

Hubungan *Tone* Pengungkapan, Profitabilitas, Likuiditas, Struktur Modal, dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Christella Jeaneva Eugenia¹, Eugenia Vanessa Rimba², Saarce Elsy Hatane*,
Oviliani Yenty Yuliana*

¹Accounting Department, Petra Christian University, Jalan Siwalankerto 121-131, Surabaya
60236, Indonesia

²Accounting Department, Petra Christian University, Jalan Siwalankerto 121-131, Surabaya
60236, Indonesia

*Corresponding author; Email: elsyehat@petra.ac.id; oviliani@petra.ac.id

ABSTRAK

Laporan tahunan perusahaan menjadi faktor yang signifikan bagi investor dalam pengambilan sebuah keputusan investasi di pasar modal. Pengungkapan informasi dalam laporan tahunan menjadi sinyal atau petunjuk bagi investor tentang prospek perusahaan di masa depan sehingga dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Tidak hanya informasi keuangan seperti profitabilitas, likuiditas, struktur modal maupun ukuran perusahaan, namun informasi non keuangan juga menjadi faktor penting dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Oleh karena itu *sentiment/ tone* dalam narasi laporan tahunan, menjadi alat yang penting dalam memberikan sinyal baik atau buruk pada investor. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui hubungan *tone* pengungkapan, profitabilitas, likuiditas, struktur modal, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Objek penelitian ini adalah 92 perusahaan *tourism* dan *hospitality* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, *Stock Exchange of Thailand*, *Malaysia Stock Exchange*, *Singapore Stock Exchange*, dan *Philippine Stock Exchange* dalam periode 2015-2018 yang dipilih dengan metode purposive sampling. Analisis data menggunakan analisis regresi berganda. Berdasarkan hasil analisis diperoleh hasil bahwa *tone* pengungkapan dan struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sementara profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: nilai perusahaan, *tone* pengungkapan, profitabilitas, likuiditas, struktur modal, ukuran perusahaan

ABSTRACT

Firm's annual report is a significant factor for investors in making an investment decision in the capital market. Information disclosure becomes a signal to inform investors about the firm's future prospects that can affect the firm value. Not only financial information, such as profitability, liquidity, capital structure and firm size, non-financial information is also become an important factor that affects firm value. Therefore, *sentiment/ tone* in the narrative part of the annual report becomes an important tool in delivering "good" or "bad" signals to investors. The purpose of this study was to determine the relationship of *tone* disclosure, profitability, liquidity, capital structure, and firm size to firm value. The sample used in this study were 92 tourism and hospitality listed firms on Indonesia Stock Exchange, *Stock Exchange of Thailand*, *Malaysia Stock Exchange*, *Singapore Stock Exchange*, and *Philippine Stock Exchange* in 2015-2018 which were selected by purposive sampling method. Data analysis using multiple regression analysis. Based on the results of the analysis, this study found that *tone* disclosure and capital structure has a positive effect on firm value. Meanwhile profitability, liquidity, and firm size do not have a significant effect on firm value.

Keywords: firm value, *tone* disclosure, profitability, liquidity, capital structure, firm size

PENDAHULUAN

Laporan tahunan (*annual report*) adalah salah satu informasi yang sangat penting dalam menilai perkembangan perusahaan, yang dapat digunakan untuk menilai suatu prestasi yang dicapai oleh perusahaan pada saat lampau, sekarang dan waktu yang akan datang (Pivac et al., 2017). Menurut Sanad & Al-Sartawi (2016) laporan tahunan memberikan informasi kondisi keuangan perusahaan dan informasi-informasi lain yang akan dikomunikasikan kepada pemegang saham, kreditor, investor, calon investor, dan pihak lainnya yang akan dijadikan dasar dalam pengambilan suatu keputusan. Jika perusahaan dapat menyampaikan informasi secara terbuka, maka informasi ini dapat digunakan oleh investor untuk membuat keputusan investasi yang tepat (Bini et al., 2012). Untuk itu, laporan tahunan menjadi faktor yang signifikan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal.

Laporan tahunan dapat mencakup informasi keuangan dan informasi non-keuangan. Perusahaan dapat menilai kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan rasio-rasio, seperti: *Debt Equity Ratio* (DER), *Current Assets* (CA), *Price Book Value* (PBV), *Return on Equity* (ROE), *Return on Asset* (ROA), dan lain sebagainya. Rasio-rasio tersebut mencerminkan informasi keuangan dalam laporan tahunan. Menurut Chou et al. (2018) informasi keuangan dari laporan tahunan secara signifikan memprediksi kinerja pasar saham. Hal ini didukung oleh beberapa penelitian (Farooq & Masood, 2016; Gamayuni, 2015; Gill & Obradovich, 2012; Husna & Satria, 2019). Gamayuni (2015) menemukan bahwa ROA, DER, serta CA berhubungan positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Farooq & Masood (2016) mengungkapkan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Peneliti tersebut mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki likuiditas yang baik akan dinilai memiliki kinerja yang baik oleh investor. Hal ini akan menarik investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan. Selain itu, Husna & Satria (2019) juga menemukan bahwa ukuran perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan.

Namun, informasi seperti itu saja tidak cukup untuk memprediksi reaksi pasar (Shirata et al., 2011). Ketika datang ke sisi permintaan informasi perusahaan, para

pelaku di pasar saham ditemukan meminta lebih banyak informasi non-keuangan. Informasi non-keuangan dalam laporan tahunan disajikan dalam bentuk informasi tekstual, dimana informasi tersebut mengambil proporsi halaman yang lebih banyak dalam laporan tahunan (Zhou et al., 2018). Oleh karena itu, analisis sentimen tekstual pengungkapan perusahaan telah muncul sebagai alat tambahan untuk membantu mengurangi asimetri informasi dan membuat pasar lebih efisien.

Sentimen narasi tekstual dalam pengungkapan keuangan dapat disebut sebagai *tone* (Henry, 2008; Henry & Leone, 2016; Loughran & McDonald, 2011; Rahman, 2019; Schleicher & Walker, 2010). Narasi tekstual memberi manajer kesempatan untuk mengungkapkan informasi relevan yang tidak ada dalam laporan keuangan (Huang et al., 2012). Xiao Wu et al. (2021) menemukan bahwa *tone* pengungkapan yang lebih optimis cenderung menyajikan nilai perusahaan yang lebih tinggi. Hal ini juga didukung oleh penelitian Moreno-Sandoval et al. (2019) yang menemukan hubungan antara *tone* pengungkapan terhadap nilai perusahaan dan ekspektasi investor tentang masa depan perusahaan yang lebih baik.

Nilai perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham bisa dihitung menggunakan *Market to Book Value* (MBV) (Miralles-Quiros et al., 2017). MBV digunakan sebagai salah satu ukuran dari nilai perusahaan, karena keberadaan MBV sangat penting bagi investor untuk menentukan strategi investasi di pasar modal. Semakin tinggi MBV di suatu perusahaan, maka akan semakin tinggi persepsi bahwa perusahaan mempunyai keberhasilan yang tinggi dalam menciptakan nilai bagi investor dan akan memberikan pengaruh juga pada nilai perusahaan. Yekini et al. (2016) meneliti tentang hubungan *tone* positif dalam narasi laporan tahunan dengan reaksi pasar. Peneliti tersebut menemukan bahwa *positiveness* yang melekat dalam bagian kualitatif laporan tahunan, memiliki hubungan yang signifikan secara statistik dengan kenaikan harga saham.

Beberapa penelitian tentang analisis nada tekstual telah dilakukan di Amerika Serikat dan Eropa selama beberapa tahun terakhir (Athanasakou et al., 2020; Beretta et al., 2021; Ertugrul et al., 2017; Restrepo, 2019; Yekini et al., 2016). Namun, sedikit penelitian telah dilakukan di luar pasar Amerika Serikat dan Eropa (Aly et al.,

2018; Xiao Wu et al., 2021). Terlebih lagi, belum ditemukan studi yang meneliti beberapa negara sekaligus.

Oleh karena itu penelitian ini meneliti perusahaan-perusahaan di lima negara ASEAN (Indonesia, Thailand, Singapura, Malaysia, dan Filipina). Dibandingkan dengan perusahaan di negara maju, *tone* pengungkapan di perusahaan ASEAN perlu diteliti lebih lanjut untuk membantu investor dalam melihat peluang investasi di pasar modal ASEAN. Kami meneliti pengaruh *tone* pengungkapan terhadap nilai perusahaan menggunakan pengukuran MBV. Untuk melengkapi penelitian ini, kami juga meneliti beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu profitabilitas, likuiditas, struktur modal, dan ukuran perusahaan.

LANDASAN TEORI

Signaling Theory

Signaling theory merupakan suatu tindakan dalam memberi sinyal atau isyarat untuk mengkomunikasikan informasi tertentu. Biasanya, satu pihak sebagai pemberi sinyal dan pihak lainnya sebagai penerima sinyal. Dalam konteks literatur ekonomi, Spence (1973) mengartikan *signaling theory* sebagai tindakan perusahaan untuk menginformasikan investor informasi yang relevan tentang kualitas dan kinerja perusahaan. Informasi yang relevan dan akurat sangat diperlukan oleh investor di pasar modal untuk mengambil sebuah keputusan investasi. Brigham & Houston (2014) menyatakan bahwa *signaling theory* adalah cara pandang pemegang saham tentang peluang perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang, di mana informasi tersebut diberikan oleh manajemen perusahaan kepada para pemegang saham. Menurut Verrecchia (1983) pengungkapan informasi perusahaan dapat membantu analis dan investor untuk memprediksi pendapatan masa depan.

Bentuk informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan berupa laporan tahunan dapat digunakan sebagai alat yang membantu perusahaan untuk menyampaikan sinyal atau petunjuk bagi investor sehingga investor dapat mempertimbangkan keputusan investasinya. Laporan tahunan berfungsi

sebagai hasil realisasi kinerja perusahaan dan informasi mengenai akun-akun dalam laporan keuangan yang penting bagi investor dan calon investor. Informasi yang diungkapkan oleh manajemen perusahaan merupakan sinyal yang menjadi petunjuk bagi investor tentang prospek perusahaan di masa depan. *Signaling theory* menekankan pentingnya laporan perusahaan yang digunakan sebagai keputusan investasi (Moeljadi & Supriyati, 2014). Teori ini digunakan untuk menjelaskan bagaimana *tone* pengungkapan, profitabilitas, likuiditas, struktur modal, dan ukuran perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa manajer menarasikan segala aktivitasnya untuk memberi sinyal penilaian atas kinerja perusahaan kepada investor (Chakraborty & Bhattacharjee, 2020; Ertugrul et al., 2017; Fanani & Merbaka, 2020). Ketika investor menganggap bahwa konsentrasi *tone* positif dalam sebuah narasi laporan tahunan menandakan kinerja masa depan perusahaan yang baik, maka semakin baik penilaian investor terhadap perusahaan. Begitu halnya dengan pengungkapan informasi keuangan, *signaling theory* menunjukkan bagaimana profitabilitas, likuiditas, struktur modal, maupun ukuran perusahaan yang tinggi dapat menjadi sinyal positif bagi investor. Rizqia et al. (2013) menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi dapat dilihat sebagai sinyal positif oleh investor terkait kinerja perusahaan, sehingga respon positif dari investor dapat meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, peneliti dapat menyimpulkan bahwa *tone* pengungkapan dalam narasi laporan tahunan, profitabilitas, likuiditas, struktur modal, dan ukuran perusahaan dapat menghasilkan efek panjang pada respons pasar, sehingga hal tersebut juga akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan nilai suatu perusahaan yang dapat digunakan oleh para investor untuk mengukur tingkat kepentingan sebuah perusahaan. Nilai perusahaan dapat tercermin dari harga sahamnya (Husna & Satria, 2019). Menurut Gitman & Zutter (2015), nilai perusahaan adalah nilai aktual per lembar saham yang akan diterima apabila seluruh aset perusahaan dijual sesuai harga pasar.

Dengan banyaknya investor yang membeli saham perusahaan, maka harga saham perusahaan tersebut akan meningkat sehingga nilai perusahaan akan meningkat (Siahaan et al., 2014). Oleh karena itu dapat kami simpulkan bahwa memaksimalkan nilai perusahaan dapat diartikan dengan memaksimalkan harga saham perusahaan. Memaksimalkan nilai perusahaan sangatlah penting karena semakin tinggi nilai perusahaan semakin tinggi juga kemakmuran para pemegang saham, dimana hal tersebut menjadi salah satu tujuan utama dalam suatu perusahaan.

Dalam penelitian ini, kami menggunakan ukuran *Market to Book Value* (MBV) karena MBV menggambarkan nilai saham perusahaan yang lebih besar (kecil) daripada nilai buku perusahaan. Semakin tinggi nilai MBV menunjukkan nilai perusahaan yang baik, namun semakin rendah nilai MBV menunjukkan nilai perusahaan yang kurang baik, dan akhirnya hal itu dapat membuat persepsi para investor terhadap perusahaan juga menurun (Karami et al., 2013). Melalui MBV, investor dapat menentukan seberapa jauh perusahaan tersebut memilih peluang investasi, dimana peluang ini dapat dimanfaatkan perusahaan untuk memperoleh keuntungan atas pendanaan aset. Oleh karena itu, semakin baik perusahaan dapat mengelola modalnya, maka semakin tinggi kesempatan perusahaan untuk bertumbuh dapat menarik investor untuk berinvestasi ke dalam perusahaan. Menurut Gitman & Zutter (2015) MBV diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$MBV = \frac{\text{Market Capital}}{\text{Total Equity}}$$

Tone pengungkapan

Sejalan dengan teori pensinyalan, manajer perusahaan dapat menggunakan sinyal baik atau *tone* positif dalam kasus kinerja keuangan yang baik untuk mengungkapkan lebih banyak informasi ke pasar saham dengan cara menghindari *undervaluation* untuk saham perusahaan tersebut. Nada tekstual diukur sebagai frekuensi kata-kata positif atau negatif muncul dalam konteks dalam literatur sebelumnya (Davis et al., 2012; Loughran & McDonald, 2011; Price et al., 2012). Dibandingkan dengan informasi numerik,

informasi tekstual juga memegang peranan penting dalam laporan tahunan. Penelitian berikut berfokus pada pengungkapan dimana *tone* dapat menyampaikan informasi yang relevan dalam pengambilan sebuah keputusan. Li (2010) menemukan hubungan antara *tone* dan pendapatan masa depan, sementara Davis et al. (2012) menunjukkan bahwa manajer menggunakan bahasa untuk mengisyaratkan harapan tentang kinerja perusahaan. Oleh karena itu, kami menganggap pengambilan keputusan investor dipengaruhi oleh *tone* pengungkapan dalam narasi laporan tahunan suatu perusahaan.

Dengan membaca laporan tahunan, investor dapat memutuskan apakah harus berinvestasi atau tidak, atau bahkan membatalkan investasi dari perusahaan yang bersangkutan. Faktanya, reaksi pelaku pasar (investor atau calon investor) kemungkinan besar akan lebih terasa jika pelaku pasar menganggap bagian naratif dari laporan tahunan sebagai alat yang penting dalam menyampaikan informasi material (Yekini et al., 2015). Menurut Loughran & McDonald (2011), *tone* dibedakan menjadi dua, yaitu *tone* positif dan *tone* negatif.

Tone positif diukur dari jumlah kata-kata/kalimat positif yang digunakan dalam sebuah teks, yang mungkin terkait dengan pernyataan faktual yang positif (seperti “kami mengalami rekor dalam tingkat penjualan”) ataupun negatif, namun diungkapkan dalam pernyataan positif (seperti “kami memiliki pandangan yang positif” atau “kami memiliki kuartal yang cukup baik”). Dengan menggunakan kata-kata yang mengandung optimisme, pengungkapan laporan tahunan memiliki dampak yang lebih besar, apalagi jika didukung oleh informasi numerik yang jelas (Demers & Vega, 2011). Sebaliknya, *tone* negatif diukur dari jumlah kata-kata negatif yang digunakan dalam sebuah teks. Penelitian ini berfokus pada analisis *tone* dalam laporan tahunan untuk mengetahui pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan gambaran kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan. Profitabilitas memiliki arti penting dalam upaya mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan karena dapat menunjukkan

apakah perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik di masa depan (Machmuddah et al., 2020). Brigham & Houston (2012) menyatakan bahwa rasio profitabilitas mencerminkan keadaan yang telah terjadi di masa lalu, namun laporan tersebut juga memberikan petunjuk tentang hal-hal yang penting, yaitu: kemungkinan apa yang akan terjadi di masa yang akan datang. Profitabilitas dapat mengukur kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasional dengan cara memaksimalkan keuntungan dan meminimalkan beban perusahaan. Ada berbagai macam pengukuran profitabilitas perusahaan, seperti laba operasi, laba bersih, laba atas investasi atau *Return on Asset (ROA)*, dan *Return on Equity (ROE)*.

Penelitian ini menggunakan *ROA* sebagai pengukuran profitabilitas. *ROA* merupakan rasio yang menunjukkan hasil (*return*) atas penggunaan aset perusahaan dalam menciptakan laba bersih (Kartikasari & Merianti, 2016). Dengan kata lain, rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah laba bersih yang akan dihasilkan dari setiap rupiah dana yang tertanam dalam total aset. Semakin tinggi *ROA*, berarti semakin efisien penggunaan aktiva perusahaan atau dengan kata lain dengan jumlah aktiva yang bisa dihasilkan laba lebih tinggi, dan sebaliknya. Menurut Gitman & Zutter (2015) *ROA* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Total Assets}}$$

Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang telah jatuh tempo dengan aktiva lancar yang dimiliki. Likuiditas dapat menunjukkan besarnya modal kerja yang dibutuhkan perusahaan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Perencanaan dan pengawasan likuiditas perusahaan sangat penting bagi perusahaan karena dapat menghindarkan perusahaan dari risiko tidak terpenuhinya kewajiban pembiayaan jangka pendek dan kelebihan aset lancar (Sari & Sedana, 2020). Brigham & Houston (2014) menyatakan bahwa *current ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan membagi aktiva lancar dengan hutang lancar. Menurut Gitman &

Zutter (2015) *current ratio* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}}$$

Struktur Modal

Struktur Modal merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk melakukan pembiayaan hutang melalui modal yang dimiliki perusahaan. Rasio ini merupakan kunci untuk meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan karena mencakup keputusan pendanaan. Dalam kondisi bisnis yang baik, menggunakan hutang sebagai modal usaha dapat mempercepat perkembangan perusahaan dengan menghadapi lingkungan kompetitifnya, jika perusahaan mampu mengoptimalkan operasional usahanya untuk mendapat *return* sesuai dengan diharapkan (Lawal et al., 2014). Menurut Gitman & Zutter (2015) *DER* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menurut Atmaja (2008) merupakan skala yang mengklasifikasikan ukuran suatu perusahaan dengan menggunakan berbagai model: total aset, ukuran log, nilai pasar saham, total penjualan dan sejenisnya. Semakin besar total aset dan penjualan maka semakin besar pula ukuran sebuah perusahaan. Chen & Chen (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar dapat memiliki strategi yang lebih baik dalam meminimalkan resiko, sehingga dapat meningkatkan prospek perusahaan di masa depan. Ukuran perusahaan dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Firm Size} = \ln(\text{Total Assets})$$

Hubungan Tone pengungkapan terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan teori sinyal, ketika investor menganggap bahwa konsentrasi *tone* positif dalam sebuah narasi laporan tahunan menandakan kinerja masa depan perusahaan yang baik, mereka akan bereaksi positif pada laporan tahunan.

Beberapa literatur sebelumnya telah meneliti tentang *tone* pengungkapan. Aly et al. (2018) meneliti *tone* pengungkapan dalam laporan tahunan Mesir. Peneliti mengambil 105 sampel perusahaan yang terdaftar di pasar saham Mesir. Hasil penelitian menemukan bahwa adanya hubungan positif antara pengungkapan naratif perusahaan dengan kinerja keuangan. Hasil penelitian juga menemukan bahwa perusahaan di Mesir mengungkapkan lebih banyak *good news* daripada *bad news*. Abhayawansa (2011) menemukan bahwa sebagian besar pengungkapan non-finansial disampaikan dengan nada positif, bukan negatif atau netral. Hal ini sejalan dengan penelitian Schleicher & Walker (2010) yang meneliti frekuensi *tone* positif dan negatif di masa depan dalam laporan tahunan Inggris. Peneliti memprediksi dan menemukan bahwa perusahaan dengan peningkatan pendapatan tahunan memiliki lebih banyak pernyataan positif daripada negatif.

Meskipun konteks pelaporan berbeda, beberapa penelitian meneliti *tone* dalam pengungkapan informasi kualitatif perusahaan. Misalnya Du & Yu (2020), Clarkson et al. (2020), dan Hummel et al. (2018) meneliti *tone* pengungkapan dalam CSR perusahaan. Du & Yu (2020) menemukan bahwa *tone* pengungkapan dalam CSR berhubungan positif dengan pengembalian abnormal. Selain itu, Demers & Vega (2011) memeriksa kondisi di mana *tone* pengumuman laba di perusahaan AS dapat memprediksi fundamental perusahaan di masa depan. Lebih lanjut, Li (2010) menemukan bahwa *tone* dalam pernyataan MD&A dari pengajuan 10-K dan 10-Q di AS rata-rata secara positif terkait dengan pendapatan di masa depan.

Berkaitan dengan *tone* pengungkapan, pelabelan positif (negatif) dari suatu atribut mengarah pada kesan yang disukai (tidak disukai). Dengan demikian, kami dapat menyimpulkan bahwa *tone* yang positif dapat memicu kesan yang lebih baik dari investor dan akan mempengaruhi penilaian dan perilaku mereka selanjutnya, yang kemudian akan meningkatkan nilai perusahaan. Feldman et al. (2010) yang menemukan hubungan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dalam pasar saham dengan perubahan *tone* positif di bagian diskusi dan analisis manajemen (MD&A) dari pengajuan 10-K dan 10-Q. Hasil serupa ditemukan di penelitian Solomon et al. (2014) yang

meneliti *tone* positif dalam artikel surat kabar, serta penelitian Mayew & Ventkatachalam (2012) yang meneliti *tone* positif dalam panggilan konferensi.

González et al. (2021) melakukan *content analysis* untuk mengukur *tone* dalam manajerial di perusahaan Amerika Latin. Peneliti menemukan hubungan positif signifikan antara kepositifan dalam *tone* dan penilaian perusahaan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pelaku pasar di Amerika Latin bereaksi terhadap *tone* dalam komunikasi perusahaan. Peneliti mengatakan perusahaan harus menyadari bahwa, bagaimana cara informasi dikomunikasikan (kepositifan dalam *tone*) dapat mempengaruhi persepsi pelaku pasar (investor).

Dari beberapa penelitian di atas, penulis dapat menyimpulkan bahwa kepositifan *tone* dalam informasi perusahaan berpengaruh pada nilai perusahaan. Namun, masih kurangnya penelitian *tone* dalam pelaporan informasi yang lebih luas, tidak hanya berfokus pada lingkup pelaporan tertentu (misal CSR, pernyataan MD&A, atau pengumuman laba). Oleh karena itu, kami mengembangkan penelitian - penelitian sebelumnya dengan berfokus pada *tone* pengungkapan dalam pelaporan tertentu. Dengan pengungkapan informasi tekstual yang lebih luas, manajer dapat memberikan informasi tambahan ke investor mengenai aktivitas dan pencapaian perusahaan. Pengungkapan ini dapat mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor (Xiao Wu et al., 2021).

H1: Kepositifan *tone* dalam laporan tahunan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan suatu keuntungan yang tinggi bagi pemegang saham. Semakin tinggi tingkat profitabilitas yang dimiliki oleh suatu perusahaan, maka akan mencerminkan tingkat efisiensi perusahaan yang tinggi pula, sehingga dari sinilah akan terlihat nilai perusahaan yang baik. Penelitian yang dilakukan oleh Yang et al. (2010) membuktikan bahwa semakin besar profitabilitas perusahaan, semakin banyak laba yang dapat didistribusikan bagi

pemegang saham, dan dengan demikian nilai perusahaan yang diharapkan akan semakin tinggi. Rizqia et al. (2013) juga menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi dapat dilihat sebagai sinyal positif oleh investor terkait kinerja perusahaan, sehingga respon positif akan meningkatkan nilai perusahaan. Profitabilitas dapat dihitung dengan ROA. ROA adalah rasio laba bersih terhadap total aset perusahaan. ROA merupakan ukuran untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian aset perusahaan (Iswajuni et al., 2018). Rasio ini menunjukkan efisiensi manajemen aset perusahaan, dan juga merupakan ukuran positif dari nilai perusahaan. Beberapa penelitian menemukan bahwa ROA berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (Chen & Chen, 2011; Gill & Obradovich, 2012).

H2: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan

Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka pendek. *Current ratio* merupakan salah satu alat ukur likuiditas yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktivasnya sendiri saat ini (Siahaan et al., 2014). Semakin tinggi *current ratio*, maka semakin lancar perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendeknya. Oleh karena itu, likuiditas yang tinggi menjadi sinyal positif bagi investor dan dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan, sehingga permintaan saham perusahaan akan meningkat dan menyebabkan kenaikan harga saham. Beberapa penelitian ini (Cheung et al., 2015; Farooq & Masood, 2016) menemukan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Huang et al. (2012) yang menemukan bahwa terdapat hubungan yang positif antara likuiditas dan nilai perusahaan. Namun, korelasi ini lebih lemah di pasar negara berkembang daripada di pasar negara maju.

H3: Likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Struktur modal perusahaan menyangkut antara hutang dan ekuitas yang digunakan perusahaan dalam operasinya. Hutang atau *leverage* dianggap salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal. *Leverage* dapat menjadi pedang bermata dua bagi perusahaan. *Leverage* dapat mengarah pada pencapaian yang maksimal jika perusahaan dapat mengelola operasional dan finansial dengan efisiensi. Namun penggunaan *leverage* dapat menimbulkan hasil yang negatif jika tidak diiringi dengan pengelolaan yang efisien (Abdallah & Hussein, 2014). Struktur modal dapat diukur dengan rasio DER, yaitu membagi total hutang dengan total ekuitas. Penelitian yang dilakukan oleh Cheng & Tzeng (2011) menemukan dimana struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hirdinis (2019) meneliti pengaruh struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi oleh profitabilitas. Peneliti menemukan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan, serta peningkatan penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Sementara Samuel et al. (2012) menyatakan bahwa proporsi hutang yang terlalu besar justru akan berdampak negatif pada nilai perusahaan. Penelitian Gill & Obradovich (2012) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

H4: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Firm size merupakan salah satu penentu penting dari nilai perusahaan (Du et al., 2016). *Firm size* dapat digunakan sebagai indikator untuk mengukur pertumbuhan suatu perusahaan. Menurut Weston & Copeland (1992), *firm size* akan menentukan pencapaian profitabilitas dan stabilitas, akses yang lebih mudah ke pasar modal, dan biaya transaksi yang lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan kecil dan baru (dalam Rizqia et al., 2013, p. 121). Du et al. (2016) mengatakan bahwa skala ekonomi memprediksi bahwa perusahaan yang lebih besar memiliki biaya yang lebih rendah dan posisi persaingan yang lebih tinggi. *Firm size* yang besar dapat mencerminkan pencapaian laba yang lebih besar di masa depan dan memberikan sinyal positif terhadap investor, sehingga dapat menarik investor untuk

memiliki saham perusahaan dan berujung pada peningkatan nilai perusahaan (Siahaan et al., 2014). Husna & Satria (2019) meneliti pengaruh *firm size* pada nilai perusahaan dalam perusahaan sektor manufaktur. Peneliti menemukan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil yang sama dinyatakan dalam penelitian Gill & Obradovich (2012) yang menemukan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H5: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian dilakukan pada 102 perusahaan sektor *tourism* dan *hospitality* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), *Stock Exchange of Thailand* (SET), *Malaysia Stock Exchange* (MYX), *Singapore Stock Exchange* (SGX), dan *Philippine Stock Exchange* (PSE). Pengambilan sampel dilakukan menggunakan teknik *purposive sampling*. Teknik *purposive sampling* ini merupakan teknik pengambilan sampel dengan cara menggunakan pertimbangan atau kriteria tertentu. Kriteria perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah:

- Perusahaan memiliki data yang tersedia lengkap secara keseluruhan pada periode 31 Desember 2015-2018, baik data yang dibutuhkan untuk menghitung MBV, maupun untuk menganalisis *tone*.
- Perusahaan dengan *annual report* yang berbentuk gambar (non-teks).
- Perusahaan dengan *annual report* berbahasa Inggris.

Setelah dilakukan *purposive sampling* dengan kriteria diatas, maka jumlah sampel yang memenuhi kriteria adalah sebanyak 92 perusahaan.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah jenis data yang diperoleh peneliti dari sumber data yang sudah ada. Data yang digunakan berasal dari penelitian sebelumnya (Hatane et al., 2021) yang menggunakan laporan keuangan tahunan perusahaan selama tahun 2015-2018. Data yang didapatkan melalui situs resmi BEI, SET, MYX, SGX, PSE dan lembaga penyedia informasi lainnya ini digunakan untuk

mengukur nilai perusahaan. Data untuk *market cap* merupakan harga terakhir saat perdagangan saham pada akhir tahun dan jumlah saham yang beredar diambil dari Bloomberg. Data untuk menganalisis *tone* diperoleh dari narasi laporan tahunan perusahaan. Untuk memperoleh data yang dibutuhkan dalam penelitian ini, maka peneliti menggunakan teknik dokumentasi dengan melihat laporan tahunan dari perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Selain itu, dalam penelitian ini dilakukan analisis regresi data panel sehingga pengolahan data menggunakan *software* GRET. Persamaan untuk regresi data panel ini adalah sebagai berikut:

$$MBV_{it+1} = a + \beta_1 NetTone_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_4 DER_{it} + \beta_5 FSIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

MBV_{it}	= <i>Market to Book Value</i> perusahaan <i>i</i> pada periode $t + 1$
a	= konstanta
β_1, \dots, β_5	= koefisien regresi variabel
$Net\ Tone_{it}$	= selisih antara jumlah <i>tone</i> positif dan jumlah <i>tone</i> negatif dalam laporan tahunan perusahaan <i>i</i> pada periode t
ROA_{it}	= perbandingan laba bersih dengan aset perusahaan <i>i</i> pada periode t
CR_{it}	= perbandingan aset lancar dengan hutang lancar perusahaan <i>i</i> pada periode t
DER_{it}	= perbandingan total kewajiban dengan total ekuitas perusahaan <i>i</i> pada periode t
$FSIZE_{it}$	= ukuran perusahaan <i>i</i> pada periode t
ε_{it}	= error perusahaan <i>i</i> pada periode t

Definisi operasional setiap variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi Operasional Variabel
Nilai Perusahaan	Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan rasio <i>Market to Book Value</i> (MBV) yang merupakan harga penutupan saham

	dikali dengan jumlah saham yang beredar dibagi dengan nilai buku perusahaan.
<i>Tone</i> pengungkapan	<i>Tone</i> pengungkapan diukur dari selisih antara jumlah kalimat yang mengandung optimisme dalam teks laporan tahunan, misal: “Kami sangat optimis bahwa kepercayaan wisatawan akan kembali ke tingkat krisis pra Covid-19 di masa mendatang.” dengan jumlah kalimat yang mengandung pesimisme dalam teks laporan tahunan, misal: “Namun, pendapatan keseluruhan untuk tahun ini menurun 6,1%.”
Profitabilitas	Profitabilitas diukur dengan menggunakan rasio <i>Return on Assets</i> (ROA) yang dihitung dengan membagi laba bersih (<i>net profit</i>) dengan aset perusahaan secara keseluruhan (<i>total asset</i>).
Likuiditas	Likuiditas diukur dengan menggunakan <i>Current Ratio</i> yang dihitung dengan membagi aktiva lancar (<i>current asset</i>) dengan hutang lancar perusahaan (<i>current liabilities</i>).
Struktur Modal	Struktur modal diukur dengan menggunakan rasio <i>Debt to Equity</i> (DER) yang dihitung dengan membagi total kewajiban (<i>total liabilities</i>) dengan total ekuitas (<i>total equity</i>).
Ukuran Perusahaan	Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural (Ln) dari rata-rata total aktiva (<i>total asset</i>) perusahaan.

HASIL DAN ANALISIS

Deskripsi Data

Jumlah perusahaan dalam penelitian ini adalah sebanyak 102 perusahaan dengan periode pengamatan selama 4 tahun yaitu tahun 2015 sampai dengan tahun 2018. Sedangkan, dari 102 perusahaan tersebut, jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria adalah sebanyak 92 perusahaan. Tabel 2 dibawah ini menyajikan hasil pengujian menggunakan statistik deskriptif untuk sampel yaitu 92 perusahaan untuk tahun 2015 sampai dengan tahun 2018.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	S.D.	Min	Max
<i>MBV</i>	1,426	1,584	0,007	10,038
<i>Net Tone</i>	0,065	74,380	-207	294
<i>ROA</i>	0,030	0,103	-0,776	1,506
<i>Current Ratio</i>	2,182	2,128	2,080	14,752
DER	0,423	0,397	1,616e ⁻⁴	3,225
<i>FSize</i>	12,651	1,230	8,767	18,244

Sumber: Hasil *Output* GRETL

Berdasarkan data di atas, dapat dilihat *mean* dari variabel nilai perusahaan yang diteliti adalah 1,426 atau 142,6%, dimana hal ini menunjukkan rata-rata rasio antara *market cap* dengan *total equity* perusahaan. Sementara untuk nilai standar deviasi sebesar 1,584. Lalu untuk nilai minimum nilai perusahaan sebesar 0,007 atau 0,7% yang merupakan data dari perusahaan Pembangunan Jaya Ancol di tahun 2018. Sedangkan, untuk nilai *maximum* nilai perusahaan sebesar 10,038 atau sebesar 1003,8% yang merupakan data dari perusahaan Home Product Center Public Company Limited pada tahun 2017. Untuk data *tone* pengungkapan, nilai *mean* yang diteliti adalah 0,065 atau -6,5% dimana hal ini menunjukkan rata-rata selisih *tone* positif dan *tone* negatif dari laporan tahunan. Sedangkan untuk nilai standar deviasi sebesar 74,380. Lalu nilai minimum *tone*

pengungkapan adalah sebesar -207 yang merupakan milik perusahaan Acesite (Phill.) pada tahun 2018. Sedangkan untuk nilai *maximum tone* pengungkapan sebesar 294 yang merupakan milik perusahaan MK Restaurant Group Public Company Limited pada tahun 2019. Dari data variabel profitabilitas, dapat dilihat nilai *mean* sebesar 0,0352 atau 3,52%. Untuk nilai standar deviasi sebesar 0,145. Kemudian, profitabilitas memiliki nilai minimum sebesar -0,776 atau 77,6% adalah milik perusahaan HB Global Limited pada tahun 2015. Sedangkan untuk nilai *maximum* profitabilitas sebesar 2,003 atau 200,3% adalah milik perusahaan Pusako Tarinka (PT Red Planet) pada tahun 2017. Pada data variabel likuiditas, dapat dilihat nilai *mean* sebesar 2,176 atau 217,6%. Lalu nilai nilai standar deviasi sebesar 2,131. Selanjutnya, untuk nilai minimum likuiditas sebesar 2,080 atau 208% merupakan data dari perusahaan Pudjiadi and Sons pada tahun 2015. Sedangkan untuk nilai *maximum* likuiditas sebesar 14,752 atau 1475,2% merupakan data dari perusahaan Grand Central Enterprises BHD pada tahun 2017. Untuk data variabel struktur modal, nilai *mean* sebesar 0,774 atau 77,4%. Sedangkan untuk nilai standar deviasi sebesar 2,207. Kemudian, untuk nilai minimum variabel struktur modal adalah sebesar $-1,616e^{-4}$ yang merupakan data dari perusahaan Grand Central Enterprises BHD pada tahun 2017. Sedangkan untuk nilai *maximum* variabel struktur modal adalah sebesar 3,225 atau 322,5% yang merupakan data dari perusahaan Panorama Sentrawisata pada tahun 2015. Dari data variabel ukuran perusahaan, nilai *mean* sebesar 12,280. Sedangkan untuk nilai standar deviasi sebesar 2,381. Kemudian, untuk nilai minimum variabel ukuran perusahaan adalah sebesar 8,767 yang merupakan data dari perusahaan Yee Lee Corporation BHD pada tahun 2017. Sedangkan untuk nilai *maximum* variabel ukuran perusahaan adalah sebesar 18,244 adalah milik perusahaan MNC Land pada tahun 2018.

Hasil Pengolahan Data

Penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda untuk mengetahui hubungan *tone* pengungkapan, profitabilitas, likuiditas, struktur modal, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini terlebih dahulu melakukan uji

Chow, uji LM, dan uji Hausman untuk menentukan model estimasi terbaik dalam mengolah data. Dari ketiga uji tersebut, ditemukan bahwa *Random Effect Model*. Berikut ini adalah hasil analisis regresi yang dihasilkan dari *software* GRETL:

Tabel 3. Analisis Regresi

	<i>coefficient</i>	<i>std. error</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>	
<i>Const</i>	0,515	1,186	0,435	0,664	
<i>Net Tone</i>	0,002	0,001	1,879	0,060	*
<i>Fsize</i>	0,049	0,092	3,531	0,595	
<i>DER</i>	0,488	0,205	2,382	0,017	**
<i>CR</i>	0,031	0,037	0,864	0,387	
<i>ROA</i>	0,327	0,425	0,772	0,440	

'Between' variance = 1,902

'Within' variance = 0,462

Theta used for quasi-demeaning = 0,761

Corr(y,yhat)^2 = 0,032

Joint test on named regressors -

Asymptotic test statistic: Chi-square (5) =

9,846

With p-value = 0,080

Sumber: Hasil *Output* GRETL

Angka yang dihasilkan ini menunjukkan bahwa *tone* pengungkapan (*Net Tone*), profitabilitas (*ROA*), likuiditas (*Current Ratio*), struktur modal (*DER*), dan ukuran perusahaan (*FSize*) yang merupakan variabel independen pada penelitian ini hanya mampu menggambarkan 3,2% nilai perusahaan (*MBV*) sebagai variabel dependen. Sedangkan sisanya yang sebesar 96,8% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diuji dalam penelitian ini. Kemudian untuk hasil uji *F* menampilkan nilai sebesar 0,080. Hasil tersebut menunjukkan *p-value* < 0,1 yang berarti nilai signifikansi lebih kecil dari 10%. Dengan demikian, hasil ini menyimpulkan bahwa seluruh variabel independen yang digunakan dalam model regresi, *Net Tone*, *ROA*, *Current Ratio*, *DER*, dan *FSize*, mampu mempengaruhi variabel dependennya, yaitu nilai perusahaan (*MBV*) dan layak untuk digunakan dalam penelitian.

Hasil dari uji hipotesis menunjukkan ada tidaknya hubungan antara variabel independen dan variabel

dependen. Hubungan ini tercermin dari tingkat signifikansi *p-value*. *P-value* yang lebih kecil dari 0,1 (*p-value* < 0,1) menunjukkan bahwa variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependennya secara signifikan. Arah hubungan variabel independen dengan variabel dependennya akan tercermin pada koefisien. Saat koefisien positif, maka terjadi hubungan positif antara variabel independen dan variabel dependennya. Sebaliknya, saat koefisien negatif, hal ini menunjukkan hubungan yang terjadi antara variabel independen dan variabel dependennya adalah hubungan negatif.

Berdasarkan Tabel 4.10, variabel *Net Tone* dan *DER* memiliki koefisien positif dengan *p-value* lebih kecil dari 0,1, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa *tone* pengungkapan dan struktur modal memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan variabel *ROA*, *Current Ratio*, dan *Fsize* memiliki koefisien positif dengan *p-value* lebih besar dari 0,1, sehingga menandakan bahwa profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

PEMBAHASAN

Pengaruh Tone pengungkapan terhadap Nilai Perusahaan

Pada penelitian ini, ditemukan bahwa nilai *p-value* dari *tone* pengungkapan adalah 0,060. Saat nilai *p-value* lebih kecil dari 0,1 hal ini menggambarkan bahwa *tone* pengungkapan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Selain itu, koefisien dari *tone* pengungkapan sendiri adalah 0,002, sehingga *tone* pengungkapan memiliki pengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa *tone* pengungkapan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga H1 yang diajukan dalam penelitian ini diterima. Dalam kasus ini, yang dimaksudkan semakin positif *tone* pengungkapan dalam narasi laporan tahunan, maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan *tone* pengungkapan yang positif dapat mempengaruhi persepsi investor pada keberhasilan perusahaan sehingga dapat menarik investor untuk memiliki saham perusahaan. Semakin banyak investor

membeli saham perusahaan, maka harga saham perusahaan akan meningkat. Harga saham menggambarkan penilaian investor atas perusahaan. Oleh karena itu, penulis dapat menyimpulkan bahwa harga saham perusahaan yang meningkat dapat mencerminkan peningkatan nilai perusahaan di mata investor. Hasil dari penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya yang menemukan bahwa *tone* pengungkapan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (González et al., 2021; Xiao Wu et al., 2021).

Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Dalam penelitian ini, ditemukan bahwa *p-value* profitabilitas adalah 0,440 dengan koefisien sebesar 0,327. Saat nilai *p-value* lebih besar dari 0,1, hal ini menggambarkan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan asetnya belum mampu menjadi sinyal bagi investor untuk menilai pengelolaan sebuah perusahaan. Pada Tabel 4 diketahui rata-rata *ROA* dari tahun 2015-2018 stabil. Oleh karena itu, kondisi *ROA* yang cenderung stabil ini menyebabkan profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan dalam industri *tourism* dan *hospitality* dapat menggunakan alternatif lain dalam mengembangkan reputasinya dengan cara aliansi dengan media *marketing online* (misal: Traveloka, Agoda, dan lain-lain) agar dapat lebih dikenal oleh pasar sehingga dapat menarik investor untuk berinvestasi pada perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Sondakh (2019), yang tidak menemukan pengaruh signifikan antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Tabel 4. Rata-Rata ROA 2015-2018

Tahun	ROA
2015	0,0299
2016	0,0298
2017	0,0296
2018	0,0297

Pengaruh Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan

Pada penelitian ini, ditemukan bahwa nilai *p-value* dari likuiditas adalah 0,387 dengan koefisien sebesar 0,031. Saat nilai *p-value* lebih besar dari 0,1, hal ini menggambarkan bahwa likuiditas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menggambarkan besarnya likuiditas suatu perusahaan, belum tentu dapat menjadi sinyal yang mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan investasinya. Pada Tabel 5 diketahui rata-rata *Current Ratio* dari tahun 2015-2018 cenderung stabil. Kondisi ini dapat menyebabkan likuiditas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Selain itu, dalam industri sektor *tourism* dan *hospitality*, perusahaan memiliki kecenderungan penjualan tunai yang lebih banyak daripada penjualan kredit. Maka dari itu, besarnya likuiditas tidak lagi dilihat sebagai acuan investor dalam menilai suatu perusahaan. Kemudian, investor di industri ini tidak terlalu fokus terhadap keuangan perusahaan, tetapi lebih kepada bagaimana perusahaan dapat mempromosikan diri di pasar, seperti aliansi perusahaan dengan media *marketing online* (contoh: Traveloka, Agoda, dan lain-lain). Hasil penelitian ini sejalan dengan Sari & Sedana (2020) yang tidak menemukan pengaruh pada likuiditas terhadap nilai perusahaan.

Tabel 4. Rata-Rata CR 2015-2018

Tahun	ROA
2015	2,1882
2016	2,1766
2017	2,1605
2018	2,1542

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Pada penelitian ini, ditemukan bahwa nilai *p-value* dari struktur modal adalah 0,017. Saat nilai *p-value* lebih kecil dari 0,05, hal ini menggambarkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Selain itu, koefisien dari struktur modal sendiri adalah 0,488, sehingga struktur modal memiliki pengaruh

secara positif pada nilai perusahaan. Oleh karena itu, H4 yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif pada nilai perusahaan dapat diterima. Hal ini dikarenakan struktur modal yang tinggi dapat mempengaruhi persepsi investor pada keberhasilan perusahaan sehingga dapat menarik investor untuk memiliki saham perusahaan. Semakin banyak investor membeli saham perusahaan, maka harga saham perusahaan akan meningkat. Harga saham menggambarkan penilaian investor atas perusahaan. Oleh karena itu, penulis dapat menyimpulkan bahwa harga saham perusahaan yang meningkat dapat mencerminkan peningkatan nilai perusahaan di mata investor. Hasil ini sejalan dengan penelitian Hirdinis (2019) yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan, dimana peningkatan penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Hutang sangat penting dalam kesuksesan perusahaan sektor *tourism* dan *hospitality* untuk membiayai properti besar seperti gedung hotel atau bus dan transportasi lainnya. Penelitian ini juga didukung oleh beberapa penelitian sebelumnya (Cheng & Tzeng, 2011; Gill & Obradovich, 2012).

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Pada penelitian ini, ditemukan bahwa nilai *p-value* dari ukuran perusahaan adalah 0,595 dengan koefisien sebesar 0,049. Saat nilai *p-value* lebih besar dari 0,1, hal ini menggambarkan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Budihardjo (2020) yang tidak menemukan pengaruh yang signifikan antara ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan besarnya ukuran perusahaan belum tentu menjadi perhatian investor untuk membeli saham perusahaan. Perusahaan dalam sektor *tourism* dan *hospitality* lebih mudah dikenal melalui aliansinya dengan media *marketing online* yang biayanya relatif mudah terjangkau.

KESIMPULAN

Untuk mengetahui hubungan *tone* pengungkapan, profitabilitas, likuiditas, struktur modal, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, maka penelitian

ini dilaksanakan secara terstruktur. Pada penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 92 perusahaan di sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), *Stock Exchange of Thailand* (SET), *Malaysia Stock Exchange* (MYX), *Singapore Stock Exchange* (SGX), *Philippine Stock Exchange* (PSE) dalam periode 2015-2018. Jumlah data yang diamati yaitu sebanyak 368 sampel.

Berdasarkan analisis yang dilakukan dan pembahasan yang telah dijabarkan, penulis menyimpulkan bahwa *tone* pengungkapan dan struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga H1 dan H4 diterima, H2, H3 dan H5 ditolak. Implikasi dari penelitian ini adalah perusahaan dapat lebih memperhatikan *tone* dalam narasi pengungkapan informasi karena hal tersebut menjadi salah satu aspek yang penting dalam sebuah penilaian investor. Selain itu, adanya hubungan yang signifikan antara struktur modal dengan nilai perusahaan dapat mendorong perusahaan untuk lebih bijaksana dalam pengambilan keputusan manajerial agar dapat mengelola struktur modalnya dengan maksimal karena dapat mempengaruhi keputusan investasi. Sementara itu, investor pada sector *tourism* dan *hospitality* ada kemungkinan tidak terlalu mengutamakan profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan sebagai salah satu faktor dalam berinvestasi. Perusahaan dapat melakukan alternatif lain dalam meningkatkan reputasi perusahaan agar dapat menarik investor, dengan cara: aliansi dengan online marketing dan distribusi (misal: Traveloka, Agoda, dll) dan aliansi dengan *brand* internasional.

KETERBATASAN PENELITIAN DAN SARAN

Berdasarkan analisis dan pembahasan, terdapat saran dan keterbatasan penelitian sebagai berikut:

1. Hasil koefisien determinasi yang ditunjukkan melalui *Adjusted R-Squared* sebesar 0,032, yang berarti variabel independen pada penelitian ini hanya mampu menggambarkan 3,2% dari variabel dependen. Oleh karena itu, penelitian mendatang

sebaiknya dapat mengembangkan model penelitian dengan menambahkan variabel penelitian yang lainnya. Selain itu, dapat mempertimbangkan saluran komunikasi keuangan lainnya untuk dijadikan objek penelitian.

2. Hasil penelitian terbatas pada sektor industri *tourism* dan *hospitality*. Penelitian mendatang diharapkan dapat mempertimbangkan sektor industri yang berbeda untuk diuji agar memperoleh hasil yang berbeda.
3. Penelitian ini terbatas di negara ASEAN-5. Oleh karena itu, penelitian mendatang diharapkan dapat mempertimbangkan untuk meneliti pada negara lainnya, karena setiap negara memiliki karakteristik yang berbeda.
4. Perusahaan diharapkan dapat melengkapi berita negative dengan antisipasi menggunakan *tone* optimis “misal: Penjualan tahun ini turun sebesar 10%, namun kami mengantisipasinya dengan menjalankan program X yang dapat diharapkan untuk meningkatkan penjualan ke depannya.”
5. Investor disarankan untuk mempertimbangkan informasi yang tercantum dalam *tone* tekstual serta informasi keuangan dalam laporan tahunan saat membuat keputusan sehingga dapat mengurangi asimetri informasi.

DAFTAR REFERENSI

- Abdallah, B., & Hussein, S. (2014). The effect of financial structure, financial leverage and profitability on value of shares of industrial companies applied study on a sample of Saudi Industrial Companies. *Delhi Business Review*, 15(2), 9–25. <https://doi.org/10.51768/dbr.v15i2.152201412>
- Abhayawansa, S. (2011). A methodology for investigating intellectual capital information in analyst reports. *Journal of Intellectual Capital*, 12, 446–476. <https://doi.org/10.1108/14691931111154733>
- Aly, D., El-Halaby, S., & Hussainey, K. (2018). *Tone* disclosure and financial performance: evidence from Egypt. *Accounting Research Journal*, 31(1),

- 63–74. <https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2016-0123>
- Athanasakou, V., Eugster, F., Schleicher, T., & Walker, M. (2020). Annual report narratives and the cost of equity capital: U.K. evidence of a U-shaped relation. *European Accounting Review*, 29(1), 27–54. <https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1707102>
- Atmaja, L. S. (2008). *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: CV Andi Offset.
- Beretta, V., Demartini, M. C., Lico, L., & Trucco, S. (2021). A *tone* analysis of the non-financial disclosure in the automotive industry. In *Sustainability* (Vol. 13, Issue 4). <https://doi.org/10.3390/su13042132>
- Bini, L., Giunta, F., & Dainelli, F. (2012). Signalling theory and voluntary disclosure to the financial market - evidence from the profitability indicators published in the annual report. *SSRN Electronic Journal*, 1–29. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1930177>
- Brigham & Houston. (2014). *Essentials of financial management. Dasar-dasar manajemen keuangan. Terjemahan Ali Akbar Yulianto. Buku 2. Edisi 11*. Jakarta: Salemba Empat.
- Budiharjo, R. (2020). Effect of firm size and leverage on firm value with return on equity as intervening variables. *SSRG International Journal of Economics and Management Studies*, 7(4), 148–155.
- Chakraborty, B., & Bhattacharjee, T. (2020). A review on textual analysis of corporate disclosure according to the evolution of different automated methods. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(4), 757–777. <https://doi.org/10.1108/JFRA-02-2020-0047>
- Chen, L.-J., & Chen, S.-Y. (2011). The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. *Investment Management and Financial Innovations*, 8, 121–129. <https://doi.org/10.1201/b11108-9>
- Cheng, M.-C., & Tzeng, Z.-C. (2011). The effect of leverage on firm value and how the firm financial quality influence on this effect. *World Journal of Management*, 3, 30–53.
- Cheung, W. M., Chung, R., & Fung, S. (2015). The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the REIT experiment. *Journal of Corporate Finance*, 35, 211–231. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.09.001>
- Chou, C.-C., Chang, C. J., Chin, C.-L., & Chiang, W.-T. (2018). Measuring the consistency of quantitative and qualitative information in financial reports: A design science approach. *Journal of Emerging Technologies in Accounting*, 15(2), 93–109. <https://doi.org/10.2308/jeta-52312>
- Clarkson, P. M., Ponn, J., Richardson, G. D., Rudzicz, F., Tsang, A., & Wang, J. (2020). A textual analysis of us corporate social responsibility reports. *Abacus*, 56(1), 3–34. <https://doi.org/10.1111/abac.12182>
- Davis, A. K., Piger, J. M., & Sedor, L. M. (2012). Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845–868. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x>
- Demers, E., & Vega, C. (2011). Linguistic *tone* in earnings announcements: News or noise? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1152326>
- Du, J., Wu, F., & Liang, X. (2016). Corporate liquidity and firm value: evidence from China's listed firms. *SHS Web of Conferences*, 24, 01013. <https://doi.org/10.1051/shsconf/20162401013>
- Du, S., & Yu, K. (2020). Do corporate social responsibility reports convey value relevant information? Evidence from report readability and *tone*. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04496-3>
- Ertugrul, M., Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2017). Annual report readability, *tone* ambiguity, and the cost of borrowing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 811–836. <https://doi.org/DOI:10.1017/S0022109017000187>
- Fanani, Z., & Merbaka, Z. R. (2020). The effect of managerial ability and *tone* of earnings announcements towards market reactions. *Jurnal Akuntansi*

- Dan Keuangan*, 22(1), 10–17.
<https://doi.org/10.9744/jak.22.1.10-17>
- Farooq, M. A., & Masood, A. (2016). Impact of financial leverage on value of firm : Evidence from cement sector of Pakistan. *Research Journal Of Finance And Accounting*, 7(9), 73–77.
<https://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/30307>
- Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., & Segal, B. (2010). Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 915–953.
<https://doi.org/10.1007/s11142-009-9111-x>
- Gamayuni, R. R. (2015). The effect of intangible asset financial performance and financial policies on the firm value. *International Journal of Scientific & Technology Research*, 4(1), 202–212.
- Gill, A., & Obradovich, J. (2012). The impact of corporate governance and financial leverage on the value of American firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, 91(February), 46–56.
- Gitman, Lawrence J., & Chad J, Zutter. (2015). Principles of Managerial Finance, Fourteenth Edition. United States: Pearson Education.
- González, M., Guzmán, A., Téllez, D. F., & Trujillo, M. A. (2021). What you say and how you say it: Information disclosure in Latin American firms. *Journal of Business Research*, 127(May), 427–443.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.05.014>
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication*, 45(4), 363–407.
<https://doi.org/10.1177/0021943608319388>
- Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability. *International Journal of Economics and Business Administration*, 7(1), 174–191.
<https://doi.org/10.35808/ijeba/204>
- Huang, H. W., Rose-Green, E., & Lee, C. C. (2012). CEO age and financial reporting quality. *Accounting Horizons*, 26(4), 725–740.
<https://doi.org/10.2308/acch-50268>
- Hummel, K., Mittelbach-Hoermanseder, S. A., Cho, C. H., & Matten, D. (2018). Implicit versus explicit corporate social responsibility disclosure: A textual analysis. *SSRN Electronic Journal*, December, 1–54.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3090976>
- Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of return on asset, debt to asset ratio, current ratio, firm size, and dividend payout ratio on firm value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50–54.
<https://doi.org/10.32479/ijefi.8595>
- Iswajuni, I., Manasikana, A., & Soetedjo, S. (2018). The effect of enterprise risk management (ERM) on firm value in manufacturing companies listed on Indonesian Stock Exchange year 2010-2013. *Asian Journal of Accounting Research*, 3(2), 224–235.
<https://doi.org/10.1108/ajar-06-2018-0006>
- Karami, Reza, G., & Talaei, L. (2013). Predictability of stock returns using financial ratios in the companies listed in Tehran Stock Exchange. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 4(12), pp: 4261-4273.
- Kartikasari, D., & Merianti, M. (2016). The effect of leverage and firm size to profitability of public manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 409–413.
- Lawal, B., Terer, E., Kiyanjui, M., & Kayode, A. (2014). Effects of capital structure on firm's performance: Empirical study of manufacturing companies in Nigeria. 996–2241.
- Li, F. (2010). The information content of forward- looking statements in corporate filings-A naïve bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049–1102.
<https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, 66(1), 35–65.
- Machmuddah, Z., Sari, D. W., & Utomo, S. D. (2020). Corporate social responsibility, profitability and firm value: Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 631–638.
<https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO9.631>

- Miralles-Quiros, M. del M., Miralles-Quiros, J. L., & Arraiano, I. G. (2017). Are firms that contribute to sustainable development valued by investors? *Corporate social responsibility and environmental management*, 24(1), 71–84. <https://doi.org/10.1002/csr.1392>
- Moeljadi, & Supriyati, T. S. (2014). Factors affecting firm value: theoretical study on public manufacturing firms in Indonesia. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 5(2), 6–15.
- Moreno-Sandoval, A., Ana Gisbert, P. A. H., Guerrero, M., & Montoro, H. (2019). Tone analysis in Spanish financial reporting narratives. *Proceedings of the Second Financial Narrative Processing Workshop (FNP 2019), September*, 42–50. <https://www.aclweb.org/anthology/W19-6406>
- Pivac, S., Vuko, T., & Čular, M. (2017). Analysis of annual report disclosure quality for listed companies in transition countries. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30, 721–731. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1311231>
- Price, S. M., Doran, J. S., Peterson, D. R., & Bliss, B. A. (2012). Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 992–1011. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bankfin.2011.10.013>
- Rahman, S. (2019). Discretionary tone, annual earnings and market returns: Evidence from UK Interim Management Statements. *International Review of Financial Analysis*, 65, 101384. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101384>
- Restrepo, L. F. (2019). *Information Disclosure and Firm Value: Empirical Evidence for MILA Information Disclosure and Firm Value: Empirical Evidence for MILA*. 1–27.
- Rizqia, D., Aisjah, S., & Sumiati, S. (2013). Effect of managerial ownership, financial leverage, profitability, firm size, and investment opportunity on dividend policy and firm value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4.
- Sanad, Z. & Al-Sartawi, A. (2016). Investigating the relationship between corporate governance and internet financial reporting (IFR): Evidence from Bahrain bourse. *Jordan Journal of Business Administration*, 12 (1). 239-269.
- Samuel, A., Atta Mills, E., & Zhao, X. (2012). Capital structure and firm value: Empirical evidence from Ghana. *International Journal of Humanities and Social Science*, 3, 103–111.
- Sari, I. A. G. D. M. (2020). Profitability and liquidity on firm value and capital structure as intervening variable. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 7(1), 116–127. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v7n1.828>
- Schleicher, T., & Walker, M. (2010). Bias in the tone of forward-looking narratives. *Accounting and Business Research*, 40(4), 371–390. <https://doi.org/10.1080/00014788.2010.9995318>
- Shirata, C. Y., Takeuchi, H., Ogino, S., & Watanabe, H. (2011). Extracting key phrases as predictors of corporate bankruptcy: Empirical analysis of annual reports by text mining. *Journal of Emerging Technologies in Accounting*, 8(1), 31–44. <https://doi.org/10.2308/jeta-10182>
- Siahaan, U. M., Suhadak, Handayani, S. R., & Solimun. (2014). The influence of company size and capital structure towards liquidity, corporate performance and firm value, for large and small group companies. *European Journal of Business and Management*, 6(18), 148–157.
- Solomon, D. H., Soltes, E., & Sosyura, D. (2014). Winners in the spotlight: Media coverage of fund holdings as a driver of flows. *Journal of Financial Economics*, 113(1), 53–72. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.02.009>
- Sondakh, R. (2019). The effect of dividend policy, liquidity, profitability, and firm size on firm value in financial service sector industries listed in Indonesia Stock Exchange 2015-2018 period. *Accountability*, 8(2), 91-101. <https://doi.org/10.32400/ja.24760.8.2.2019.91-101>
- Spence, M. (1973). Job market signaling.

- The Quarterly Journal of Economics*,
87(3), 355–374.
<https://doi.org/10.2307/1882010>
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179–194.
[https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)
- Weston, J.F dan Copeland, Thomas E., (1992). *Managerial Finance*, Edisi kesembilan, The Dryden Press, Harcourt Brace Jovanovic College Publisher, USA, Canada, Tokyo, etc.
- Xiao Wu, D., Yao, X., & Luan Guo, J. (2021). Is textual *tone* informative or inflated for firm's future value? Evidence from Chinese listed firms. *Economic Modelling*, 94, 513–525.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.027>
- Yang, C.-C., Lee, C., Gu, Y.-X., & Lee, Y.-W. (2010). Co-determination of capital structure and stock returns—A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(2), 222–233.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.qref.2009.12.001>
- Yekini, L. S., Wisniewski, T. P., & Millo, Y. (2016). Market reaction to the positiveness of annual report narratives. *The British Accounting Review*, 48(4), 415–430.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.12.001>
- Zhou, B., Zhang, C., & Zeng, Q. (2018). Does the rhetoric always hide bad intention: annual report's *tone* and stock crash risk. In *China Journal of Accounting Studies* (Vol. 6, Issue 2, pp. 178–205).
<https://doi.org/10.1080/21697213.2018.1522038>