

Pengaruh Struktur Utang dan Likuiditas terhadap Kinerja Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2019-2024

Muhammad Ichsan^{1*}, Dewi Pebriyani²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Negeri Padang, Padang

*Korespondensi: muhihsan120501@gmail.com

Tanggal Masuk:

10 Juli 2025

Tanggal Revisi:

30 September 2025

Tanggal Diterima:

17 Oktober 2025

Keywords: *Debt Structure; Financial Ratio Analysis; Firm Performance; Liquidity; Pharmaceutical Industry.*

How to cite (APA 6th style)

Ichsan, M., & Pebriyani, D. (2025). Pengaruh Struktur Utang dan Likuiditas terhadap Kinerja Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2019-2024. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi (JEA)*, 7 (4), 1429-1444.

DOI:

<https://doi.org/10.24036/jea.v7i4.3350>

Abstract

This research is motivated by the pharmaceutical companies that are in high debt and have been sued, and company losses have increased sharply from the previous year. This study aims to examine the influence of debt structure and liquidity on firm performance among pharmaceutical companies listed on the Indonesia Stock Exchange from 2019 to 2024. This research utilized secondary data from financial statements of individual pharmaceutical companies obtained from the official website of the Indonesia Stock Exchange and respective company websites. The sample consists of 53 observations, employing multiple linear regression analysis with financial ratio analysis using IBM SPSS software. The results demonstrate that both debt structure and liquidity simultaneously have a significant influence on firm performance. The findings indicate that debt structure has a negative partial effect on firm performance, while liquidity has a positive partial effect on firm performance. Future research is recommended to explore additional internal and external variables and implement more dynamic analytical methods to better explain variations in firm performance.



This is an open access article distributed under the [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

PENDAHULUAN

Industri farmasi Indonesia menghadapi tantangan yang cukup kompleks. Di satu sisi, sektor ini berperan penting sebagai tulang punggung ketahanan kesehatan nasional dengan kontribusi ekonomi yang signifikan. Di sisi lain, banyak perusahaan farmasi mengalami kesulitan keuangan yang serius. Regulasi yang ketat, persaingan global yang semakin ketat, dan kebutuhan investasi penelitian dan pengembangan yang besar membuat pengelolaan keuangan menjadi sangat menantang. Keseimbangan antara kebutuhan dana jangka panjang untuk inovasi dan tuntutan jangka pendek untuk operasional menjadi kunci kelangsungan hidup perusahaan.

Krisis keuangan yang dialami beberapa perusahaan farmasi besar Indonesia dalam beberapa tahun terakhir memberikan gambaran nyata tentang dampak buruk dari pengelolaan keuangan yang kurang tepat. Kerugian besar PT Kimia Farma sebesar Rp1,8 triliun di tahun 2023, masalah pinjaman daring PT Indofarma senilai Rp69,7 miliar, dan dua kali pengajuan penundaan pembayaran utang yang dialami PT Biofarma menunjukkan betapa pentingnya pengelolaan struktur utang dan likuiditas yang baik. Kasus-kasus ini menggarisbawahi perlunya pemahaman yang mendalam tentang bagaimana keputusan keuangan dapat menentukan nasib perusahaan di industri yang sangat strategis ini. Kasus-kasus yang terjadi pada industri farmasi ini erat kaitannya dengan utang yang berlebihan dan kerugian yang signifikan, yang bisa mempengaruhi kinerja perusahaan.

Hubungan antara struktur utang dan kinerja perusahaan telah menjadi topik perdebatan yang menarik dalam dunia akademis. Secara teori, penggunaan utang dapat memberikan keuntungan berupa penghematan pajak dan meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham. Namun, utang yang terlalu tinggi juga dapat meningkatkan risiko kesulitan keuangan yang pada akhirnya dapat merusak kinerja perusahaan. Hasil penelitian dari berbagai negara menunjukkan temuan yang beragam. Anichebe & Dike (2016) menemukan bahwa struktur utang yang optimal dapat memberikan dampak positif terhadap kinerja perusahaan farmasi. Sebaliknya, Nazir et al. (2021) menemukan bahwa utang justru berdampak negatif terhadap profitabilitas. Tretiakova et al. (2021) menambahkan bahwa utang jangka panjang dapat memberikan kontribusi positif terhadap valuasi pasar, sehingga menciptakan kompleksitas dalam interpretasi hasil.

Pengelolaan likuiditas juga menghadirkan dilema yang serupa dalam upaya meningkatkan kinerja perusahaan. Meskipun likuiditas yang cukup memberikan fleksibilitas dan ketahanan terhadap guncangan ekonomi, terlalu banyak menyimpan kas dapat menunjukkan ketidakefisienan dalam penggunaan sumber daya. Penelitian Bari et al. (2021) mengonfirmasi bahwa manajemen likuiditas yang efektif dapat meningkatkan profitabilitas, namun juga memperingatkan potensi masalah yang timbul dari kelebihan likuiditas. Yameen et al. (2019) memperkuat argumen ini dengan menunjukkan pentingnya rasio likuiditas terhadap kinerja perusahaan farmasi, meskipun hubungannya tidak selalu bersifat *linear*.

Kebaruan penelitian ini terletak pada dua aspek utama yang membedakannya dari penelitian sebelumnya. Yaitu fokus pada industri farmasi yang merupakan garda terdepan sebagai ketahanan kesehatan nasional, serta fokus waktu pada periode 2019-2024 menangkap dinamika unik industri farmasi sebelum sampai selesainya pandemi COVID-19, dimana sektor ini mengalami perubahan *fundamental* dari sisi permintaan, regulasi, dan struktur operasional.

Penelitian yang ada saat ini lebih banyak berfokus pada sektor manufaktur secara umum, perbankan, atau properti, sementara industri farmasi Indonesia relatif kurang mendapat perhatian dalam diskusi akademis di bidang akuntansi. Perbedaan hasil penelitian dari berbagai negara dan periode waktu menciptakan kebutuhan untuk kontekstualisasi lokal yang dapat memberikan wawasan khusus bagi industri farmasi Indonesia. Kesenjangan ini menjadi semakin penting mengingat karakteristik unik industri farmasi yang memiliki siklus produk panjang, regulasi ketat, dan sensitivitas tinggi terhadap perubahan kebijakan kesehatan.

Agency Theory menjadi landasan teori yang cocok untuk penelitian ini karena beberapa alasan. Pertama, struktur kepemilikan yang tersebar dan kompleksitas operasional industri farmasi menciptakan kondisi yang tepat untuk munculnya konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Kedua, karakteristik investasi farmasi yang membutuhkan modal besar dan berisiko tinggi memperbesar potensi masalah dalam pengambilan keputusan keuangan. Ketiga, mekanisme kontrol melalui struktur utang menjadi sangat relevan, dimana kewajiban finansial dapat berfungsi sebagai alat pengawasan terhadap perilaku manajemen

yang berpotensi merugikan. Keempat, pengelolaan likuiditas yang optimal memerlukan keseimbangan antara fleksibilitas operasional dan efisiensi alokasi, area dimana konflik kepentingan sering muncul melalui penimbunan kas atau investasi berlebihan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur utang dan likuiditas terhadap kinerja perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024. Struktur utang diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), likuiditas diukur dengan rasio lancar, sementara kinerja perusahaan diukur menggunakan ROA. Kontribusi yang diharapkan meliputi pengayaan literatur manajemen keuangan melalui bukti empiris dari sektor strategis, penyediaan panduan praktis bagi manajemen perusahaan farmasi dalam mengoptimalkan struktur modal, dan perumusan rekomendasi kebijakan yang dapat mendukung keberlanjutan dan pertumbuhan industri farmasi nasional sebagai pilar ketahanan kesehatan dan ekonomi Indonesia.

REVIU LITERATUR DAN HIPOTESIS

Agency Theory

Teori keagenan (*agency theory*) merupakan salah satu teori *fundamental* dalam keuangan perusahaan yang menjelaskan hubungan kontraktual antara prinsipal (pemilik atau pemegang saham) dan agen (manajer). Jensen dan Meckling (1976) pertama kali memperkenalkan konsep ini untuk menjelaskan konflik kepentingan yang muncul dalam struktur kepemilikan perusahaan modern. Teori ini memiliki relevansi yang sangat tinggi dalam konteks pengelolaan keuangan perusahaan, khususnya dalam pengambilan keputusan struktur modal dan manajemen likuiditas. Perkembangan terkini dalam teori keagenan menunjukkan bahwa konflik keagenan tidak hanya terbatas pada hubungan antara pemegang saham dan manajemen, tetapi juga meluas pada hubungan dengan *stakeholder* lainnya. Fama dan French (2017) menekankan bahwa dalam konteks perusahaan modern, teori keagenan harus mempertimbangkan kompleksitas hubungan multipihak yang dapat mempengaruhi keputusan keuangan perusahaan.

Dalam konteks struktur utang, Myers (2001) menjelaskan bahwa utang dapat berfungsi sebagai mekanisme pengawasan yang membantu mengurangi konflik keagenan. Penggunaan utang menciptakan kewajiban pembayaran yang rutin, sehingga membatasi arus kas bebas yang dapat digunakan manajemen untuk kepentingan pribadi. Selain itu, kehadiran kreditur sebagai pihak eksternal dapat berperan sebagai pengawas tambahan terhadap kinerja manajemen. Perusahaan dengan tingkat utang yang optimal dapat mengurangi biaya keagenan secara signifikan. Pada tingkat utang yang rendah hingga moderat, utang dapat mengurangi biaya keagenan. Namun, ketika tingkat utang menjadi terlalu tinggi, muncul masalah keagenan baru antara pemegang saham dan kreditor yang dapat menurunkan kinerja perusahaan. Dalam konteks likuiditas, teori keagenan memberikan perspektif yang menarik tentang bagaimana pengelolaan kas dan aset likuid dapat mempengaruhi konflik kepentingan. Bari et al. (2021) menjelaskan bahwa likuiditas yang berlebihan dapat meningkatkan risiko masalah keagenan karena dana yang menganggur dapat disalahgunakan oleh manajer untuk kepentingan pribadi.

Dalam konteks penelitian ini, teori keagenan memberikan landasan teoretis yang kuat untuk memahami bagaimana keputusan struktur utang dan pengelolaan likuiditas dapat dipengaruhi oleh konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen. Struktur utang yang optimal dapat berfungsi sebagai mekanisme disiplin yang mendorong efisiensi manajerial, sementara pengelolaan likuiditas yang tepat dapat menyeimbangkan kebutuhan fleksibilitas operasional dengan pencegahan penyalahgunaan dana perusahaan. Dengan demikian, teori keagenan menyediakan kerangka konseptual yang komprehensif untuk

menganalisis hubungan antara struktur keuangan dan kinerja perusahaan dalam industri farmasi.

Struktur Utang

Struktur utang merujuk pada komposisi antara utang jangka pendek dan utang jangka panjang yang dimiliki oleh perusahaan. Brigham & Houston (2019) mendefinisikan struktur utang sebagai kombinasi dari berbagai jenis utang yang membentuk sisi kewajiban dalam neraca perusahaan. Pemilihan struktur utang yang tepat merupakan keputusan penting karena mempengaruhi biaya modal dan nilai perusahaan. Modigliani & Miller (1958) dalam proposisi klasiknya menyatakan bahwa struktur utang perusahaan tidak memengaruhi nilai perusahaan dalam kondisi pasar yang sempurna. Namun, dalam dunia nyata, di mana terdapat pajak, biaya kebangkrutan, dan masalah agensi, struktur utang menjadi faktor penting dalam menentukan kinerja perusahaan. Van Horne & Wachowicz (2021) menjelaskan bahwa struktur utang yang ideal adalah struktur yang meminimalisir biaya modal perusahaan sekaligus memaksimalkan nilai bagi pemegang saham. Ross et al. (2019) menambahkan bahwa perusahaan perlu mempertimbangkan beberapa faktor dalam menentukan struktur utang, yaitu biaya modal (*cost of capital*), risiko finansial (*financial risk*), fleksibilitas keuangan (*financial flexibility*), timing pasar (*market timing*), dan karakteristik industri dan bisnis. Dalam mengukur struktur utang, penelitian ini mengadopsi rasio yang disarankan oleh Brigham & Houston (2019), yaitu *Debt to Equity Ratio* (DER).

Likuiditas

Likuiditas adalah salah satu aspek *fundamental* dalam keuangan perusahaan yang merujuk pada kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Gitman & Zutter (2018) mendefinisikan likuiditas sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar tagihan secara tepat waktu. Konsep ini menjadi sangat krusial karena berhubungan langsung dengan kelangsungan operasional perusahaan sehari-hari. Ross et al. (2019) menjelaskan bahwa likuiditas memiliki dua dimensi utama, yaitu waktu yang dibutuhkan untuk mengubah aset menjadi kas, serta kepastian nilai yang dapat diperoleh dari perubahan tersebut. Brealey et al. (2020) mengidentifikasi beberapa aspek penting dari likuiditas perusahaan, meliputi keseimbangan likuiditas sebagai *trade-off* antara menjaga likuiditas yang cukup dan penggunaan aset yang efisien, siklus konversi kas sebagai periode waktu antara pengeluaran kas untuk sumber daya dan penerimaan kas dari hasil penjualan, dan manajemen modal kerja dalam pengelolaan aset lancar dan kewajiban lancar. Brigham & Houston (2019) menyebutkan bahwa rasio-rasio likuiditas utama seperti *Current Ratio* sangat cocok dan valid digunakan sebagai pengukuran likuiditas perusahaan.

Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan merujuk pada sejauh mana perusahaan berhasil mencapai tujuan keuangannya. Kaplan & Norton (1996) mendefinisikan kinerja perusahaan sebagai pencapaian tujuan organisasi dari segi keuangan dan non-keuangan yang dihasilkan melalui serangkaian keputusan dan tindakan manajemen. Ross et al. (2019) menambahkan bahwa kinerja perusahaan mencerminkan efektivitas penggunaan sumber daya, efisiensi operasional, kemampuan menghasilkan laba, dan penciptaan nilai bagi pemegang saham. Brigham & Houston (2019) menjelaskan bahwa kinerja perusahaan dapat dilihat dari beberapa dimensi, yaitu dimensi operasional yang terdiri dari efisiensi proses bisnis, produktivitas sumber daya, dan kualitas produk dan layanan; dimensi keuangan yang meliputi profitabilitas, pertumbuhan pendapatan, dan pengembalian investasi; serta dimensi pasar yang mencakup nilai pasar perusahaan, posisi kompetitif, dan pangsa pasar. Pengukuran untuk kinerja perusahaan menggunakan (*Return on Assets*).

Industri Farmasi

Industri farmasi memiliki karakteristik yang unik dan kompleks yang membedakannya dari industri manufaktur lainnya. DiMasi et al. (2016) menjelaskan bahwa industri farmasi merupakan sektor yang sangat intensif dalam hal penelitian dan pengembangan, dengan periode pengembangan produk yang panjang dan tingkat risiko yang tinggi. Proses pengembangan obat baru dapat memakan waktu 10-15 tahun dengan biaya yang sangat besar, sementara tingkat keberhasilan pengembangan obat baru relatif rendah. Schweitzer & Lu (2018) menambahkan bahwa industri farmasi memiliki *barriers to entry* yang tinggi karena kebutuhan modal yang besar, regulasi yang ketat, dan keperluan akan tenaga kerja yang sangat terampil. Van Horne & Wachowicz (2021) menyoroti bahwa struktur modal industri farmasi cenderung memiliki karakteristik tersendiri karena tingginya kebutuhan modal untuk penelitian dan pengembangan, serta investasi dalam fasilitas produksi yang memenuhi standar. Berdasarkan data Kementerian Perindustrian (2023), sektor farmasi Indonesia menunjukkan pertumbuhan yang konsisten dengan kontribusi yang semakin meningkat terhadap PDB nasional. Implementasi program Jaminan Kesehatan Nasional (JKN) telah menjadi salah satu faktor pendorong utama pertumbuhan permintaan produk farmasi di Indonesia.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Struktur Utang terhadap Kinerja Perusahaan

Struktur utang merupakan komposisi pendanaan eksternal yang terdiri atas utang jangka pendek dan utang jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk mendanai kegiatan operasionalnya (Tretiakova et al., 2021). Penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan dapat memberikan keuntungan finansial melalui penghematan pajak (*Tax Shield*) yang bisa meningkatkan profitabilitas perusahaan. Penelitian Nazir et al. (2021) menunjukkan bahwa utang jangka pendek dan jangka panjang memiliki hubungan negatif dengan profitabilitas, yang mengindikasikan bahwa perusahaan harus berhati-hati dalam mengelola tingkat utang mereka. Penulis menyarankan agar pemilik dan manajer perusahaan fokus pada menemukan tingkat utang yang memadai untuk memaksimalkan profitabilitas.

Dengan demikian, dapat diajukan hipotesis bahwa semakin tinggi tingkat struktur utang dalam keuangan perusahaan, maka akan mempengaruhi kinerja perusahaan menjadi buruk. Berdasarkan uraian di atas, peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H1: Struktur Utang berpengaruh negatif terhadap Kinerja Perusahaan

Pengaruh Likuiditas terhadap Kinerja Perusahaan

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar yang dimiliki, yang mencerminkan ketersediaan dana dan kemampuan perusahaan untuk bertahan dalam kondisi keuangan yang fluktuatif (Yameen et al., 2019). Tingkat likuiditas yang baik mencerminkan kondisi keuangan yang sehat dan memberikan fleksibilitas bagi perusahaan untuk menangkap peluang investasi yang menguntungkan, sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Menurut penelitian Bari et al. (2021), likuiditas memiliki dampak yang signifikan terhadap profitabilitas perusahaan farmasi, yang menunjukkan pentingnya pengelolaan modal kerja yang efektif dalam meningkatkan kinerja keuangan. Yameen et al. (2019) juga menemukan bahwa likuiditas yang diukur dengan CR (*Current Ratio*) dan QR (*Quick Ratio*), memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, yang semakin memperkuat hubungan positif antara likuiditas dan kinerja perusahaan.

Pada akhirnya, dapat diajukan hipotesis bahwa semakin tinggi tingkat likuiditas dalam keuangan perusahaan, maka akan mempengaruhi kinerja perusahaan menjadi lebih baik. Berdasarkan uraian di atas, peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H2: Likuiditas berpengaruh positif terhadap Kinerja Perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan pendekatan studi empiris. Metode kuantitatif dipilih karena penelitian ini bertujuan untuk meneliti populasi atau sampel tertentu melalui pengumpulan data dengan instrumen penelitian dan analisis data yang bersifat kuantitatif/statistik untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan (Sugiyono, 2017). Penelitian ini menguji hipotesis bahwa struktur utang dan likuiditas memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019-2024. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan kriteria tertentu (Sugiyono, 2017). Cooper & Schindler (2014) menjelaskan bahwa *purposive sampling* efektif digunakan ketika peneliti membutuhkan sampel yang memenuhi kriteria spesifik untuk mencapai tujuan penelitian. Kriteria pemilihan sampel tersebut yaitu:

Tabel 1
Kriteria Pemilihan Sampel Penelitian

No	Kriteria	Jumlah
1.	Jumlah perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2019-2024	14
2.	Perusahaan sektor farmasi yang tidak secara konsisten terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2019-2024	(4)
3.	Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan tahunan secara lengkap selama periode penelitian (2019-2024)	(0)
Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel		10
Jumlah periode penelitian dari 2019-2024		6
Jumlah sampel akhir yang akan diteliti		60

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2025

Dari 14 perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI, setelah penerapan kriteria *purposive sampling*, diperoleh 10 perusahaan sebagai sampel penelitian selama 5 tahun (2019-2023), sehingga total observasi adalah 60 (10 perusahaan $\times$ 6 tahun). Sampel penelitian terdiri dari: Darya-Varia Laboratoria Tbk (DVLA), Indofarma Tbk (INAF), Kalbe Farma Tbk (KLBF), Kimia Farma Tbk. (KAEF), Merck Tbk (MERK), Phapros Tbk (PEHA), Pyridam Farma Tbk (PYFA), Organon Pharma Indonesia Tbk (SCPI), Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO), dan Tempo Scan Pacific Tbk (TSPC).

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan dari perusahaan sektor farmasi di BEI tahun 2019-2024 yang telah diaudit. Menurut Sekaran & Bougie (2016), data sekunder adalah data yang diperoleh dari sumber-sumber yang sudah ada dan tidak dikumpulkan secara langsung oleh peneliti, dapat berupa catatan atau dokumentasi perusahaan, publikasi pemerintah, analisis industri dari *media*, *website*, dan sebagainya. Teknik pengumpulan data menggunakan dua metode yaitu studi pustaka dan dokumentasi. Studi pustaka dilakukan dengan menelaah literatur seperti buku dan sumber relevan lainnya yang berhubungan dengan variabel penelitian. Metode dokumentasi melibatkan pengumpulan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan perusahaan yang telah diaudit dan dipublikasikan secara resmi di situs web Bursa Efek Indonesia (Sugiyono, 2017). Sumber

data penelitian diambil dari situs resmi BEI (www.idx.co.id) dan situs resmi masing-masing perusahaan. Data yang dikumpulkan meliputi komponen laporan keuangan yang diperlukan untuk menghitung rasio keuangan yang menjadi fokus penelitian, mencakup total aset, total utang, total ekuitas, aset lancar, utang lancar, persediaan, laba bersih, dan komponen keuangan lainnya yang relevan. Sekaran & Bougie (2016) menegaskan bahwa dalam penelitian kuantitatif, kelengkapan dan akurasi data menjadi faktor krusial yang mempengaruhi validitas hasil penelitian.

Variabel dalam penelitian ini ada 3, yaitu struktur utang, likuiditas, dan kinerja perusahaan. Struktur utang mengacu pada komposisi pendanaan perusahaan yang berasal dari utang, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam penelitian ini, struktur utang diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). DER adalah rasio yang membandingkan total utang dengan total ekuitas pemegang saham (Hery, 2016). Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya menggunakan aset lancar yang tersedia. Analisis likuiditas dilakukan melalui *Current Ratio* (CR). CR mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek dengan memanfaatkan aset lancar (Munawir, 2014). Kinerja perusahaan mencerminkan prestasi yang dicapai perusahaan dalam periode tertentu, diukur melalui *Return on Assets* (ROA). ROA mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari penggunaan seluruh aset (Sudana, 2015).

Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda dengan bantuan program SPSS. Tahapan yang dipergunakan dalam menguji hipotesis pada penelitian ini dimulai dari analisis deskriptif (Ghozali & Ratmono, 2018). Lalu dilanjutkan dengan uji asumsi klasik (Gujarati & Porter, 2015)(Ghozali, 2011), analisis regresi linear berganda, uji f, serta uji kelayakan model (Ghozali, 2018). Pada akhirnya ditutup dengan uji t untuk menguji hipotesis (Basuki & Prawoto, 2015).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengecekan Data *Outlier*

Tabel 2
Hasil Uji *Casewase Diagnostics*

Casewise Diagnostics^a				
Kinerja				
Case Number	Std. Residual	Perusahaan (Y)	Predicted Value	Residual
10	-1,560	-,27933	-,0492861	-,23004387
11	-5,407	-,94890	-,1515510	-,79734901
12	-2,610	-,54111	-,1562803	-,38482966
30	-1,316	,16037	,3545082	-,19413816
37	-1,577	,07946	,3119869	-,23252689
38	1,190	,13662	-,0388212	,17544124
52	1,297	,18116	-,0101672	,19132722

a. Dependent Variable: Kinerja Perusahaan (Y)

Sumber: Data diolah dengan IBM SPSS Statistics 22, 2025

Dari tabel diatas, didapat sebanyak 7 sampel dari total 60 sampel yang terdeteksi menjadi *outlier*. Oleh karena itu, sampel tersebut harus dikeluarkan, dan didapat sampel akhir untuk penelitian ini adalah sebanyak 53 sampel. Dari hasil pemeriksaan ulang nilai data setiap variabel, didapat sebanyak 7 data yang nilainya dianggap ekstrem (*outlier*).

Dari hasil pemeriksaan ulang nilai data setiap variabel, didapat sebanyak 7 data yang nilainya dianggap ekstrem (*outlier*). Data-data tersebut adalah PT Indofarma Tbk. Tahun 2022-2024, PT Merck Tbk. Tahun 2024, PT Organon Pharma Indonesia Tahun 2019 dan 2020, dan PT Pyridam Farma Tbk. Tahun 2022.

Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 3
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics							
	N	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation	
				Statistic	Std. Error		
Struktur Utang (X1)	53	0,12953	4,59003	0,9899558	0,14770129	1,07528159	
Likuiditas (X2)	53	0,49476	5,74411	2,6586609	0,18093310	1,31721286	
Kinerja Perusahaan (Y)	53	-0,20323	0,30988	0,0802179	0,01352488	0,09846259	
Valid N (listwise)	53						

Sumber: Data diolah dengan IBM SPSS Statistics 22, 2025

Tabel diatas menjelaskan tentang deskripsi masing-masing dari variabel dalam penelitian ini. Hasil analisis variabel independen dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap kinerja perusahaan menunjukkan nilai terendah sebesar -0,20323 dan nilai tertinggiya yaitu 0,30988, serta rata-rata 0,0802179 dan standar deviasi 0,09846259. Variabel independen struktur utang menunjukkan nilai terendah dan tertinggiya sebesar 0,12953 dan 4,59003, dengan rata-rata 0,9899558 dan standar deviasinya 1,07528159. Sedangkan variabel independen likuiditas menunjukkan angka terendah dan tertinggiya sebesar 0,49476 dan 5,74411, dengan rata-rata 2,6586609 dan standar deviasinya 1,31721286.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Hasil Uji Normalitas

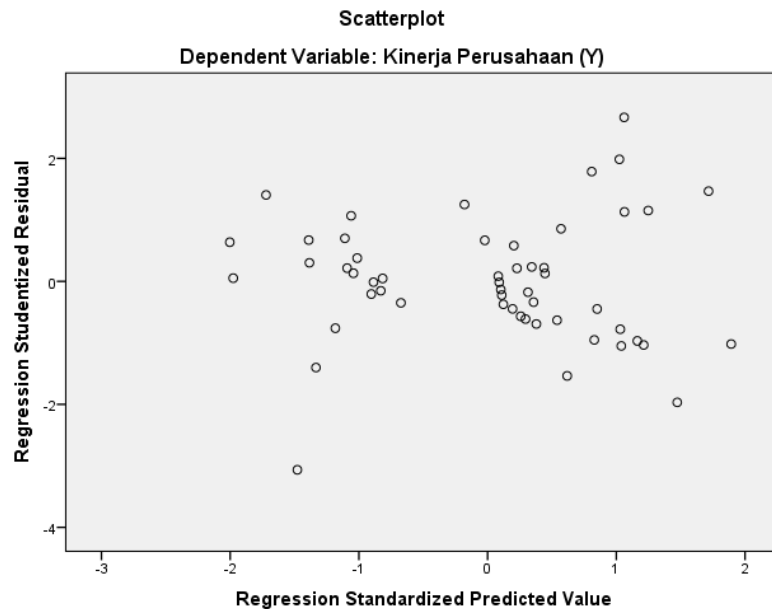
Tabel 4
Hasil Uji Normalitas

		Unstandardized Residual
N		53
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	0,05331282
Most Extreme Differences	Absolute	0,086
	Positive	0,086
	Negative	-0,072
Test Statistic		0,086
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,200 ^c
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		
c. Lilliefors Significance Correction.		
d. This is a lower bound of the true significance		

Sumber: Data diolah dengan IBM SPSS Statistics 22, 2025

Dari Tabel didapat nilai probabilitasnya yaitu sebesar 0,200, yang mana lebih besar dari α (0,05). Maka didapat kesimpulan bahwa residual data telah terdistribusi secara normal dan uji normalitas dalam penelitian ini telah terpenuhi.

Hasil Uji Heteroskedastisitas



Gambar 1. Hasil Uji Scatterplot

Sumber: Data diolah dengan IBM SPSS Statistics 22, 2025

Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan uji *scatterplot*. Dapat dilihat dari gambar diatas, titik-titik data yang menyebar tidak membentuk pola tertentu (membentuk pola acak) dan titik-titik data tersebut menyebar diatas dan dibawah titik 0 (nol) pada sumbu Y dan X. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas yaitu Struktur Utang dan Likuiditas tidak terdapat heteroskedastisitas pada data yang diolah.

Hasil Uji Multikolinearitas

Tabel 5
Hasil Uji Multikolinearitas

Model	Coefficients ^a	
	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1. (Constant)		
Struktur Utang (X1)	0,481	2,077
Likuiditas (X2)	0,481	2,077

a. Dependent Variable: Kinerja Perusahaan (Y)

Sumber: Data diolah dengan IBM SPSS Statistics 22, 2025

Dari tabel diatas didapat bahwa nilai VIF dan *tolerance* dari struktur utang dan likuiditas sama, yaitu 0,481 dan 2,077. Yang mana kedua angka ini memenuhi persyaratan dari multikolinearitas yaitu dengan nilai VIF yang lebih kecil dari 10 dan nilai *tolerance* yang lebih besar dari 0,10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas antara variabel bebas, yang berarti semua variabel bebas dalam penelitian ini tidak memiliki hubungan yang erat antara satu sama lain.

Hasil Uji Autokorelasi

Tabel 6
Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1.	0,841 ^a	0,707	0,695	0,05436862	1,031

a. Predictors: (Constant), Struktur Utang, Likuiditas

b. Dependent Variable: Kinerja Perusahaan

Sumber: Data diolah dengan IBM SPSS Statistics 22, 2025

Uji Autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan uji *Durbin-Watson*. Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai *Durbin-Watson* (DW) adalah 1,031 yang berarti berada dibawah dari nilai dU sebesar 1,6359 dan 4-dU sebesar 2,3641 sehingga dapat disimpulkan bahwa terjadi gejala autokorelasi antara data berdasarkan urutan waktu. Dikarenakan adanya autokorelasi dalam data ini, langkah selanjutnya untuk mencegah autokorelasi ini adalah dengan menggunakan uji *cochrane – orcutt*. Caranya dengan melakukan transformasi variabel dan menghitung kembali angkanya dengan koefisien rho. Setelah itu baru dilakukan ulang untuk uji *durbin – watson*-nya. Berikut merupakan tabel hasil uji *durbin – watson* setelah transformasi data variabel melalui uji *cochrane – orcutt*.

Tabel 7
Hasil Uji Autokorelasi setelah Transformasi Variabel

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1.	0,774 ^a	0,600	0,583	0,04690	1,909

a. Predictors: (Constant), Lag_X2, Lag_X1

b. Dependent Variable: Lag_Y

Sumber: Data diolah dengan IBM SPSS Statistics 22, 2025

Dari tabel diatas didapat nilai DW adalah 1,909, yang mana sudah berada diantara nilai dU sebesar 1,6359 dan 4-dU sebesar 2,3641. Dengan demikian masalah autokorelasi dalam model regresi ini sudah teratasi dengan adanya bantuan transformasi variabel *Cochrane-orcutt*.

Analisis Regresi Linear Berganda

Tabel 8
Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Coefficients ^a						
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1.	(Constant)	0,008	0,018		0,457	0,650
	Struktur Utang (X1)	-0,028	0,010	-0,361	-2,834	0,007
	Likuiditas (X2)	0,034	0,009	0,467	3,740	0,000

a. Dependent Variable: Kinerja Perusahaan (Y)

Sumber: Data diolah dengan IBM SPSS Statistics 22, 2025

Berdasarkan Tabel 8 dapat dianalisis model persamaan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 \cdot X_1 + \beta_2 \cdot X_2 + \epsilon$$

$$Y = 0,008 - 0,028X_1 + 0,034X_2 + \epsilon$$

Berdasarkan persamaan regresi diatas dapat dijelaskan sebagai berikut: Nilai konstanta sebesar 0,008 artinya adalah apabila variabel-variabel independen bernilai nol, maka besarnya kinerja perusahaan yang terjadi adalah 0,008. Nilai koefisien struktur utang sebesar -0,028. Hal ini menunjukkan jika variabel struktur utang meningkat satu satuan maka variabel kinerja perusahaan akan menurun sebesar -0,028 dengan asumsi variabel lainnya tetap. Nilai koefisien likuiditas sebesar 0,034. Hal ini menunjukkan jika variabel likuiditas meningkat satu satuan maka variabel kinerja perusahaan akan meningkat sebesar 0,034 dengan asumsi variabel lainnya tetap.

Pengujian Hipotesis

Uji Koefisien Determinasi *Adjusted R Square*

Tabel 9
Hasil Uji R²

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,774 ^a	0,600	0,583	0,04690
a. Predictors: (Constant), Struktur Utang (X1), Likuiditas (X2)				
b. Dependent Variable: Kinerja Perusahaan (Y)				

Sumber: Data diolah dengan IBM SPSS Statistics 22, 2025

Berdasarkan tabel diatas, nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,583 atau 58,3% menunjukkan kemampuan prediksi model setelah disesuaikan dengan jumlah variabel dan ukuran sampel. Nilai *Adjusted R Square* yang tidak jauh berbeda dengan *R Square* mengindikasikan bahwa model cukup *robust* dan tidak mengalami *overfitting*. Dengan demikian, model regresi yang digunakan dalam penelitian ini dapat dinyatakan layak dan sudah cukup kuat untuk digunakan sebagai dasar analisis. Model ini memberikan informasi yang relevan mengenai pengaruh variabel-variabel independen terhadap kinerja perusahaan, dan dapat dijadikan dasar untuk penelitian lanjutan dengan cakupan variabel yang lebih luas.

Hasil Uji F

Tabel 10
Hasil Uji F

ANOVA ^a					
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F
1.	Regression	0,161	2	0,081	36,691
	Residual	0,108	49	0,002	
	Total	0,269	51		

a. Dependent Variable: Kinerja Perusahaan (Y)

b. Predictors: (Constant), Struktur Utang (X1), Likuiditas (X2)

Sumber: Data diolah dengan IBM SPSS Statistics 22, 2025

Dari tabel hasil olah statistik analisis regresi didapat bahwa nilai $F = 36,691$ dan signifikansi $0,000 < 0,05$, maka dapat diartikan bahwa variabel secara bersamaan atau secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Hasil Uji t

Tabel 11
Hasil Uji t

		Coefficients			t	Sig.
		Unstandardized Coefficients	Std. Error	Standardized Coefficients		
		B		Beta		
1.	(Constant)	0,008	0,018		0,457	0,650
	Struktur Utang (X1)	-0,028	0,010	-0,361	-2,834	0,007
	Likuiditas (X2)	0,034	0,009	0,467	3,740	0,000

a. Dependent Variable: Kinerja Perusahaan (Y)

Sumber: Data diolah dengan IBM SPSS Statistics 22, 2025

Berdasarkan hasil penelitian pada Tabel 11, didapat hasil bahwa:

- Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah struktur utang berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasil analisis menunjukkan bahwa struktur utang memiliki β (koefisien regresi) sebesar -0,028 dengan nilai t hitung sebesar 2,834, yang lebih besar dari t tabel yaitu 2,00575 dan tingkat signifikansi $0,007 < 0,05$. Artinya bahwa secara parsial berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama (H1) **diterima**.
- Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah likuiditas berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil analisis menunjukkan bahwa likuiditas memiliki β (koefisien regresi) sebesar 0,034 dengan nilai t hitung sebesar 3,740, yang lebih besar dari t tabel yaitu 2,00575 dan tingkat signifikansi $0,000 < 0,05$. Artinya bahwa secara parsial berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua (H2) **diterima**.

PEMBAHASAN

Pengaruh Struktur Utang terhadap Kinerja Perusahaan di Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019-2024

Hasil penelitian pertama menunjukkan bahwa struktur utang berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Pengaruh negatif struktur utang terhadap kinerja perusahaan dapat dijelaskan melalui beberapa perspektif teoritis. Pertama, berdasarkan *trade-off theory*, peningkatan penggunaan utang akan meningkatkan beban bunga dan risiko *financial distress* yang pada akhirnya dapat menurunkan profitabilitas perusahaan. Kedua, dari sudut pandang *agency theory*, tingginya tingkat utang dapat menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur, serta menciptakan *agency cost* yang berdampak pada efisiensi operasional perusahaan. Temuan ini juga dapat dikaitkan dengan kondisi ekonomi dan karakteristik industri di Indonesia, dimana tingginya suku bunga dan ketidakstabilan ekonomi makro dapat membuat perusahaan dengan struktur utang tinggi menghadapi tekanan yang lebih besar dalam mempertahankan kinerjanya. Selain itu, perusahaan dengan *leverage* tinggi cenderung memiliki fleksibilitas yang terbatas dalam mengambil keputusan investasi yang menguntungkan karena sebagian besar cash flow dialokasikan untuk pembayaran kewajiban utang.

Penelitian ini juga sejalan dengan penelitian oleh Nazir et al. (2021), yang menunjukkan bahwa utang jangka pendek dan jangka panjang memiliki hubungan negatif dengan profitabilitas, yang mengindikasikan bahwa perusahaan harus berhati-hati dalam mengelola tingkat utang mereka. Penelitian ini menyarankan agar pemilik dan manajer

perusahaan fokus pada menemukan tingkat utang yang memadai untuk memaksimalkan profitabilitas.

Pengaruh Likuiditas terhadap Kinerja Perusahaan di Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019-2024

Hasil penelitian kedua menunjukkan bahwa Likuiditas berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Pengaruh positif likuiditas terhadap kinerja perusahaan dapat dijelaskan melalui beberapa perspektif teoritis yang mendukung pentingnya manajemen *working capital* yang efektif. Pertama, berdasarkan *agency theory*, likuiditas yang tinggi dapat mengurangi *agency cost* antara manajemen dan pemegang saham karena memberikan transparansi yang lebih baik dalam pengelolaan kas dan aset lancar perusahaan. Manajemen yang mempertahankan tingkat likuiditas yang memadai menunjukkan kehati-hatian dalam mengelola sumber daya perusahaan dan mengurangi kemungkinan terjadinya *moral hazard*. Kedua, dari perspektif *liquidity theory*, perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi memiliki kemampuan yang lebih baik dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga dapat menghindari *financial distress* dan menjaga kontinuitas operasional yang pada akhirnya berkontribusi positif terhadap profitabilitas.

Dalam konteks *agency theory*, likuiditas yang tinggi juga berfungsi sebagai mekanisme *monitoring* yang efektif karena memberikan fleksibilitas kepada pemegang saham untuk mengevaluasi kinerja manajemen dalam mengelola *working capital*. Perusahaan dengan *current ratio* yang tinggi mengindikasikan bahwa manajemen mampu menyeimbangkan antara efisiensi operasional dengan *prudent financial management*, sehingga mengurangi *agency conflict* dan meningkatkan kepercayaan *stakeholder*. Selain itu, tingkat likuiditas yang memadai memberikan *bonding mechanism* bagi manajemen untuk menunjukkan komitmen mereka terhadap *sustainability* perusahaan dan mengurangi *information asymmetry* dengan para investor. Temuan ini juga dapat dikaitkan dengan dinamika operasional industri farmasi di Indonesia, dimana perusahaan dengan likuiditas yang tinggi memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengelola *inventory*, membiayai aktivitas riset dan pengembangan, serta merespons perubahan permintaan pasar dengan cepat.

Dalam konteks industri farmasi yang memerlukan investasi berkelanjutan untuk inovasi produk dan memiliki *lead time* yang relatif panjang dalam pengembangan produk baru, likuiditas yang memadai memberikan *cushion* finansial yang memungkinkan perusahaan untuk mempertahankan *competitive advantage*. Selain itu, perusahaan dengan *current ratio* yang tinggi cenderung memiliki kemampuan negosiasi yang lebih baik dengan supplier, dapat memanfaatkan *cash discount*, dan memiliki fleksibilitas dalam mengelola *credit policy* yang optimal.

Hasil penelitian ini mendukung *working capital management theory* yang menekankan bahwa pengelolaan aset lancar yang efisien dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan. Perusahaan dengan likuiditas yang tinggi juga memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menghadapi *economic shock* dan ketidakpastian pasar, sebagaimana terlihat selama periode pandemi COVID-19 dimana perusahaan dengan likuiditas yang kuat mampu mempertahankan bahkan meningkatkan kinerjanya.

Penelitian ini juga sejalan dengan penelitian oleh Yameen et al.(2019), yang mana Likuiditas memiliki dampak positif terhadap kinerja keuangan. Ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan likuiditas yang lebih tinggi umumnya memiliki kinerja keuangan yang lebih baik dan sebaliknya. Temuan ini dapat dijelaskan dalam konteks kondisi ekonomi Indonesia selama periode penelitian 2019-2024, dimana industri farmasi menghadapi tantangan serupa dengan yang dialami Vietnam yaitu dampak pandemi COVID-19, ketidakstabilan ekonomi, dan tingginya suku bunga bank. Berdasarkan *liquidity preference theory*, dalam kondisi ekonomi yang *challenging*, perusahaan dengan likuiditas tinggi

memiliki keunggulan karena dapat mempertahankan operasional tanpa bergantung pada pembiayaan eksternal yang mahal, sehingga dapat fokus pada efisiensi dan peluang investasi yang menguntungkan.

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan pengujian hipotesis disimpulkan bahwa struktur utang berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, serta likuiditas berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Struktur utang yang berlebihan jika tidak dikelola dengan baik, justru bisa menurunkan kinerja perusahaan. Selain itu, likuiditas yang baik bisa meningkatkan kinerja perusahaan. Walaupun bertentangan dengan keadaan yang sebenarnya, hal ini bisa terjadi karena adanya suatu kondisi yang memaksakan ekonomi suatu perusahaan. Seperti kondisi Pandemi COVID-19 yang memaksa semua perusahaan untuk bertahan sekuatnya di kondisi yang menekan ini, memaksimalkan likuiditas nya untuk menjalankan operasional perusahaan tanpa bergantung dengan pinjaman dari bank yang memiliki beban utang yang tinggi, sehingga likuiditas yang dimanfaatkan perusahaan tadi bisa meningkatkan kinerja perusahaan.

Keterbatasan

Ada beberapa keterbatasan dalam penelitian ini. Penelitian ini hanya melibatkan sejumlah perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sehingga hasilnya belum tentu mewakili seluruh perusahaan farmasi di Indonesia, khususnya perusahaan non-terbuka atau perusahaan kecil-menengah. Periode yang digunakan adalah 2019–2024, dalam konteks industri farmasi, pengaruh investasi terhadap kinerja keuangan mungkin baru terlihat dalam jangka waktu yang lebih panjang. Apalagi, periode ini juga bersinggungan dengan pandemi COVID-19 yang berdampak besar terhadap sektor kesehatan.

Saran Untuk Penelitian Selanjutnya

Disarankan untuk menambahkan variabel lain yang lebih luas seperti ukuran perusahaan, beban pajak, efisiensi biaya, pengeluaran riset dan pengembangan (R&D), serta menggunakan pendekatan data panel agar dinamika tahunan perusahaan dapat dianalisis lebih mendalam, lalu penambahan variabel moderasi atau mediasi juga dapat memperkaya analisis hubungan antar variabel dan meningkatkan daya prediksi model hingga mendekati 70% atau lebih. Yang terakhir, untuk meningkatkan generalisasi hasil, penelitian selanjutnya direkomendasikan untuk memperluas sampel dengan menambah jumlah perusahaan farmasi (termasuk yang tidak *listed*) atau memperpanjang periode penelitian hingga 7-10 tahun. Alternatif lainnya adalah melakukan studi komparatif antar sektor industri (farmasi vs kesehatan vs manufaktur) untuk memahami perbedaan pola pengaruh struktur utang dan likuiditas terhadap kinerja di berbagai industri.

DAFTAR PUSTAKA

- Anichebe, A. S. D., & Dike, C. C. (2016). Effect of debt mix on firm performance. *Journal of Accounting, Business and Social Sciences*, 1(1), 1–12.
- Bari, M. K., Ghosh, S. K., & Kabir, M. R. (2021). Relationship between Liquidity and Firm Performance: Evidence from the Pharmaceutical Industry of an Emerging Economy. *Journal of Knowledge Globalization*, 13(1), 75–108. <https://www.journal.kglobal.org/index.php/jkg/article/view/277>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2015). Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis. In *PT Rajagrafindo Persada*.

- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of FINANCIAL MANAGEMENT* (15th ed.). Cengage Learning.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2014). *Business Research Methods* (12th ed.). McGrawHill/Irwin. www.mhhe.com
- DiMasi, J. A., Grabowski, H. G., & Hansen, R. W. (2016). Innovation in the pharmaceutical industry: New estimates of R&D costs. *Journal of Health Economics*, 47, 20–33. <https://doi.org/10.1016/j.jhealeco.2016.01.012>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2017). International Tests of a Five-Factor Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, 123, 441–463. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.11.004>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 25* (9th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2018). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika: Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan EVIEWS 10* (2nd ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L., & Zutter, C. (2018). *Principles of Managerial Finance* (13th ed.). Pearson Educated Limited.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2015). Basic Econometrics. In *The McGraw-Hill Series Economics* (5th ed.).
- Hery. (2016). *Analisis Kinerja Keuangan*. PT Grasindo.
- Jensen, M. C., & Heckling, W. H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360. <https://doi.org/10.1057/9781137341280.0038>
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). The Balanced Scorecard: Translating Strategy Into Action. In *Harvard Business School Press*. <https://doi.org/10.1109/jproc.1997.628729>
- Kasmir. (2018). *Analisis Laporan Keuangan*. PT. Raja Grafindo Persada.
- Kemenperin. (2023). *Kemenperin: Terus Ekspansi, Sektor IKFT Genjot Investasi*. Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. <https://bbt.kemenperin.go.id/blog/konten-53#:~:text=Industri kimia%2C farmasi%2C dan tekstil,nasional mencapai 3%2C88 persen.>
- 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. <https://doi.org/10.1136/bmj.2.3594.952>
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102. <https://doi.org/10.4324/9781003073796-9>
- Nazir, A., Azam, M., & Khalid, M. U. (2021). Debt financing and firm performance: empirical evidence from the Pakistan Stock Exchange. *Asian Journal of Accounting Research*, 6(3), 324–334. <https://doi.org/10.1108/AJAR-03-2019-0019>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2019). *Fundamentals of Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- S., M. (2014). *Analisis Laporan Keuangan* (Liberty (ed.)).
- Schweitzer, S. O., & Lu, Z. J. (2018). *Pharmaceutical Economics and Policy* (3rd ed.). Oxford University Press.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach* (7th ed.). John Wiley & Sons Ltd. <http://repository.lppm.unila.ac.id/id/eprint/12007>
- Sudana, I. M. (2015). *Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori dan Praktik* (2nd ed.). Penerbit Erlangga.

- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D* (25th ed.). Penerbit Alfabeta Bandung.
- Tretiakova, V. V., Shalneva, M. S., & Lvov, A. S. (2021). The Relationship between Capital Structure and Financial Performance of the Company. *SHS Web of Conferences*, 91(01002), 1–9. <https://doi.org/10.1051/shsconf/20219101002>
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2021). *Prinsip-prinsip manajemen keuangan*. Salemba Empat.
- Wardah, N., Sundarta, H. M. I., & Hurriyaturrohman, H. (2024). Pengaruh Tingkat Likuiditas dan Struktur Utang Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Industri Manufaktur di BEI (Studi Kasus Pada Sub Sektor Semen Periode 2017-2021). *ECo-Fin*, 6(2), 110–120. <https://doi.org/10.32877/ef.v6i2.909>
- Yameen, M., Farhan, N. H. S., & Tabash, M. I. (2019). The impact of liquidity on firms' performance: Empirical investigation from Indian pharmaceutical companies. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 8(3), 212–220. <https://doi.org/10.36941/ajis-2019-0019>