

## BAB IV

### HASIL DAN ANALISIS PENELITIAN

#### 4.1 Deskripsi Data Penelitian

Sampel yang digunakan dalam penelitian berdasar *purposive sampling* adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sub sektor perdagangan eceran dan yang menerbitkan Laporan Keuangan hasil Audit tahun 2019-2021 sebanyak 23 perusahaan. Jumlah observasi penelitian adalah sebanyak 68 data perusahaan yang memenuhi kriteria dapat dijadikan data observasi dengan 3 tahun penelitian tahun 2019 sampai dengan 2021. Hasil pemilihan sampel dapat dilihat pada Tabel 4.1.

Tabel 4. 1 *Kriteria Sampel*

No	Keterangan	Jumlah
1.	Jumlah perusahaan sub sektor perdagangan eceran yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	28
2.	Perusahaan sub sektor perdagangan eceran yang tidak terdaftar secara konsisten selama tahun 2019 – 2021	(5)
3.	Perusahaan yang tidak melaporkan laporan keuangan tahunan secara berturut-turut selama tahun 2019 – 2021	1
Total Perusahaan yang dijadikan sampel		23
Tahun amatan		3
Jumlah sampel		69
Data <i>oulier</i>		(1)
Jumlah sampel yang digunakan		68

*Sumber: data diolah dari BPS dan www.idx.co.id*

Berdasarkan Tabel 4.1, dapat diketahui bahwa total perusahaan sub sektor perdagangan eceran yang terdaftar di BEI periode 2021 ialah sebanyak 28 (dua puluh delapan) perusahaan. Dari jumlah tersebut, kemudian dilakukan proses sampling dengan 2 (dua) kriteria pengurang, sehingga diperoleh jumlah populasi yang digunakan sebagai objek penelitian ialah sebanyak 23 (empat puluh lima) perusahaan. Kemudian, dengan periode penelitian ialah 3 tahun yaitu 2019 hingga 2021. Pada sampel data yang digunakan oleh peneliti terdapat 1 data yang bersifat *oulier*, di mana data *oulier* sendiri ialah data yang sifatnya berbeda dibanding data lainnya yang dapat menunjukkan perbedaan signifikan (Ghozali, 2021).

Metode *outlier* data yang digunakan ialah metode *standardized* dengan *absolute standardized* melalui *software* Microsoft Excel, dengan dasar pengambilan keputusan ialah jika nilai *absolute standardized* melebihi angka 3 maka data tersebut digolongkan ke dalam data *outlier* (Shiffler, 1988) dan (Tabachnick & Fidell, 2007). Selain itu, data *outlier* ini memiliki batas maksimum sebesar 50% dari total keseluruhan data atau sampel pada suatu penelitian (Rousseeuw et al., 1988) dalam (Hubert & Driessen, 2004). Dengan demikian, berdasarkan hasil sampling melalui metode *purposive sampling* diketahui jumlah sampel yaitu 69 (enam puluh sembilan) data dengan *outlier* sejumlah 1 (satu) data atau 0,69% dari total keseluruhan. Maka jumlah data yang akan digunakan pada penelitian ini ialah sebanyak 68 (enam puluh delapan) sampel.

#### 4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 4. 2Tabel Uji Statistika Deskriptif

Sample: 2019 2021

	EVA	PDB	AKO
Mean	4.51E+09	2.276324	0.521980
Median	-4665.000	3.690000	0.145578
Maximum	1.86E+11	5.020000	23.92385
Minimum	-1.04E+11	-2.070000	-8.024262
Std. Dev.	3.25E+10	3.077834	3.139747
Skewness	3.361078	-0.653035	5.957754
Kurtosis	22.28464	1.560738	47.63451
Jarque-Bera	1181.740	10.70233	6046.952
Probability	0.000000	0.004743	0.000000
Sum	3.06E+11	154.7900	35.49467
Sum Sq. Dev.	7.06E+22	634.6952	660.4868
Observations	68	68	68

Sumber: Data Olah (2022)

Keterangan: Tabel ini mempresentasikan statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian. Tujuan Tabel ini adalah untuk memberikan gambaran

mengenai kondisi tendensi sentral dan dispresi data yang digunakan dalam mengestimasi model penelitian. Variabel dependen adalah EVA. Variabel independen adalah PDB dan AKO.

Pada Tabel 4.2 di atas menunjukkan informasi terkait data penelitian pada setiap variabel Kinerja Keuangan (EVA), Resesi Ekonomi (penurunan Produk Domestik Bruto (PDB)), dan Arus Kas Operasi (AKO). Hasil dari analisis deskriptif di atas dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Pada variabel kinerja keuangan (EVA), diketahui bahwa variabel ini memiliki nilai terendah (*minimum*) -1,04, nilai tertinggi (*maximum*) 1,86, nilai rata-rata (*mean*) 4,51, serta nilai standar deviasi yaitu 3,25. Nilai terendah dari kinerja keuangan (EVA) menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki kinerja keuangan yang kurang baik.

Nilai terendah dari *Economic Value Added* menunjukkan bahwa perusahaan tersebut tidak mampu atau belum berhasil dalam menciptakan nilai tambah bagi pemodal (investor dan kreditor) dan bahkan mengurangi nilai aset perusahaan sebesar nilai EVA negatif tersebut, di mana nilai terendah variabel ini ada pada PT Kioson Komersial Indonesia Tbk (KIOS) di tahun 2019.

Hasil penelitian dengan nilai terendah adalah perusahaan KIOS memperoleh nilai EVA yang negatif pada 2019, yang berarti perusahaan tidak berhasil menciptakan nilai tambah bagi para pemodal. Nilai EVA mendapatkan hasil negatif sebesar minus atau rugi Rp. 104.022 triliun, pada tahun 2019 dengan nilai NOPAT sebesar Rp.20.986 miliar; *Invested Capitals* sebesar Rp. 108.278 miliar; dan WACC sebesar 960,692%. Hasil pengurangan antara laba bersih setelah pajak (NOPAT) dengan *capital charge* perusahaan adalah negatif.

Jika perhitungan EVA dilihat dengan metode *year on year* pada PT Kioson Komersial Indonesia Tbk (KIOS), di tahun 2019 menghasilkan EVA sebesar minus atau rugi Rp. 104.022 triliun, sedangkan di tahun 2020 Rp.201.987 miliar, dan tahun 2021 minus sebesar Rp.8.250 triliun. EVA mengalami peningkatan dari tahun 2019 ke 2020, dengan persentase peningkatan sebesar 99,80%. Sedangkan dari tahun 2020 ke 2021, mengalami penurunan, dengan persentase sebesar minus 3984,82%.

Konsep *Economic Value Added* (EVA) dapat digunakan sebagai pelengkap dari analisis rasio keuangan karena dapat mengukur kinerja secara tepat. EVA sangat bermanfaat untuk digunakan sebagai penilaian kinerja perusahaan dimana fokus penilaian yang digunakan adalah pada penciptaan nilai (*value*) bagi perusahaan (Utama, 1997). EVA diperoleh dengan mengurangi NOPAT dengan *capital charge*. *Capital charge* diperoleh dari hasil perkalian antara *Invested Capitals* dengan WACC. Nilai EVA negatif ini menyebabkan perusahaan secara otomatis tidak mampu menutupi seluruh biaya modal perusahaan selama 1 (satu) tahun. Perusahaan dapat dikatakan tidak berhasil dalam menciptakan nilai tambah bagi pemodal (investor dan kreditur) pada periode 2019. Hal tersebut disebabkan oleh kinerja keuangan yang tidak stabil dan dikhawatirkan dapat mempengaruhi keberlangsungan usaha perusahaan untuk bersaing di industri perdagangan eceran dan kepercayaan para pemodal terhadap perusahaan.

Maka dalam penggunaan metode EVA sebagai penilaian kinerja keuangan, PT Kioson Komersial Indonesia Tbk harus melakukan evaluasi atas tingkat profitabilitas serta tingkat biaya modal perusahaan. Nilai tertinggi dari *Economic Value Added* sebesar 1.86 menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah bagi para pemodal dengan selisih yang paling tinggi dibanding perusahaan lainnya, di mana nilai tertinggi variabel ini ada pada PT. Globe Kita Terang Tbk (GLOB) di tahun 2019.

Nilai EVA mendapatkan hasil positif sebesar Rp. 185.624 kuadriliun, pada tahun 2019 dengan nilai NOPAT sebesar Rp.8.408 miliar; *Invested Capitals* minus sebesar Rp. 292.531 miliar; dan WACC sebesar 634,546%. Nilai EVA positif ini tercipta karena laba bersih setelah pajak (NOPAT) yang dihasilkan oleh perusahaan bernilai positif (perusahaan mengalami laba) dan otomatis mampu menutupi seluruh biaya modal perusahaan selama 1 (satu) tahun. Nilai rata-rata dari *Economic Value Added* ialah 4,51, yang menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah bagi para pemodal.

Jika perhitungan EVA dilihat dengan metode *year on year* pada PT Globe Kita Terang Tbk (GLOB), di tahun 2019 menghasilkan EVA sebesar Rp. 185.624 triliun, sedangkan di tahun 2020 Rp.20.874 triliun, dan tahun 2021

minus sebesar Rp.39.936 triliun. EVA mengalami penurunan dari tahun 2019 ke 2020, dengan persentase penurunan sebesar minus 88,75%. Sedangkan dari tahun 2020 ke 2021, mengalami peningkatan, dengan persentase sebesar 91,32%.

Dikatakan berhasil karena nilai EVA yang dihasilkan lebih dari 0, dimana nilai EVA yang positif ini yang dihasilkan oleh perusahaan bernilai positif (perusahaan mengalami laba) dan otomatis mampu menutupi seluruh biaya modal perusahaan selama 1 (satu) tahun. Nilai standar deviasi pada variabel ini diketahui lebih rendah dibanding nilai rata-rata, sehingga hal ini merupakan hasil yang baik karena artinya distribusi variabel data lebih minim beresiko menimbulkan bias.

2. Pada variabel resesi ekonomi (penurunan Produk Domestik Bruto (PDB)) (X1), diketahui bahwa variabel ini memiliki nilai terendah (*minimum*) -2,07% yang terdapat pada tahun 2020, nilai tertinggi (*maximum*) 5.02% yang terdapat pada tahun 2019, dan nilai rata-rata (*mean*) 2.27. Nilai terendah tersebut didapatkan ketikan pandemi Covid-19 sedang meningkat, sehingga Indonesia sedang mengalami masa krisis ekonomi. Sedangkan standar deviasi sebesar 3,07 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel Produk Domestik Bruto (PDB) sebesar 3,07 dari 68 data yang ada. Produk domestik bruto merupakan gambaran mengukur kesehatan perekonomian sebuah negara, dan selalu diukur tingkat pertumbuhannya secara *year on year*. PDB menjadi salah satu data ekonomi penting bagi pelaku usaha, investor, masyarakat pekerja dan juga stakeholder dalam mengambil keputusan populis.
3. Pada variabel Arus Kas Operasi (AKO) (X2), diketahui bahwa variabel ini memiliki nilai terendah (*minimum*) -8,02%, nilai tertinggi (*maximum*) 23,92%, dan nilai rata-rata (*mean*) 0,52. Nilai terendah dari arus kas menunjukkan bahwa perusahaan tersebut tidak mampu atau belum berhasil dalam mengelola kas dan bahkan mengurangi pendapatan perusahaan, di mana nilai terendah variabel ini ada pada PT Optima Prima Metal Sinergi Tbk (OPMS) di tahun 2021. Hal ini dikarenakan jumlah arus kas perusahaan negatif pada tahun 2021 yang berarti pendapatan perusahaan lebih rendah dibandingkan pengeluarannya.

Nilai tertinggi dari arus kas menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu atau berhasil dalam mengelola kas dan bahkan menambahkan pendapatan perusahaan, di mana nilai tertinggi variabel ini ada pada PT Optima Prima Metal Sinergi Tbk (OPMS) di tahun 2019. Peningkatan keuntungan ataupun arus kas yang meningkat juga sebagai sinyal kepada investor bahwa perusahaan sedang mengalami keadaan yang positif atau bagus saat ini dan mampu lebih baik lagi pengelolaan kedepannya, sesuai dengan teori sinyanya.

Jika perhitungan AKO dilihat dengan metode *year on year* pada PT Optima Prima Metal Sinergi Tbk (OPMS), di tahun 2019 menghasilkan AKO sebesar 23,92%, sedangkan di tahun 2020 4,74%, dan tahun 2021 minus sebesar 8,02%. AKO mengalami penurunan dari tahun 2019 ke 2020, dengan persentase penurunan sebesar minus 80,18%. Sedangkan dari tahun 2020 ke 2021, juga mengalami penurunan, dengan persentase minus sebesar 269,19%.

Kontribusi terbesar dari kenaikan kas yang diperoleh dari aktivitas operasi bersumber dari penerimaan kas dari pelanggan atas penjualan produk perusahaan. Hal ini didorong oleh terjadi peningkatan permintaan atas barang dagang eceran sejak awal muncul kasus Covid 19. Arus kas operasi menunjukkan rata-rata (*mean*) perusahaan sebesar 0.52 dengan standar deviasi sebesar 3,13. Nilai rata-rata Arus kas operasi lebih kecil dibandingkan nilai standar deviasinya, mengindikasikan hasil yang kurang baik. Standar deviasi yang lebih besar dari mean menunjukkan sebaran dari variabel data yang besar atau adanya kesenjangan arus kas operasi yang cukup besar diantara perusahaan yang terdaftar. Nilai rata-rata perubahan arus kas operasi pada perusahaan yang diteliti memiliki nilai positif sebesar 0.52 yang berarti rata-rata perusahaan mengalami kenaikan arus kas operasi pada periode 2019-2021.

#### **4.3 Pemilihan Model Regresi**

Pada penelitian ini, dilakukan pemilihan model regresi yang bertujuan dalam menentukan model apa yang akan dipakai dari 3 (tiga) model yang ada, yaitu: *Common Effect Model (CEM)*, *Fix Effect Model (FEM)*, dan *Random Effect Model (REM)* melalui uji chow dan hausman.

### 4.3.1. Uji Chow

Pada penelitian ini, awalnya dilakukan uji chow dengan tujuan mendapatkan perbandingan dan memilih model yang terbaik diantara *Common Effect Model* (CEM) dengan *Fix Effect Model* (FEM). Berikut ini ialah Tabel perbandingan dari kedua model serta hasil uji chow tersebut:

Tabel 4. 3 *Common Effect Model*

Sample: 2019 2021  
 Periods included: 3  
 Cross-sections included: 23  
 Total panel (unbalanced) observations: 68

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.006533	1.017396	5.903831	0.0000
LOG(PDB)	4.647022	1.487411	3.124235	0.0027
LOG(AKO)	-0.428809	0.295028	-1.453448	0.1509

Sumber: Data Olah (2022)

Tabel 4. 4 *Fixed Effect Model*

Sample: 2019 2021  
 Periods included: 3  
 Cross-sections included: 23  
 Total panel (unbalanced) observations: 68

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.691707	0.712387	9.393360	0.0000
LOG(PDB)	4.331182	0.925818	4.678220	0.0000
LOG(AKO)	0.136921	0.324452	0.422007	0.6751

Sumber: Data Olah (2022)

Berdasarkan hasil dari kedua model tersebut, maka akan dilakukan uji *chow* dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4. 5 *Uji Chow*

Redundant Fixed Effects Tests  
 Equation: Untitled  
 Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.114929	(22,43)	0.0000
Cross-section Chi-square	96.419288	22	0.0000

Sumber: Data Olah (2022)

Berdasarkan hasil uji *chow*, diketahui bahwa nilai *probability* ialah 0.0000 atau kurang dari 0,05. Pada uji *chow* ini, dasar pengambilan keputusannya ialah :

1. Jika *probability* F dan Chi-square  $> \alpha = 5\%$  (0,05), maka uji regresi panel data menggunakan *Common Effect Model* (CEM).
2. Jika nilai *probability* F dan Chi-square  $< \alpha = 5\%$  (0,05), maka uji regresi panel data menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM).

Dengan demikian, model yang dipilih dari proses uji *chow* ialah *Fix Effect Model* (FEM).

#### 4.3.2. Uji Hausman

Pada penelitian ini, kemudian dilakukan uji hausman dengan tujuan mendapatkan perbandingan dan memilih model yang terbaik diantara *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *Random Effect Model* (REM). Berikut ini ialah Tabel perbandingan dari kedua model serta hasil uji *hausman* tersebut:

Tabel 4. 6 *Random Effect Model*

Sample: 2019 2021  
 Periods included: 3  
 Cross-sections included: 23  
 Total panel (unbalanced) observations: 68  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.412671	0.776472	8.258729	0.0000
LOG(PDB)	4.463851	0.917206	4.866790	0.0000
LOG(AKO)	-0.077719	0.278564	-0.278997	0.7811

Sumber: Data Olah (2022)

Berdasarkan hasil dari *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM), maka akan dilakukan uji *hausman* dengan hasil sebagai berikut:



Tabel 4. 7 Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.818817	2	0.4028

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LOG(PDB)	4.331182	4.463851	0.015872	0.2923
LOG(AKO)	0.136921	-0.077719	0.027671	0.1969

Sumber: Data Olah (2022)

Berdasarkan hasil uji *hausman* di atas, maka diketahui bahwa nilai *probability* ialah 0,4 atau lebih dari 0,05. Pada uji *hausman*, dasar pengambilan keputusannya ialah,

1. Jika nilai *probability* F dan Chi-square  $> \alpha = 5\%$  (0,05), maka uji regresi panel data menggunakan *Random Effect Model* (REM).
2. Jika nilai *probability* F dan Chi-square  $< \alpha = 5\%$  (0,05), maka uji regresi panel data menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM).

Dengan demikian, model yang dipilih dari proses uji *hausman* ialah *Random Effect Model* (FEM).

#### 4.3.3. Uji Lagrange Multiplier

Pada penelitian ini, kemudian dilakukan uji *Langranged Multiplier* dengan tujuan mendapatkan perbandingan dan memilih model yang terbaik diantara *Random Effect Model* (REM) dengan *Common Effect Model* (CEM). Berikut ini ialah Tabel perbandingan dari kedua model serta hasil uji *Langranged Multiplier* tersebut:

Tabel 4. 8 Uji Lagrange Multiplier

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects  
 Null hypotheses: No effects  
 Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided  
 (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	25.55963 (0.0000)	1.023547 (0.3117)	26.58318 (0.0000)

Sumber: Data Olah (2022)

Berdasarkan hasil uji *hausman*, dapat dilihat bahwa nilai *Cross-section Breusch-Pagan* ialah sebesar 0.0000 atau kurang dari 0.05. pada uji *hausman*, dasar pengambilan keputusan ialah :

1. Jika *probability F* dan *chi-square* >  $\alpha = 5\%(0.05)$ , maka uji regresi panel data menggunakan *Common Effect Model* (CEM)
2. Jika *probability F* dan *chi-square* <  $\alpha = 5\%(0.05)$ , maka uji regresi panel data menggunakan *Random Effect Model* (REM)

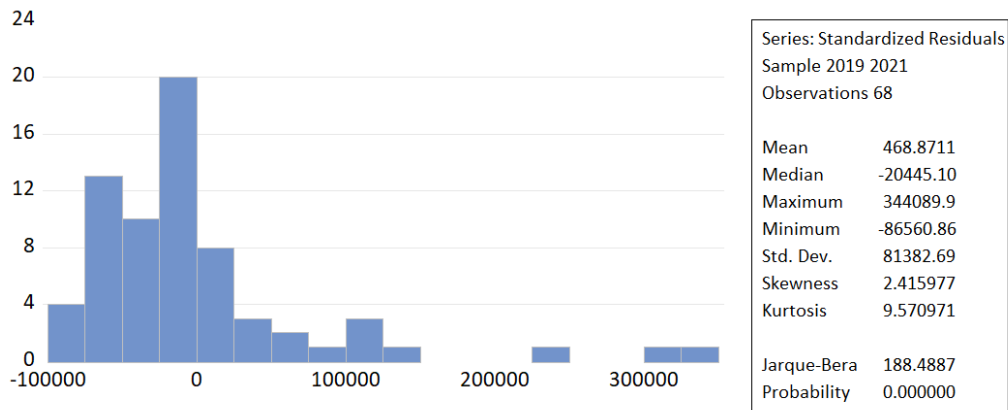
Dengan demikian, model yang dipilih berdasarkan uji *hausman* ialah *Random Effect Model* (REM).

#### 4.4 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik digunakan untuk memastikan persamaan dari suatu regresi memiliki akurasi estimasi, konsisten, dan tidak menimbulkan bias. Peneliti akan melakukan 4 (empat) jenis pengujian dalam uji asumsi klasik diantaranya uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

##### 4.4.1. Uji Normalitas

Pada proses pengujian ini, peneliti akan menggunakan dasar keputusan model Jarque-Bera, di mana apabila nilai probabilitas > 0,05 maka data dikatakan berdistribusi secara normal. Sedangkan apabila nilai probabilitas < 0,05 maka dapat dikatakan bahwa data tidak berdistribusi secara normal. Berikut ialah hasil uji normalitas pada penelitian ini:

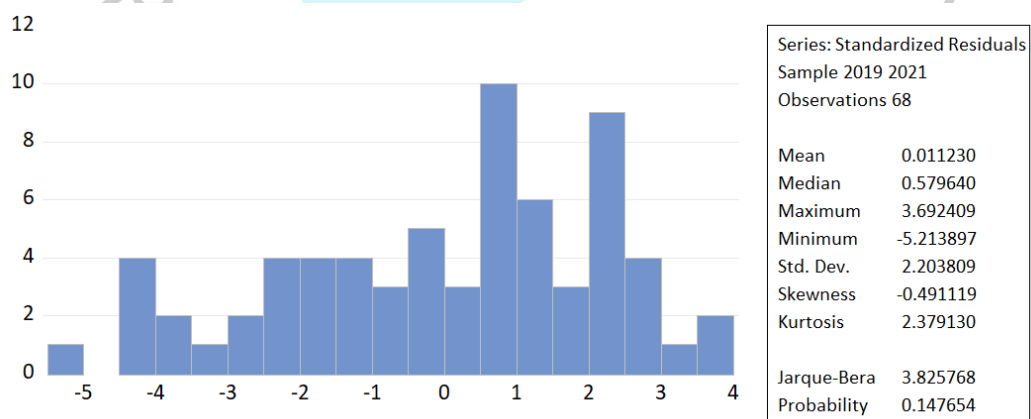


Gambar 4. 1 Hasil Uji Normalitas (Data Olah, 2022)

Berdasarkan hasil uji normalitas pada Gambar tersebut, diketahui bahwa nilai probabilitas dari Jarque-Bera ialah 0,000000 atau memiliki nilai lebih kecil dibanding 0,05. Dengan demikian, hal tersebut diinterpretasikan bahwa data tidak berdistribusi secara normal dan tidak layak untuk dilakukan pengujian selanjutnya. Untuk itu, peneliti menggunakan metode logaritma yang dilakukan di *software* Eviews guna mengatasi masalah data yang tidak berdistribusi normal tersebut (Basuki, 2019). Metode logaritma akan dilakukan pada variabel dependen dan independen. Formulasi dari metode logaritma pada Eviews12 ialah:

$$\text{Log}(y) = c + \text{Log}(x_1) + \text{Log}(x_2)$$

Berdasarkan formulasi di atas, berikut ialah hasil dari uji normalitas setelah dilakukan proses transformasi menggunakan metode logaritma pada *software* Eviews :



Gambar 4. 2 Hasil Uji Normalitas Setelah Transformasi Logaritma (Data Olah, 2022)

Berdasarkan hasil uji normalitas setelah dilakukan transformasi data dengan metode logaritma seperti pada Gambar, diketahui bahwa nilai probabilitas

dari Jarque-Bera ialah sebesar 0,1476554 yang di mana lebih besar dari 0,05. Dengan demikian, dapat diinterpretasikan bahwa data berdistribusi secara normal dan layak untuk dilakukan proses pengujian selanjutnya.

#### 4.4.2. Uji Multikolinearitas

Peneliti menggunakan dasar keputusan 0,80 sebagai kriteria uji multikolinearitas, sehingga apabila nilai korelasi antar variabel lebih besar dari 0,80 maka data tersebut bisa dikatakan memiliki gejala multikolinearitas. Sedangkan, apabila nilai korelasi antar variabel kurang dari 0,80 maka data tersebut bisa dikatakan tidak memiliki gejala multikolinearitas. Berikut ini ialah hasil dari proses uji multikolinearitas pada Eviews12:

Tabel 4. 9 Hasil Uji Multikolinearitas

	LOG(PDB)	LOG(AKO)
LOG(PDB)	1.000000	0.150623
LOG(AKO)	0.150623	1.000000

Sumber: Data Olah (2022)

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas pada Tabel di atas, maka dapat diketahui bahwa :

1. Koefisien korelasi antara LOG(PDB) dengan LOG(AKO) sebesar 0,15 ( $<0,8$ )
2. Koefisien korelasi antara LOG(PDB) dengan LOG(AKO) sebesar 0,15 ( $<0,8$ )

Dengan demikian, dapat diinterpretasikan bahwa data tidak memiliki gejala multikolinearitas dan layak untuk dilanjutkan ke proses pengujian selanjutnya.

#### 4.4.3. Uji Heteroskedastisitas

Pada uji heteroskedastisitas ini, peneliti menggunakan model Glejser yang di mana apabila hasil nilai probabilitas  $>0,05$  maka dapat diartikan bahwa data tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas. Sebaliknya, apabila hasil probabilitas  $<0,05$  maka dapat diartikan bahwa data tersebut terjadi heteroskedastisitas. Berikut ialah hasil uji heteroskedastisitas menggunakan model Glejser pada Eviews12:

Tabel 4. 10 *Tabel Hasil Uji Heterokedastisitas*

Sample: 2019 2021

Periods included: 3

Cross-sections included: 23

Total panel (unbalanced) observations: 68

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.993803	0.529985	1.875152	0.0653
LOG(PDB)	-1.288008	0.758458	-1.698193	0.0943
LOG(AKO)	-0.008978	0.163539	-0.054899	0.9564

*Sumber: Data Olah (2022)*

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas pada Tabel di atas, maka dapat diketahui bahwa :

1. Nilai probabilitas LOG(PDB) sebesar 0,0943 ( $>0,05$ )
2. Nilai probabilitas LOG(AKO) sebesar 0,9564 ( $>0,05$ )

Dengan demikian, dapat diinterpretasikan bahwa data terbebas dari masalah heteroskedastisitas sehingga data tersebut layak untuk dilakukan proses pengujian selanjutnya.

#### 4.4.4. Uji Autokorelasi

Proses uji autokorelasi dilakukan dengan model *Durbin Watson* (DW), di mana kriteria pengambilan keputusannya ialah apabila nilai *Durbin Watson* (DW) hitung berada di antara dU dan 4-dU. Berikut ini ialah hasil dari uji autokorelasi yang dilakukan pada *software* Eviews12:

Tabel 4. 11 *Hasil Uji Autokorelasi*

Root MSE	1.307624	R-squared	0.273190
Mean dependent var	3.642424	Adjusted R-squared	0.250827
S.D. dependent var	1.546371	S.E. of regression	1.337459
Sum squared resid	116.2718	F-statistic	12.21597
Durbin-Watson stat	2.309891	Prob(F-statistic)	0.000031

*Sumber: Data Olah (2022)*

Berdasarkan hasil uji autokorelasi yang ada pada Tabel 4.11 di atas, maka dapat diketahui bahwa nilai *Durbin Watson* (DW) stat ialah sebesar 2,3098. Sedangkan, untuk nilai dU dapat dilihat pada Gambar di bawah ini :

68	1.5771	1.6367	1.5470	1.6678	1.5164	1.7001	1.4853	1.7335	1.4537	1.7678
69	1.5803	1.6390	1.5507	1.6697	1.5205	1.7015	1.4899	1.7343	1.4588	1.7680
70	1.5834	1.6413	1.5542	1.6715	1.5245	1.7028	1.4943	1.7351	1.4637	1.7683

Gambar 4. 3 Tabel *Durbin Watson*

Berdasarkan Gambar 4.3 di atas, maka dapat diketahui bahwa nilai dL adalah 1,5470 dan nilai dU adalah 1,6678. Sehingga untuk nilai 4-dU dapat diketahui sebesar 2,3322. Dengan demikian, model yang terpenuhi ialah :

$$1,6678 < 2,3098 < 2,3322$$

Diketahui nilai dL = 1.5470

Diketahui nilai DU = 1.6678, maka  $4 - DU = 2.3322$

Maka model  $DU < DW < 4-DU = 1.5470 < 2.3098 < 2.3322$

Dari hasil tersebut, maka dapat diinterpretasikan bahwa data tidak terjangkit masalah autokorelasi dan dinyatakan lolos seluruh uji asumsi klasik sehingga bisa dilakukan proses pengujian berikutnya.

#### 4.5 Uji Hipotesis

Pada proses pengujian ini, peneliti melakukan uji hipotesis untuk mengkonformasi kebenaran dari hipotesis yang dirumuskan berdasarkan kondisi yang didapat dari populasi serta sampel yang akan dipilih oleh peneliti. Pada proses uji hipotesis ini, peneliti melakukan 3 (tiga) jenis pengujian hipotesis diantaranya uji koefisien determinasi, uji signifikansi simultan, dan uji signifikansi parameter individual.

##### 4.5.1. Uji t

Pengujian ini dilakukan oleh peneliti dengan kriteria pengujian ialah jika nilai signifikannya lebih kecil dari 0,05 maka hipotesis tersebut diterima. Sedangkan, jika nilai signifikannya lebih besar dari 0,05 maka hioptesis tersebut ditolak. Berikut ini ialah hasil uji secara parsial dengan Eviews12:

Tabel 4. 12 Hasil Uji Signifikansi Parameter Individual

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Keterangan
C	6.412671	0.776472	8.258729	0.0000	
LOG(PDB)	4.463851	0.917206	4.866790	0.0000	H1 (Diterima)
LOG(AKO)	-0.077719	0.278564	-0.278997	0.7811	H2 (Ditolak)

Sumber: Data Olah (2022)

Berdasarkan hasil uji secara parsial yang tercantum pada Tabel, maka dapat diketahui bahwa:

1. Nilai probabilitas dari LOG(X1) ialah sebesar 0,0000 yang artinya nilai tersebut di bawah 0,05. Dengan demikian, dapat diinterpretasikan bahwa variabel resesi ekonomi (penurunan produk domestik bruto) (X1) memiliki pengaruh terhadap variabel kinerja keuangan perusahaan (Y)
2. Nilai probabilitas dari LOG(X2) ialah sebesar 0,7811 yang artinya nilai tersebut di atas 0,05. Dengan demikian, dapat diinterpretasikan bahwa variabel arus kas (X2) tidak memiliki pengaruh terhadap variabel kinerja keuangan perusahaan (Y).

#### 4.5.2. Analisis Linear Berganda

Peneliti menggunakan proses analisis regresi linear berganda dengan tujuan untuk memberikan gambaran kepada karakteristik dari data yang diolah untuk diinterpretasikan variabel independen yang mempengaruhi kinerja keuangan (EVA).

Tabel 4. 13 Tabel Analisis Linear Berganda

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Keterangan
C	6.412671	0.776472	8.258729	0.0000	
LOG(PDB)	4.463851	0.917206	4.866790	0.0000	H1 (Diterima)
LOG(AKO)	-0.077719	0.278564	-0.278997	0.7811	H2 (Ditolak)

Sumber: Data Olah (2022)

Berdasarkan Tabel terkait hasil uji regresi linear berganda, maka dapat diketahui persamaan model regresi yang didapatkan ialah  $OAGC = 6,412 +$

$4,463X_1 - 0,077X_2$ . Dengan demikian, hasil model persamaan regresi dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Nilai Konstanta yang didapat ialah 6.412671 (bernilai positif) menandakan bahwa pengaruh antar variabel independen pada dependen berjalan searah. Hal ini menunjukkan bahwa jika variabel resesi ekonomi (penurunan Produk Domestik Bruto (PDB)) sebagai  $X_1$  dan arus kas sebagai  $X_2$  ada atau bernilai 1, maka dilihat bahwa nilai pertimbangan terkait kinerja keuangan sebesar 6.412671.
2. Nilai *Coefficient* dari variabel resesi ekonomi (penurunan Produk Domestik Bruto (PDB)) sebagai  $X_1$  yang didapat ialah 4.463851 (bernilai positif) menandakan bahwa pengaruh variabel resesi ekonomi (penurunan Produk Domestik Bruto (PDB)) terhadap kinerja keuangan berjalan searah. Hal ini menunjukkan bahwa jika variabel resesi ekonomi (penurunan Produk Domestik Bruto (PDB)) mengalami peningkatan 1 *point* maka variabel kinerja keuangan akan mengalami peningkatan sebesar 4.463851. Hal ini didukung dengan anggapan bahwa variabel lainnya akan bernilai konstan.
3. Nilai *Coefficient* dari variabel arus kas sebagai  $X_2$  yang didapat ialah -0.077719 (bernilai negatif) menandakan bahwa pengaruh variabel Arus Kas Operasi (AKO) terhadap kinerja keuangan (EVA) berjalan berlawanan. Hal ini menunjukkan bahwa jika variabel Arus Kas Operasi (AKO) mengalami peningkatan 1 *point* maka variabel kinerja keuangan (EVA) akan mengalami penurunan sebesar -0.077719. Hal ini didukung dengan anggapan bahwa variabel lainnya akan bernilai konstan.

#### 4.5.3. Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Proses pengujian ini bertujuan untuk melihat seberapa besar kemampuan dari suatu model dalam menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependen, yang di mana dasar pengambilan keputusan ialah apabila suatu nilai koefisien semakin tinggi dan mendekati 1, maka bisa diinterpretasikan bahwa kemampuan variabel independen dalam menimbulkan keberadaan variabel dependen ialah semakin baik dan begitu-pun sebaliknya. Berikut ini ialah hasil uji koefisien determinasi:



Tabel 4. 14 Tabel Uji Koefisien Determinasi

Root MSE	1.307624	R-squared	0.273190
Mean dependent var	3.642424	Adjusted R-squared	0.250827
S.D. dependent var	1.546371	S.E. of regression	1.337459
Sum squared resid	116.2718	F-statistic	12.21597
Durbin-Watson stat	2.309891	Prob(F-statistic)	0.000031

Sumber: Data Olah (2022)

Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi pada Tabel, maka dapat diketahui nilai R-squared ialah 0,273190. Dengan demikian, dapat diinterpretasikan bahwa variabel PDB dan arus kas dapat menjelaskan variabel kinerja keuangan sebesar 27,31 atau jika dibulatkan ialah 27%. Sedangkan 73% dijelaskan pada variabel-variabel lain yang tidak digunakan pada penelitian ini.

#### 4.5.4. Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Pengujian ini dilakukan oleh peneliti dengan kriteria pengujian ini ialah jika tingkat dari suatu signifikansinya kurang dari 0,05 maka komposisi variabel independen terhadap dependen tersebut layak digunakan. Sebaliknya, jika tingkat dari suatu signifikansinya lebih dari 0,05 maka komposisi variabel independen terhadap dependen tersebut kurang cocok untuk dipakai.

Tabel 4. 15 Hasil Uji Signifikansi Simultan

Root MSE	1.307624	R-squared	0.273190
Mean dependent var	3.642424	Adjusted R-squared	0.250827
S.D. dependent var	1.546371	S.E. of regression	1.337459
Sum squared resid	116.2718	F-statistic	12.21597
Durbin-Watson stat	2.309891	Prob(F-statistic)	0.000031

Sumber: Data Olah (2022)

Berdasarkan Tabel terkait hasil uji signifikansi simultan, dapat diketahui bahwa probabilitas dari F-statistic ialah 0,000031 atau di bawah 0,05. Dengan demikian hal ini dapat diinterpretasikan bahwa komposisi variabel independen terhadap dependen tersebut layak untuk digunakan karena berpengaruh secara

simultan. Kemudian berdasarkan hasil *Adjusted R-squared* pada Tabel, maka dapat diketahui nilai *Adjusted R-squared* ialah 0,250827.

Dengan demikian, dapat diinterpretasikan bahwa variabel PDB dan Arus Kas hanya mampu mempengaruhi variabel Kinerja Keuangan sebesar 25,08% atau jika dibulatkan ialah 26%. Sedangkan 74% dijelaskan pada variabel-variabel lain yang tidak digunakan pada penelitian ini.

#### **4.6 Pembahasan Hasil Penelitian**

Berikut ini merupakan hasil pembahasan setelah peneliti melakukan berbagai proses pengujian menggunakan *software Eviews12*:

##### **4.6.1. Pengaruh Resesi Ekonomi (Penurunan Produk Domestik Bruto (PDB)) terhadap Kinerja Keuangan (EVA) ( $H_1$ )**

Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa resesi ekonomi (penurunan Produk Domestik Bruto (PDB)) berdampak terhadap kinerja keuangan (EVA). Berdasarkan hasil pengujian secara parsial pada uji signifikansi parameter individual (uji t), dapat diketahui bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0000 atau lebih kecil dari 0,05, sehingga hal ini menunjukkan bahwa hipotesis diterima karena nilai terendah tersebut didapatkan ketikan pandemi Covid-19 sedang meningkat, sehingga Indonesia sedang mengalami masa krisis ekonomi. Hal ini sesuai dengan teori yang menjelaskan bahwa produk domestik bruto merupakan indikasi membaiknya perekonomian. (Mankiw, 2007).

Pada umumnya setiap perusahaan akan merasakan dampak dari perubahan faktor fundamental makroekonomi meskipun setiap perusahaan mengalami dampak yang berbeda dari pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi. Tinggi rendah resiko bagi perusahaan sebagai dampak dari perubahan kondisi ekonomi makro sangat bergantung pada kondisi internal perusahaan. Perusahaan yang sehat secara finansial mungkin dampaknya tidak begitu besar, akan tetapi bagi perusahaan yang kurang sehat kondisi keuangannya bisa terjadi sebaliknya. Perusahaan menjadi sulit bergerak mengembangkan usahanya, sehingga kinerjanya akan menurun. Jika sudah demikian, maka sulit bagi manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan atau kemakmuran para pemegang saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Adiyadnya et al., 2016) yang menunjukkan bahwa perubahan PDB berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Penelitian (Sidhi, 2016) sependapat dengan hal di atas bahwa PDB berpengaruh positif terhadap profitabilitas karena dilihat dari meningkatnya PDB akan meningkatkan pendapatan masyarakat. Beberapa variabel makroekonomi yang dapat digunakan untuk memperkirakan kondisi ekonomi suatu negara. Ukuran ekonomi tersebut memberikan kemudahan kepada analis ekonomi dalam merangkum dan menyimpulkan kondisi ekonomi suatu negara.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Tabet et al., 2017, 2016, 2009, 2008, 2003) yang menunjukkan bahwa PDB memiliki hubungan positif signifikan terhadap profitabilitas. Makroekonomi berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Hasil ini dapat diartikan bahwa semakin meningkatnya makroekonomi dengan indikator inflasi, kurs rupiah serta produk domestik bruto, maka kinerja keuangan perusahaan juga akan meningkat. (Puspitasari et al., 2021). Produk Domestik Bruto (PDB) adalah jumlah produksi barang dan jasa yang dihasilkan oleh penduduk dalam negeri maupun penduduk asing yang berada di dalam negeri, tidak termasuk penduduk dalam negeri yang tinggal di luar negeri. Dengan demikian, bisa disimpulkan apabila pertumbuhan ekonomi membaik, daya beli masyarakat pun akan meningkat dan ini merupakan kesempatan bagi perusahaan (emiten) untuk meningkatkan penjualannya. Dengan meningkatnya penjualan perusahaan, maka kesempatan perusahaan untuk memperoleh laba juga semakin meningkat, dan apabila laba juga mengalami kenaikan, biasanya dividen yang diterima investor pun mengalami peningkatan.

Suatu negara dapat dikatakan perekonomiannya baik jika faktor-faktor atau indikator yang mempengaruhinya juga mengalami perkembangan baik. Dalam penelitian ini dampak perekonomian makro yang meliputi inflasi, kurs rupiah serta produk domestik bruto memiliki hubungan yang positif terhadap kinerja keuangan membuat para investor mempertimbangkan jika ingin mengalirkan atau menanamkan modal ke suatu perusahaan yang terdapat di suatu negara. Dengan perekonomian makro yang baik maka kinerja keuangan di suatu

perusahaan juga akan membaik, begitupun juga sebaliknya. Investor akan melihat dari sisi tersebut jika akan menanamkan modal dan dengan harapan memiliki keuntungan yang lebih besar.

Penurunan pada rasio aktivitas dapat disebabkan karena faktor makroekonomi yang mempengaruhi kondisi keuangan di Indonesia seperti inflasi, kurs rupiah, dan produk domestik bruto (Ady, 2020). Menurut (Prasetyanto, 2016) Produk Domestik Bruto (PDB) merupakan variabel ekonomi yang menduduki posisi penting dari berbagai variabel ekonomi makro yang ada untuk mengukur kinerja perekonomian suatu negara. (Pristiana, 2020) mengemukakan bahwa makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan.

Hipotesis 1 dapat membuktikan Teori *Market Based View* (MBV) yang menggambarkan lingkungan eksternal perusahaan, dan menyatakan bahwa kinerja perusahaan ditentukan oleh posisi unik perilaku strategi perusahaan dalam menanggapi persaingan pasar (Hoskisson et al., 2004; Porter, 1980, 1985, 1996). Teori ini menekankan pentingnya peran pasar yang kompetitif sebagai penentu perilaku perusahaan yang kemudian memberikan implikasi pada kinerja perusahaan. Kajian teori *Market Based View* (MBV) merupakan modifikasi teori Organisasi Industri ke dalam ranah manajemen strategik (Spanos & Liokas, 2001).

#### **4.6.2. Pengaruh Arus Kas Operasi (AKO) terhadap Kinerja Keuangan (EVA) (H<sub>2</sub>)**

Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa Arus Kas Operasi (AKO) tidak berdampak terhadap kinerja keuangan (EVA). Berdasarkan hasil pengujian secara parsial pada uji signifikansi parameter individual (uji t), dapat diketahui bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki nilai probabilitas sebesar 0,7811 atau lebih besar dari 0,05, sehingga hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 1 tidak dapat diterima dan hasil koefisien arus kas mengalami hasil yang negatif.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Yuniarmi & Fauziah, 2019) yang menghasilkan temuan bahwa arus kas operasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Perusahaan harus mampu mengatur dan memanfaatkan kasnya dengan sebaik

mungkin, supaya tidak terjadi ketidakefektifan kas yang dapat menyebabkan laba berkurang.

Arus kas operasi tidak berpengaruh secara signifikan dikarenakan informasi yang terkandung dalam arus kas belum sepenuhnya digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan dalam investasi dan kreditur. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Setiawan et al., 2019) yang menghasilkan temuan bahwa arus kas tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Terkait dengan implikasi teori sinyal (*signalling theory*) menggambarkan bagaimana seharusnya sebuah perusahaan dagang eceran memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan, sehingga perusahaan terpacu untuk mengelola kas yang dimilikinya secara efisien. Semakin efisien pengelolaan kas suatu perusahaan, semakin mampu perusahaan menghasilkan manfaat dan keuntungan yang sebesar-besarnya.

Jika perusahaan tidak mampu mengelola kasnya secara efisien, dengan jumlah atau total laba lebih besar daripada penjualan, maka semakin kecil *Economic Value Added* (EVA) yang akan diperoleh. Maka dari itu, teori ini tidak menunjukkan hubungan dalam mengimplikasikan arus kas yang merupakan sebuah sinyal untuk dapat mencegah terjadinya asimetris informasi yang nantinya memiliki pengaruh negatif bagi kinerja keuangan perusahaan, karena arus kas tidak mempengaruhi kinerja keuangan sebagai gambaran keadaan perusahaan untuk para pengguna laporan keuangan perusahaan atau investor. Pertumbuhan perusahaan sendiri dapat tercermin dari kas perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan dapat diukur atau diartikan sebagai peristiwa peningkatan kas perusahaan. Meskipun demikian, pertumbuhan perusahaan yang signifikan dan kontinyu belum tentu menjadi sinyal bagus bagi investor bahwa perusahaan telah meningkatkan kinerjanya karena investor menganalisis tentang penyebab pertumbuhan. Jika perusahaan bertumbuh karena eksposur translasi atau penilaian kembali aset yang dikonsolidasikan, investor bisa memiliki sentimen negatif terhadap pertumbuhan tersebut yang berakibat pada nilai perusahaan.

#### 4.6.3. Pengaruh Resesi Ekonomi (Penurunan Produk Domestik Bruto (PDB)) dan Arus Kas Operasi (AKO) secara simultan terhadap Kinerja Keuangan (EVA)

Berdasarkan hasil pengujian variabel secara bersama-sama pada uji signifikansi simultan (uji F), dapat diketahui bahwa probabilitas dari F-statistic ialah 0,000031. Oleh sebab itu, karena nilai probabilitas F-statistic lebih kecil dari 0,05 maka dapat diinterpretasikan bahwa hipotesis diterima karena variabel resesi ekonomi (penurunan Produk Domestik Bruto (PDB)) dan arus kas secara simultan berpengaruh terhadap variabel kinerja keuangan (EVA).

Selain itu, berdasarkan hasil uji koefisien determinasi diketahui bahwa nilai *R-squared* ialah 0,273, di mana dapat diinterpretasikan bahwa variabel resesi ekonomi (penurunan Produk Domestik Bruto (PDB)) memiliki pengaruh sebesar 27% . Sementara 73% sisanya dipengaruhi oleh variabel atau faktor lain yang tidak diteliti pada penelitian ini.

Pengaruh yang diberikan secara simultan ini, merepresentasikan teori payung *Resource based view* menjelaskan lingkungan internal perusahaan, sedangkan *market based view* menjelaskan lingkungan eksternal perusahaan. Dengan adanya perkembangan teknologi, terjadi perubahan permintaan dari pelanggan, perubahan regulasi serta terjadinya kompetisi yang sifatnya kompetitif, maka terjadi perubahan paradigma dan pembaruan dari implementasi *Resource Based View* (RBV) dan *Market Based View* (MBV).

Teori *Market Based View* (MBV) mendapat tantangan dari kondisi lingkungan luar yang awalnya relatif stabil saat ini terjadi perubahan yang sangat signifikan, yang terjadi cepat dan tidak pasti. Teori *Market Based View* (MBV) menyatakan bahwa kinerja perusahaan ditentukan oleh posisi unik perilaku strategi perusahaan dalam menanggapi persaingan pasar (Hoskisson et al., 2004; Porter, 1980, 1985, 1996). Teori ini menekankan pentingnya peran pasar yang kompetitif sebagai penentu perilaku perusahaan yang kemudian memberikan implikasi pada kinerja perusahaan.

Kajian teori *Resource Based View* (RBV) mendapat tantangan karena kesulitan perusahaan berusaha dengan cepat melakukan perubahan untuk mengikuti perubahan luar yang terjadi, tantangan utamanya berasal dari kesulitan perusahaan untuk mempertahankan keunikan sumber daya manusia terutama

kompetensinya yang sulit untuk dapat menyesuaikan pada lingkungan luar yang cepat berubah dan tidak pasti. Kesulitan tersebut ditunjukkan melalui adanya penurunan produk domestik bruto yang memberikan dampak terhadap perusahaan dalam kinerja keuangannya.

Lalu berkaitan juga dengan implikasi teori sinyal (*signalling theory*) didasarkan bagaimana seharusnya sebuah perusahaan dagang eceran memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan, sehingga perusahaan terpacu untuk mengelola kas yang dimilikinya secara efisien dalam keadaan produk domestik bruto yang mengalami pertumbuhan baik negatif ataupun positif. Semakin efisien pengelolaan kas suatu perusahaan ketika terjadi penurunan nilai produk domestik bruto, semakin mampu perusahaan menghasilkan manfaat dan keuntungan yang sebesar-besarnya.

Jika perusahaan mampu mengelola kasnya secara efisien, dengan jumlah atau total laba lebih besar daripada penjualan, maka semakin besar *Economic Value Added* (EVA) yang akan diperoleh. Peningkatan keuntungan ataupun arus kas yang meningkat juga sebagai sinyal kepada investor bahwa perusahaan sedang mengalami keadaan yang positif atau bagus saat ini dan mampu lebih baik lagi pengelolaan kedepannya, dimana pasar memiliki informasi lengkap tentang kegiatan perusahaan, dan jika manajer memiliki informasi orang dalam, kemudian struktur keuangan memberi sinyal informasi ke pasar maka sinyal tersebut akan divalidasi (Miller & Ross, 1977).