

Komposisi Aset, Fleksibilitas Keuangan, dan Intensitas Utang terhadap Valuasi Pasar Perusahaan Sektor Industri di ASEAN

Angga Anggasmara Putra¹, Nelly Nur Apandi²

^{1,2}Universitas Pendidikan Indonesia, Bandung, Indonesia

anggasmara@upi.edu, nelly.nna@upi.edu¹

ABSTRACT

This study investigates whether asset structure, liquidity and leverage explain the market value of industrial firms in selected ASEAN capital markets. The analysis is motivated by the observation that positive macroeconomic growth in ASEAN does not necessarily translate into homogeneous stock-market valuation, particularly in asset-intensive sectors. Using a balanced panel of 438 industrial firms listed in Indonesia, Malaysia and Singapore over 2022-2024, this study applies explanatory quantitative research and panel-data regression. Firm market value is proxied by closing stock price, while asset structure, liquidity and leverage represent internal fundamentals that may signal productive capacity, short-term financial flexibility and financing risk. Model selection tests indicate that the Fixed Effect Model is superior to both the Common Effect Model and the Random Effect Model. Because the preliminary diagnostic tests indicate heteroskedasticity, the final estimates are obtained using White diagonal standard errors and covariance. The findings show that asset structure, liquidity and leverage have positive and statistically significant effects on market value. The model is also significant simultaneously, with an adjusted R-squared of 0.9605. The results support signaling theory, resource-based view and trade-off theory by showing that investors respond positively to productive asset capacity, adequate liquidity and debt financing when these fundamentals are interpreted as value-creating rather than risk-deteriorating signals. The study contributes to the literature by offering cross-country evidence from ASEAN industrial firms and by using a market-based valuation proxy rather than relying solely on accounting-based performance indicators.

Keywords : ASEAN capital markets, asset structure, closing price, industrial firms, leverage, liquidity, market value, panel data.

ABSTRAK

Penelitian ini menguji apakah struktur aset, likuiditas, dan leverage mampu menjelaskan nilai pasar perusahaan sektor industri pada beberapa pasar modal ASEAN. Analisis ini dilatarbelakangi oleh fakta bahwa pertumbuhan makroekonomi positif di ASEAN tidak selalu diikuti oleh valuasi pasar saham yang seragam, khususnya pada sektor yang padat aset. Dengan menggunakan panel seimbang yang terdiri atas 438 perusahaan sektor industri yang terdaftar di Indonesia, Malaysia, dan Singapura selama periode 2022-2024, penelitian ini menerapkan pendekatan kuantitatif eksplanatori dan regresi data panel. Nilai pasar perusahaan diproksikan dengan harga saham penutupan, sedangkan struktur aset, likuiditas, dan leverage merepresentasikan fundamental internal yang dapat memberikan sinyal mengenai kapasitas produktif, fleksibilitas keuangan jangka pendek, dan risiko pendanaan. Hasil uji pemilihan model menunjukkan bahwa Model Efek Tetap lebih unggul dibandingkan Model Efek Umum dan Model Efek Acak. Karena uji diagnostik awal menunjukkan adanya heteroskedastisitas, estimasi akhir dilakukan menggunakan standard error dan kovarians White diagonal. Temuan penelitian menunjukkan bahwa struktur aset, likuiditas, dan leverage berpengaruh positif serta signifikan secara statistik terhadap nilai pasar. Model juga signifikan secara simultan, dengan adjusted R-squared sebesar 0,9605.

Hasil ini mendukung teori sinyal, pandangan berbasis sumber daya, dan teori trade-off dengan menunjukkan bahwa investor merespons secara positif kapasitas aset produktif, likuiditas yang memadai, serta pendanaan berbasis utang ketika fundamental tersebut ditafsirkan sebagai sinyal penciptaan nilai, bukan sebagai sinyal peningkatan risiko. Penelitian ini berkontribusi pada literatur dengan menyediakan bukti lintas negara dari perusahaan sektor industri di ASEAN dan menggunakan proksi valuasi berbasis pasar, bukan hanya indikator kinerja berbasis akuntansi.

Kata kunci : pasar modal ASEAN, struktur aset, harga penutupan, perusahaan sektor industri, leverage, likuiditas, nilai pasar, data panel.

PENDAHULUAN

Nilai pasar perusahaan merupakan konstruk utama dalam keuangan korporasi karena mencerminkan cara investor menilai prospek, risiko, dan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai ekonomi. Berbeda dengan ukuran akuntansi yang terutama merepresentasikan kinerja historis, valuasi berbasis pasar mencerminkan ekspektasi investor yang bersifat prospektif terhadap keberlanjutan pertumbuhan, stabilitas keuangan, dan kualitas pengelolaan sumber daya perusahaan. Dalam penelitian ini, nilai pasar diproksikan dengan harga saham penutupan karena ukuran tersebut menangkap penilaian pasar terhadap informasi tingkat perusahaan pada akhir periode perdagangan.

Konteks ASEAN menyediakan latar yang penting untuk mengkaji valuasi pasar. Indonesia, Malaysia, dan Singapura mencatat pertumbuhan makroekonomi positif pada tahun 2024, tetapi respons pasar modal di berbagai negara dan sektor tidak selalu bergerak searah. Perbedaan ini menunjukkan bahwa investor tidak hanya bertumpu pada indikator pertumbuhan tingkat negara dalam menilai perusahaan tercatat. Investor juga mengevaluasi fundamental spesifik perusahaan, termasuk kapasitas aset, kondisi likuiditas, dan risiko pendanaan. Sektor industri sangat relevan untuk dikaji karena bersifat padat modal, sangat bergantung pada aset tetap dan modal kerja, serta sering membutuhkan pendanaan eksternal jangka panjang untuk mendukung ekspansi kapasitas.

Dalam teori keuangan korporasi, struktur aset dapat memengaruhi nilai pasar karena aset produktif mampu mendukung pendapatan, efisiensi operasional, dan pembentukan arus kas masa depan. Namun, basis aset yang lebih besar tidak secara otomatis menciptakan nilai apabila aset tersebut menganggur, usang, atau tidak dimanfaatkan secara efisien. Likuiditas juga memiliki hubungan yang tidak sederhana dengan nilai pasar. Likuiditas yang memadai mengurangi tekanan keuangan jangka pendek dan memberikan sinyal keberlangsungan operasi, sedangkan likuiditas yang berlebihan dapat menunjukkan pemanfaatan kas yang kurang efisien. Leverage pun bersifat kompleks. Utang dapat memperluas kapasitas pendanaan dan memberikan manfaat pajak, tetapi leverage yang berlebihan meningkatkan risiko gagal bayar dan dapat melemahkan kepercayaan investor. Ketegangan teoretis tersebut menjadikan pengujian bersama antara struktur aset, likuiditas, dan leverage penting secara empiris.

Penelitian terdahulu telah mengkaji isu-isu yang berkaitan dengan topik ini, tetapi bukti yang tersedia masih beragam dan sangat bergantung pada konteks. Struktur modal terbukti memengaruhi nilai perusahaan di Vietnam (Bui et al., 2023), likuiditas dapat memengaruhi nilai perusahaan secara nonlinier di pasar berkembang (Chia et al., 2020), dan pendanaan utang dapat membentuk hubungan antara struktur modal, nilai perusahaan, serta faktor makroekonomi (Sadiq et al., 2023). Di Asia Tenggara, pengaruh leverage terhadap kinerja dan nilai perusahaan dapat bervariasi bergantung pada ukuran leverage yang digunakan (Ananto, 2025). Temuan-temuan tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara fundamental keuangan internal dan valuasi pasar belum sepenuhnya konklusif.

Kesenjangan penelitian yang dijawab dalam studi ini terletak pada terbatasnya bukti lintas negara mengenai pengaruh struktur aset, likuiditas, dan leverage terhadap nilai pasar perusahaan sektor industri di ASEAN. Banyak penelitian sebelumnya berfokus pada satu negara, menggunakan indikator berbasis akuntansi seperti return on assets atau return on equity, atau tidak secara khusus membandingkan perusahaan sektor industri di beberapa pasar ASEAN. Oleh karena itu, penelitian ini mengkaji perusahaan sektor industri yang terdaftar di Indonesia, Malaysia, dan Singapura, serta menggunakan harga penutupan sebagai proksi berbasis pasar. Tujuan penelitian ini adalah menguji pengaruh parsial struktur aset, likuiditas, dan leverage terhadap nilai pasar, serta menguji apakah ketiga fundamental tersebut secara bersama-sama menjelaskan valuasi pasar pada sektor industri ASEAN.

TINJAUAN LITERATUR

2.1 Nilai Pasar dan Teori Sinyal

Nilai pasar merepresentasikan persepsi investor terhadap kemampuan perusahaan saat ini dan masa depan dalam menciptakan nilai ekonomi. Di pasar modal, nilai pasar berfungsi sebagai sinyal eksternal atas kepercayaan investor terhadap fundamental, prospek pertumbuhan, dan profil risiko perusahaan. Proksi berbasis pasar sesuai digunakan dalam penelitian ini karena mampu menangkap reaksi investor terhadap informasi yang tersedia, bukan hanya merangkum hasil akuntansi internal.

Teori sinyal menyatakan bahwa perusahaan menyampaikan informasi kepada pasar melalui indikator keuangan yang dapat diamati. Struktur aset, likuiditas, dan leverage dapat ditafsirkan oleh investor sebagai sinyal mengenai kualitas manajerial, kapasitas operasional, dan disiplin keuangan. Basis aset yang kuat dapat memberikan sinyal kemampuan produktif; likuiditas yang memadai dapat memberikan sinyal solvabilitas jangka pendek; dan leverage yang terkendali dapat memberikan sinyal penggunaan utang untuk ekspansi produktif. Sebaliknya, aset yang tidak efisien, likuiditas yang tidak memadai, atau utang yang berlebihan dapat ditafsirkan sebagai sinyal negatif.

2.2 Struktur Aset dan Nilai Pasar

Struktur aset merujuk pada komposisi aset perusahaan, terutama sejauh mana aset tersebut mendukung produksi, operasi, dan penciptaan nilai jangka panjang. Pada perusahaan sektor industri, struktur aset memiliki peranan penting karena kegiatan operasional bergantung pada mesin, fasilitas produksi, infrastruktur, dan aset produktif lainnya. Aset produktif dapat meningkatkan nilai pasar apabila mampu memperbaiki kapasitas operasional, mengurangi kendala produksi, dan memperkuat prospek arus kas masa depan.

Hubungan antara struktur aset dan nilai pasar dapat dijelaskan melalui pandangan berbasis sumber daya dan teori trade-off. Dari perspektif berbasis sumber daya, aset produktif merupakan sumber daya strategis yang dapat menciptakan keunggulan kompetitif ketika aset tersebut bernilai, dikelola secara efisien, dan sulit ditiru. Dari perspektif trade-off, aset tetap juga dapat berfungsi sebagai agunan sehingga menurunkan risiko kreditur dan memperbaiki akses terhadap pendanaan utang. Al-Slehat (2020) menemukan bahwa struktur aset berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada sektor industri, sehingga mendukung argumen bahwa investor mempertimbangkan kapasitas aset produktif ketika menilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut: H1. Struktur aset berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan.

2.3 Likuiditas dan Nilai Pasar

Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek dengan menggunakan sumber daya lancar. Pada sektor industri, likuiditas sangat penting karena perusahaan membutuhkan modal kerja yang memadai untuk membiayai persediaan, bahan baku, produksi, distribusi, dan kewajiban operasional. Likuiditas yang memadai menurunkan risiko kesulitan keuangan jangka pendek dan membantu perusahaan mempertahankan kontinuitas operasional dalam kondisi ketidakpastian.

Dari perspektif teori sinyal, likuiditas dapat memperkuat kepercayaan investor karena menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban tanpa ketergantungan berlebihan pada pendanaan eksternal. Namun, pengaruh likuiditas tidak selalu bersifat linier. Likuiditas yang sangat rendah meningkatkan risiko kesulitan keuangan, sedangkan likuiditas yang terlalu tinggi dapat mengindikasikan bahwa aset lancar tidak digunakan secara produktif. Chia et al. (2020) menunjukkan bahwa hubungan antara likuiditas dan nilai perusahaan dapat bersifat nonlinier di pasar berkembang. Dalam penelitian ini, likuiditas diperkirakan dinilai positif oleh investor karena mencerminkan fleksibilitas keuangan pada perusahaan yang padat aset. Oleh karena itu, hipotesis kedua adalah: H2. Likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan.

2.4 Leverage dan Nilai Pasar

Leverage mencerminkan penggunaan utang dalam struktur pendanaan perusahaan. Pada perusahaan sektor industri, leverage merupakan sumber pendanaan yang penting untuk membiayai aset tetap, teknologi produksi, dan ekspansi kapasitas. Pendanaan utang dapat membantu perusahaan berinvestasi pada aset produktif ketika dana internal tidak mencukupi. Akan tetapi, leverage juga dapat meningkatkan risiko keuangan, mengurangi fleksibilitas arus kas, dan menimbulkan tekanan gagal bayar.

Teori trade-off menjelaskan bahwa utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat pajak dan perluasan kapasitas pendanaan, selama manfaat utang melebihi biaya kesulitan keuangan yang diharapkan. Teori pecking order juga menyatakan bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan internal, kemudian utang, dan terakhir ekuitas ketika membiayai kebutuhan investasi (Myers, 1984). Sadiq et al. (2023) menekankan peran pendanaan utang dalam hubungan antara struktur modal, nilai perusahaan, dan faktor makroekonomi, sedangkan Ananto (2025) menunjukkan bahwa pengaruh leverage di Asia Tenggara dapat bergantung pada ukuran leverage yang dipilih. Berdasarkan argumentasi tersebut, leverage diperkirakan memengaruhi nilai pasar, meskipun arah pengaruhnya perlu ditafsirkan berdasarkan bagaimana utang digunakan. Hipotesis ketiga adalah: H3. Leverage berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan.

2.5 Pengaruh Bersama Struktur Aset, Likuiditas, dan Leverage

Struktur aset, likuiditas, dan leverage secara bersama-sama merepresentasikan tiga dimensi fundamental dalam keuangan korporasi, yaitu kapasitas produktif, fleksibilitas keuangan jangka pendek, dan strategi pendanaan. Investor kemungkinan besar mengevaluasi ketiga dimensi tersebut secara bersamaan, bukan secara terpisah. Perusahaan yang memiliki aset produktif tetapi likuiditasnya tidak memadai dapat menghadapi gangguan operasional, sedangkan perusahaan dengan likuiditas memadai tetapi aset yang tidak efisien mungkin gagal menghasilkan pertumbuhan. Demikian pula, leverage dapat meningkatkan nilai ketika mendukung investasi produktif, tetapi dapat menurunkan nilai ketika menciptakan risiko yang berlebihan.

Bagi perusahaan sektor industri di ASEAN, peran simultan variabel-variabel tersebut sangat relevan karena sektor ini padat aset, membutuhkan modal kerja yang besar, dan sering bergantung pada pendanaan jangka panjang. Oleh karena itu, hipotesis keempat adalah: H4. Struktur aset, likuiditas, dan leverage secara simultan berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan.

METODE PENELITIAN

3.1 Desain Penelitian, Populasi, dan Sampel

Penelitian ini menggunakan desain kuantitatif eksplanatori. Pendekatan kuantitatif sesuai digunakan karena penelitian ini menguji hubungan kausal

antarvariabel dengan data numerik, sedangkan desain eksplanatori tepat untuk menjelaskan bagaimana fundamental keuangan internal memengaruhi valuasi pasar melalui analisis regresi.

Populasi penelitian mencakup perusahaan sektor industri yang terdaftar di pasar modal Indonesia, Malaysia, dan Singapura selama periode 2022-2024. Negara-negara tersebut dipilih karena merepresentasikan pasar ASEAN yang penting dengan struktur pasar modal dan karakteristik sektor industri yang berbeda. Sektor industri dipilih karena bersifat padat aset, membutuhkan modal kerja yang besar, dan sering mengandalkan pendanaan utang untuk investasi jangka panjang.

Sampel ditentukan dengan teknik purposive sampling. Perusahaan dimasukkan ke dalam sampel apabila memenuhi empat kriteria, yaitu termasuk dalam sektor industri; terdaftar di Indonesia, Malaysia, atau Singapura selama periode 2022-2024; menyediakan data harga penutupan tahunan dan laporan keuangan secara lengkap; serta memiliki data yang diperlukan untuk menghitung struktur aset, likuiditas, leverage, dan nilai pasar. Berdasarkan kriteria tersebut, sampel akhir terdiri atas 438 perusahaan yang diamati selama tiga tahun, sehingga menghasilkan 1.314 observasi panel seimbang.

3.2 Pengukuran Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai pasar perusahaan yang diproksikan dengan harga saham penutupan. Variabel independen terdiri atas struktur aset, likuiditas, dan leverage. Struktur aset menunjukkan kapasitas aset produktif perusahaan; likuiditas menunjukkan fleksibilitas keuangan jangka pendek; dan leverage menangkap penggunaan utang dalam struktur pendanaan. Tabel 1 menyajikan operasionalisasi setiap variabel.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Simbol	Pengukuran operasional	Skala
Nilai pasar	Y	Harga saham penutupan sebagai proksi nilai perusahaan berbasis pasar.	Rasio
Struktur aset	X1	Rasio struktur aset atau ukuran aset yang ditransformasi log berdasarkan data laporan keuangan tahunan, sesuai dengan pengodean dataset.	Rasio
Likuiditas	X2	Rasio likuiditas yang	Rasio

		mencerminkan kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek dan mempertahankan fleksibilitas keuangan.	
Leverage	X3	Rasio leverage, seperti debt-to-equity atau debt-to-assets, yang mencerminkan penggunaan utang dalam pendanaan.	Rasio

Catatan. Rumusan mengikuti definisi operasional dalam dokumen sumber dan menyesuaikan pengodean variabel yang digunakan dalam dataset.

3.3 Model Empiris dan Prosedur Estimasi

Karena data menggabungkan perusahaan sebagai dimensi cross-section dan observasi tahunan sebagai dimensi time-series, analisis menggunakan regresi data panel. Regresi panel sesuai digunakan karena mampu menangkap heterogenitas perusahaan dan variasi waktu secara simultan. Model empiris dasar dirumuskan sebagai berikut:

$$MV_{it} = \alpha_i + \beta_1 AS_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

Dimana MV_{it} menunjukkan nilai pasar perusahaan i pada tahun t ; AS_{it} menunjukkan struktur aset; LIQ_{it} menunjukkan likuiditas; LEV_{it} menunjukkan leverage; α_i menangkap efek khusus perusahaan; β_1 hingga β_3 merupakan koefisien slope; dan ϵ_{it} merupakan error term.

Proses estimasi dilakukan melalui beberapa tahap. Pertama, statistik deskriptif digunakan untuk merangkum distribusi seluruh variabel. Kedua, estimasi Ordinary Least Squares awal dilakukan untuk mengidentifikasi hubungan awal antarvariabel. Ketiga, uji diagnostik dilakukan untuk mengevaluasi multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Keempat, pemilihan model panel dilakukan dengan mengestimasi Model Efek Umum, Model Efek Tetap, dan Model Efek Acak. Uji Chow digunakan untuk membandingkan Model Efek Umum dan Model Efek Tetap, sedangkan uji Hausman digunakan untuk memilih antara Model Efek Tetap dan Model Efek Acak. Terakhir, ketika heteroskedastisitas terdeteksi, model akhir diestimasi menggunakan standard error dan kovarians White diagonal agar menghasilkan standard error yang lebih reliabel.

3.4 Pengujian Hipotesis

Hipotesis diuji menggunakan uji signifikansi parsial dan simultan. Suatu variabel dinyatakan signifikan secara statistik apabila nilai probabilitas dari t-statistic berada di bawah 0,05. Pengaruh simultan dievaluasi menggunakan Prob(F-statistic), sedangkan R-squared dan adjusted R-squared digunakan untuk menilai daya jelas model.

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif untuk 1.314 observasi firm-year. Hasil tersebut menunjukkan adanya variasi yang cukup besar pada nilai pasar dan leverage antarperseroan sektor industri. Standar deviasi leverage jauh lebih besar daripada nilai rata-ratanya, yang menunjukkan heterogenitas tinggi dalam penggunaan utang pada sampel. Pola ini mendukung penggunaan estimasi data panel dan standard error yang robust.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Dev.
Nilai pasar (Y)	1.314	0,0001	4,9731	0,1793	0,3771
Struktur aset (X1)	1.314	8,3212	24,3315	18,3192	1,6903
Likuiditas (X2)	1.314	0,0003	1,0000	0,1291	0,1411
Leverage (X3)	1.314	0,0090	417,1667	1,1039	14,2122

Catatan. Nilai direproduksi dari hasil empiris yang disediakan dalam file sumber penelitian.

Estimasi OLS awal menunjukkan signifikansi statistik, tetapi hasil uji diagnostik memperlihatkan bahwa model awal belum sepenuhnya memenuhi asumsi klasik. Statistik Durbin-Watson sebesar 0,661 mengindikasikan autokorelasi positif, sedangkan uji Glejser menunjukkan adanya heteroskedastisitas. Nilai variance inflation factor berada di bawah 10, sehingga tidak terdapat indikasi multikolinearitas yang serius. Karena dataset berbentuk panel, analisis dilanjutkan dengan pemilihan model antara spesifikasi Common Effect, Fixed Effect, dan Random Effect.

Tabel 3. Diagnostik OLS Awal

Uji	Hasil	Interpretasi
Uji-F awal	F = 132,015; Sig. = 0,000	Model OLS awal signifikan secara simultan.
Koefisien determinasi	R-squared = 0,232	Model awal menjelaskan 23,2% variasi Y.
Multikolinearitas	VIF X1 = 1,106; X2 =	Tidak terdapat indikasi

	1,072; $X_3 = 1,089$	multikolinearitas yang serius.
Autokorelasi	Durbin-Watson = 0,661	Terindikasi autokorelasi positif.
Heteroskedastisitas	Sig. Glejser untuk X_1 , X_2 , dan $X_3 = 0,000$	Terindikasi heteroskedastisitas.

Catatan. Hasil diagnostik menjadi dasar penggunaan regresi panel dan standard error yang robust.

Uji Chow dan uji Hausman mendukung Model Efek Tetap sebagai spesifikasi yang paling tepat. Uji Chow menolak Model Efek Umum dan memilih Model Efek Tetap, sedangkan uji Hausman menolak Model Efek Acak dan memilih Model Efek Tetap. Hasil ini menunjukkan bahwa heterogenitas spesifik perusahaan yang tidak teramati berkorelasi dengan variabel penjelas dan perlu dikendalikan melalui efek tetap.

Tabel 4. Uji Pemilihan Model Panel

Uji	Statistik	Prob.	Keputusan
Uji Chow / Redundant Fixed Effects	Cross-section F = 56,413175	0,0000	Model Efek Tetap lebih dipilih daripada Model Efek Umum.
Uji Hausman	Chi-square = 47,167020	0,0000	Model Efek Tetap lebih dipilih daripada Model Efek Acak.

Catatan. Spesifikasi akhir yang digunakan adalah Model Efek Tetap.

Karena heteroskedastisitas terdeteksi pada diagnostik awal, model akhir menggunakan Model Efek Tetap dengan standard error dan kovarians White diagonal. Hasil estimasi disajikan pada Tabel 5.

Tabel 5. Model Efek Tetap dengan Standard Error White Diagonal

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Keputusan
Konstanta	-0,430051	0,194715	-2,208620	0,0275	Signifikan
Struktur aset (X_1)	0,032429	0,010517	3,083553	0,0021	Signifikan
Likuiditas (X_2)	0,114531	0,045781	2,501696	0,0125	Signifikan
Leverage (X_3)	0,000478	0,000230	2,074844	0,0383	Signifikan

Catatan. Persamaan regresi yang diestimasi adalah $MV = -0,430051 + 0,032429AS + 0,114531LIQ + 0,000478LEV$.

Koefisien struktur aset bernilai positif dan signifikan pada tingkat 5%, yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan kapasitas aset produktif yang lebih kuat cenderung memiliki valuasi pasar yang lebih tinggi. Likuiditas juga bernilai positif

dan signifikan, yang menunjukkan bahwa pasar memberi apresiasi terhadap fleksibilitas keuangan jangka pendek. Leverage juga bernilai positif dan signifikan, yang mengindikasikan bahwa penggunaan utang tidak selalu dipenalti oleh investor di sektor industri apabila utang tersebut berkaitan dengan pendanaan produktif dan kapasitas ekspansi.

Tabel 6. Kesesuaian Model Akhir

Indikator	Nilai	Interpretasi
R-squared	0,973738	Model menjelaskan 97,37% variasi nilai pasar.
Adjusted R-squared	0,960502	Model tetap kuat setelah penyesuaian terhadap variabel dan efek tetap.
F-statistic	73,56713	Model signifikan secara simultan.
Prob(F-statistic)	0,000000	Struktur aset, likuiditas, dan leverage secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai pasar.
Durbin-Watson	2,120511	Tidak terdapat indikasi autokorelasi yang serius pada model akhir.

Catatan. Daya jelas yang telah disesuaikan tergolong tinggi karena struktur efek tetap mengendalikan heterogenitas perusahaan yang tidak teramati.

Tabel 7. Ringkasan Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Pernyataan	Hasil empiris	Keputusan
H1	Struktur aset berpengaruh positif terhadap nilai pasar.	Koefisien positif; Prob. = 0,0021	Didukung
H2	Likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai pasar.	Koefisien positif; Prob. = 0,0125	Didukung
H3	Leverage berpengaruh terhadap nilai pasar.	Koefisien positif; Prob. = 0,0383	Didukung
H4	Struktur aset, likuiditas, dan leverage secara	Prob(F-statistic) = 0,000000	Didukung

	simultan berpengaruh terhadap nilai pasar.		
--	---	--	--

Catatan. Seluruh hipotesis didukung pada tingkat signifikansi 5%.

4.2 Pembahasan

Pengaruh positif dan signifikan struktur aset mendukung argumen bahwa perusahaan sektor industri dengan aset produktif yang lebih kuat memperoleh valuasi pasar yang lebih tinggi. Pada sektor yang padat aset, aset produktif bukan hanya sumber daya akuntansi, melainkan fondasi operasional yang memungkinkan produksi, ekspansi kapasitas, dan pembentukan arus kas masa depan. Investor tampaknya menafsirkan struktur aset yang lebih kuat sebagai sinyal positif atas kemampuan produktif dan penciptaan nilai jangka panjang.

Temuan ini konsisten dengan teori sinyal karena struktur aset menyampaikan informasi mengenai kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya dan menghasilkan manfaat ekonomi pada masa depan. Temuan ini juga mendukung pandangan berbasis sumber daya karena aset produktif dapat menjadi sumber daya strategis ketika dikelola secara efisien. Dari perspektif trade-off, struktur aset juga dapat meningkatkan akses terhadap pendanaan utang karena aset berwujud dapat berfungsi sebagai agunan. Hasil ini sejalan dengan Al-Slehat (2020) dan Bui et al. (2023), yang menekankan pentingnya fundamental perusahaan dan karakteristik yang berkaitan dengan struktur modal dalam menjelaskan nilai perusahaan.

Likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar. Hasil ini menunjukkan bahwa investor pada perusahaan sektor industri di ASEAN menghargai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dan mempertahankan fleksibilitas keuangan. Bagi perusahaan industri, likuiditas yang memadai sangat penting karena aktivitas produksi dan distribusi memerlukan modal kerja yang berkesinambungan. Kekurangan likuiditas dapat mengganggu operasi meskipun aset jangka panjang perusahaan kuat.

Temuan ini mendukung teori sinyal karena likuiditas yang cukup memberikan sinyal stabilitas keuangan dan mengurangi kekhawatiran terhadap kesulitan keuangan jangka pendek. Meskipun penelitian terdahulu menunjukkan bahwa likuiditas dapat memiliki hubungan nonlinier dengan nilai perusahaan, bukti dalam penelitian ini menunjukkan bahwa pada sampel yang diamati, likuiditas dipersepsikan secara positif. Hasil ini konsisten dengan Chia et al. (2020), yang menunjukkan bahwa likuiditas penting bagi nilai perusahaan di pasar berkembang, sekaligus mengingatkan bahwa hubungan tersebut dapat bergantung pada konteks dan kondisi ambang tertentu.

Leverage ditemukan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar, meskipun koefisiennya relatif kecil. Hasil ini menunjukkan bahwa penggunaan

utang pada perusahaan sektor industri tidak secara otomatis ditafsirkan sebagai sinyal negatif. Pada sektor yang padat modal, leverage dapat mendukung investasi dalam aset produktif, peningkatan teknologi, dan ekspansi kapasitas. Ketika utang digunakan untuk membiayai proyek yang meningkatkan nilai, investor dapat menafsirkan leverage sebagai mekanisme pertumbuhan, bukan sekadar sumber risiko.

Temuan ini konsisten dengan teori trade-off yang menyatakan bahwa utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat pajak dan kapasitas pendanaan selama biaya kesulitan keuangan tetap terkendali. Temuan ini juga selaras dengan teori pecking order karena perusahaan dapat menggunakan utang setelah dana internal tidak cukup untuk mendukung ekspansi. Hasil ini mendukung Sadiq et al. (2023) dan Ananto (2025), tetapi perlu ditafsirkan secara hati-hati karena statistik deskriptif menunjukkan heterogenitas leverage yang tinggi. Tanda positif tidak berarti bahwa utang tanpa batas akan bermanfaat; tanda tersebut menunjukkan bahwa utang dapat meningkatkan valuasi apabila dikelola secara hati-hati dan diarahkan untuk tujuan produktif.

Signifikansi simultan struktur aset, likuiditas, dan leverage menunjukkan bahwa nilai pasar dibentuk oleh kombinasi kapasitas operasional, fleksibilitas keuangan jangka pendek, dan strategi pendanaan. Investor tampaknya mengevaluasi fundamental tersebut secara terpadu. Basis aset yang kuat dapat kehilangan relevansi nilai apabila likuiditas tidak memadai, sedangkan leverage dapat dinilai positif hanya ketika didukung oleh aset produktif dan kondisi keuangan jangka pendek yang terkendali.

Konteks lintas negara ASEAN memperkuat kontribusi penelitian ini. Dengan mengkaji perusahaan di Indonesia, Malaysia, dan Singapura secara simultan, penelitian ini menyediakan bukti yang melampaui satu pasar modal. Hal ini penting karena pasar ASEAN berbeda dalam komposisi investor, struktur sektoral, dan tingkat kematangan pasar modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa meskipun terdapat perbedaan tersebut, fundamental internal tetap relevan dalam menjelaskan valuasi pasar perusahaan sektor industri.

Secara teoretis, temuan penelitian ini memperkuat teori sinyal dengan menunjukkan bahwa investor merespons fundamental keuangan tingkat perusahaan sebagai sinyal penciptaan nilai, solvabilitas, dan strategi pendanaan. Pengaruh positif struktur aset juga memperluas pandangan berbasis sumber daya ke dalam konteks pasar modal dengan menunjukkan bahwa sumber daya produktif tercermin dalam valuasi investor. Pengaruh positif leverage mendukung teori trade-off, khususnya pada sektor yang menggunakan utang untuk membiayai investasi produktif dan meningkatkan prospek pertumbuhan.

Secara praktis, temuan ini menyarankan bahwa manajer perusahaan sektor industri tidak boleh hanya berfokus pada peningkatan aset, tetapi perlu memastikan bahwa ekspansi aset bersifat produktif dan berkontribusi terhadap kapasitas pembentukan pendapatan. Pengelolaan likuiditas juga sangat penting karena

investor menghargai perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban jangka pendek sembari menjaga kontinuitas operasi. Pendanaan utang dapat memberikan manfaat apabila digunakan secara strategis, tetapi manajer harus menjaga leverage dalam rentang risiko yang terkendali.

Bagi investor, penelitian ini menunjukkan bahwa struktur aset, likuiditas, dan leverage merupakan indikator penyaringan yang berguna ketika mengevaluasi perusahaan sektor industri di ASEAN. Namun, indikator-indikator tersebut harus ditafsirkan secara bersama-sama. Leverage yang tinggi dapat diterima apabila disertai aset produktif dan likuiditas memadai, tetapi dapat menjadi berisiko apabila fleksibilitas arus kas lemah. Bagi regulator dan lembaga pasar modal, hasil penelitian ini menegaskan pentingnya keterbukaan informasi keuangan yang transparan karena investor mengandalkan fundamental perusahaan untuk membentuk valuasi pasar.

KESIMPULAN

Penelitian ini menguji pengaruh struktur aset, likuiditas, dan leverage terhadap nilai pasar perusahaan sektor industri yang terdaftar di Indonesia, Malaysia, dan Singapura selama periode 2022-2024. Dengan menggunakan 1.314 observasi panel seimbang dan Model Efek Tetap dengan standard error White diagonal, penelitian ini menemukan bahwa ketiga variabel tersebut berpengaruh positif dan signifikan secara statistik terhadap nilai pasar. Model juga signifikan secara simultan, yang menunjukkan bahwa fundamental keuangan internal secara bersama-sama menjelaskan valuasi pasar perusahaan sektor industri di ASEAN.

Temuan ini mengimplikasikan bahwa investor memberikan apresiasi kepada perusahaan dengan kapasitas aset produktif, likuiditas memadai, dan pendanaan utang yang tampak mendukung ekspansi, bukan risiko berlebihan. Penelitian ini berkontribusi pada literatur dengan menyediakan bukti lintas negara ASEAN, berfokus pada sektor industri, dan menggunakan harga penutupan sebagai proksi valuasi berbasis pasar. Penelitian ini juga memberikan dukungan empiris bagi teori sinyal, pandangan berbasis sumber daya, dan teori trade-off dalam konteks perusahaan sektor industri yang tercatat di bursa.

Beberapa keterbatasan perlu diakui. Pertama, periode observasi hanya mencakup tiga tahun, sehingga membatasi kemampuan penelitian dalam menangkap siklus bisnis jangka panjang, perubahan regulasi, dan efek tertunda dari keputusan keuangan. Kedua, sampel terbatas pada perusahaan sektor industri di Indonesia, Malaysia, dan Singapura, sehingga temuan mungkin tidak sepenuhnya dapat digeneralisasi ke negara ASEAN lain atau sektor lain. Ketiga, nilai pasar diproksikan dengan harga penutupan, yang belum sepenuhnya menangkap dimensi valuasi alternatif seperti Tobin's Q, price-to-book value, kapitalisasi pasar, atau enterprise value. Keempat, model hanya memasukkan tiga fundamental internal dan tidak secara eksplisit mengendalikan profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, tata kelola perusahaan, kebijakan dividen, tingkat suku

bunga, inflasi, atau nilai tukar. Kelima, meskipun efek tetap dan standard error robust meningkatkan reliabilitas estimasi, model belum secara langsung mengatasi kausalitas dinamis, kausalitas balik, atau efek ambang.

Penelitian mendatang disarankan untuk memperpanjang periode observasi, memasukkan lebih banyak negara ASEAN, dan membandingkan beberapa sektor. Proksi valuasi tambahan seperti Tobin's Q, price-to-book value, kapitalisasi pasar, dan enterprise value perlu digunakan untuk menguji robustnes hasil. Penelitian berikutnya juga dapat memasukkan variabel kontrol atau moderasi seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, kualitas tata kelola, dan kondisi makroekonomi. Secara metodologis, model panel dinamis, generalized method of moments, regresi kuantil, dan regresi ambang dapat memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai hubungan nonlinier dan efek yang heterogen antarkelompok perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Slehat, Z. A. F. (2020). Impact of financial leverage, size and assets structure on firm value: Evidence from industrial sector, Jordan. *International Business Research*, 13(1), 109-120. <https://doi.org/10.5539/ibr.v13n1p109>
- Ananto, P. (2025). Capital structure effects: The role of sales growth in shaping firm performance across Southeast Asia. *JASF: Journal of Accounting and Strategic Finance*, 8(2), 344-362. <https://doi.org/10.33005/jasf.v8i2.645>
- ASEAN Exchanges. (2025). ASEAN capital markets: 2024 recap and 2025 outlook.
- ASEAN+3 Macroeconomic Research Office. (2024). ASEAN+3 financial stability report 2024. AMRO.
- Badan Pusat Statistik. (2025). Indonesia's economic growth 2024 was 5.03 percent. BPS-Statistics Indonesia.
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data* (6th ed.). Springer.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Bui, T. N., Nguyen, X. H., & Pham, K. T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market. *International Journal of Financial Studies*, 11(3), 100. <https://doi.org/10.3390/ijfs11030100>
- Chia, Y. E., Lim, K. P., & Goh, K. L. (2020). Liquidity and firm value in an emerging market: Nonlinearity, political connections and corporate ownership. *The North American Journal of Economics and Finance*, 52, 101169. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101169>
- Department of Statistics Malaysia. (2025). Gross domestic product fourth quarter 2024. DOSM.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Ministry of Trade and Industry Singapore. (2025). Singapore's GDP grew by 4.3 per cent in the fourth quarter of 2024 and by 4.0 per cent in 2024. MTI Singapore.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Sadiq, M., Yousaf, S. U., Anser, M. K., Khan, H. U. R., Sriyanto, S., Zaman, K., Tu, D. V., & Anis, S. N. M. (2023). The role of debt financing in the relationship between capital structure, firm value, and macroeconomic factors: To throw caution to the wind. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 87, 212-223. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.11.001>
- Securities Commission Malaysia. (2025). Malaysian capital market developments in 2024. SC Malaysia.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). MIT Press.