sektor Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2021-

2024. RIGGS: Journal Of Artificial Intelligence And Digital Business, 6(1), 1–18. Https://Journal.Ilmudata.Co.Id/Index.Php/RIGGS/Article/View/6560

Herdajanti, A. F. (2022). Pengaruh EPS, DER, Dan ROA Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Harga Saham Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Healthcare Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Jurnal Ekonomi Dan Bisnis, 1(1), 43–57.

Hery. (2023). Analisis Laporan Keuangan (Edisi Empat). PT. Raja Grafindo.

Hutagaol, S. (2024). Minuman Diprediksi Tergerus Di Kuartal II-2024, Ini Penjelasan Gapmmi. Https://Investortrust.Id/Business/31361/

Julianti, K. D., & Sutanti. (2026). Pengaruh ROE, Ukuran Perusahaan, Dan EPS Terhadap Nilai Perusahaan Pada Subsektor Makanan Dan Minuman. Journal Of Trends Economics And Accounting Research, 6(3), 340–349. Https://Doi.Org/10.47065/Jtear.V6i3.2517

Kasmir. (2014). Analisis Laporan Keuangan. PT. Raja Grafindo.

Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. (2023). Industri Makanan Dan Minuman Tetap Jadi Andalan. Https://Kemenperin.Go.Id

Khuljanah, M., & Syahyuni, D. (2024). Pengaruh Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan (Pada Perusahaan Subsektor Food And Beverage Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2020-2023). Jurnal Performa: Jurnal Manajemen Dan Start-Up Bisnis, 9(2), 26–39. Https://Doi.Org/10.51903/Kompak.V18i2.3280

Komarudin, Mamay, & Tabroni. (2019). Manajemen Keuangan Struktur Modal. TRCI.

Kusumaningrum, D. A., Hidayati, A. N., & Habib, M. A. F. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Modal, Pertumbuhan Penjualan, EPS Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. YUME: Journal Of Management, 5(2), 175–190. Https://Doi.Org/10.37531/Yum.V5i2.1528

Madany, N., Et Al. (2022). Regresi Data Panel Dan Aplikasinya Dalam Kinerja Keuangan Terhadap Pertumbuhan Laba Perusahaan IDX LQ45 Di Bursa Efek Indonesia (BEI). VARIANSI: Journal Of Statistics And Its Application On Teaching And Research, 4(2), 79–94.

Manan, M. A., Nurbaiti, & Nursari, A. (2024). Pengaruh Leverage, Ukuran Perusahaan Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2022. Jurnal Ekonomi Bisnis, Manajemen Dan Akuntansi (Jebma), 4(3), 1–15. Https://Jurnal.Itscience.Org/Index.Php/Jebma/Article/View/4426

Mardiansyah, D., & Pradana, Z. (2026). Daya Tahan Industri Kian Terbatas. Https://Insight.Kontan.Co.Id/News/Daya-Tahan-Industri-Kian-Terbatas

Mu'az, K., & Sutanti. (2026). Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Sub Sektor Makanan Dan Minuman Di Bursa Efek Indonesia. Journal Of Trends Economics And Accounting Research, 6(3), 393–405. Https://Doi.Org/10.47065/Jtear.V6i3.2554

Nachrowi, N. D., & Usman, H. (2006). Pendekatan Populer Dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi Dan Keuangan. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Nadya, K. (2025, April 14). 83 Perusahaan Food And Beverage Yang Terdaftar Di BEI Subsektor Makanan Dan Minuman. IDX Channel. Https://Www.Idxchannel.Com/Market-News/83-Perusahaan-Food-And-Beverage-Yang-Terdaftar-Di-Bei-Subsektor-Makanan-Dan-Minuman/All

Natsir, K., & Yusbardini, Y. (2020). The Effect Of Capital Structure And Firm Size On Firm Value Through Profitability As Intervening Variable. 8th International Conference On Entrepreneurship And Business Management, 145, 218–224.

Nur Hidayat, I., Alam, R., & Amir. (2026). Pengaruh Likuiditas Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan: Studi Pada Industri Makanan & Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2020–2024. Center Of Economic Student Journal, 9(2), 291–295. Https://Doi.Org/10.56750/1kfw7a87

Nurjanah, R. I., Nisa, A. U., Fajrya, A. N., Sapitri, M., Hanifah, H., Safitri, D. Z., & Sumarno, S. (2026). Pengaruh Efisiensi Biaya Operasional Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Pada Sektor Transportasi Dan Logistik Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2021–2025. Journal Of Innovative And Creativity, 6(2), 32670–32679. Https://Doi.Org/10.31004/Joecy.V6i2.11589

Pratama, D. P., & Widayati, Y. T. (2025). Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Barang Konsumsi Non-Cyclicals Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2021-2023). Journal Of Economic, Business And Accounting, 8(6), 4860–4869.

Puspitasari, N. S., & Indriastuti, D. R. (2024). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Food And Beverages Yang Terdaftar Di BEI (Tahun 2019-2023). Jurnal Riset Manajemen, 2(3), 334–363. Https://Doi.Org/10.54066/Jurma.V2i3.2280

Putri, N. W. P., & Oktaryani, G. A. S. (2025). Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Sektor Food And Beverage Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2021-2023. Daya Saing (Jurnal Ilmu Manajemen), 321–329. Https://Doi.Org/10.35446/Dayasaing.V11i2.2093

Ratna Uli, Wawan Ichwanudin, & Emma Suryani. (2020). Pengaruh Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal Dan Profitabilitas. Tirtayasa EKONOMIKA, 15(2), 321–332.

Rohmawati, & Purwani, T. (2026). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Modal, Dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan. COSTING: Journal Of Economic, Business And Accounting, 9(1), 3063–3074.

Sari, L., & Fitri, H. Y. (2022). Pengaruh Loan To Deposit Ratio (LDR) Dan Biaya Operasional Dan Pendapatan Operasional (BOPO) Terhadap Return On Assets (ROA) Pada Bank BUMN Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Jurnal Inovasi Penelitian, 3(5), 6389–6400.

Setyaningsih, A., Maftukhin, M., & Ernitawati, Y. (2023). Pengaruh Biaya Operasional Pendapatan Operasional (BOPO), Loan To Deposit Ratio (LDR), Dan Net Interest Margin (NIM) Terhadap Return On Asset (ROA) Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Jurnal Bina Akuntansi, 10(2), 696–715. Https://Doi.Org/10.52859/Jba.V10i2.467

Sugiyono. (2023). Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, Dan R&D (2nd Ed., P. 16). ALFABETA.

Tarigan, F. A. B., Wahyudi, I., & Ramdani, M. (2023). Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Food & Beverage BEI Tahun 2019-2022. JIIP - Jurnal Ilmiah Ilmu Pendidikan, 6(11), 9538–9546. Https://Doi.Org/10.54371/Jiip.V6i11.2824

Wilyaka, P. (2025). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Modal, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Subsektor Food And Beverage Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020-2023. GLOBAL ACCOUNTING: Jurnal Akuntansi, 4(1), 1–8. Https://Doi.Org/10.58192/Ebismen.V3i3.2530