

Profitabilitas sebagai Katalisator: Keputusan Keuangan dan Valuasi Pasar Emiten Energi dan Barang Baku di BEI pada Era Pasca-Pandemi

Nurul Zakiyah¹, Yuni Utami², Mohammad Arridho Nur Amin³

^{1,2,3}Universitas Pancasakti Tegal

nurulzakiyah123@gmail.com, yuniutami@upstegal.ac.id, mohammad.arridho@gmail.com

*Corresponding Author

Submitted: Jun 11, 2026

Accepted: Jun 18, 2026

Published: Oct 1, 2026

ABSTRACT

Market valuation of energy and basic materials firms is shaped not only by financial policy choices, but by the profitability fundamentals that validate those choices. This study examines the role of investment decisions, capital structure, and dividend policy on firm value while repositioning profitability from a static determinant to an active quasi moderator. Using balanced panel data from 56 companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) over the post-pandemic recovery period 2021–2024 (224 firm-years), and estimated through a Fixed Effect Model (FEM) with entity-clustered Robust Standard Errors, the findings reveal that capital structure exerts a significant positive effect on firm value, whereas investment decisions and dividend policy yield no significant direct impact. Moderated Regression Analysis (MRA) with mean-centering confirms that profitability significantly moderates both asset expansion and leverage utilization on firm value. Notably, profitability attenuates the effect of asset expansion on firm value consistent with the overinvestment hypothesis, whereby aggressive capital expenditure by high-profitability firms raises market concerns about value-destroying empire building. Conversely, profitability amplifies the positive effect of capital structure, confirming that high earnings effectively neutralize financial distress risk. These findings underscore that financial policy outcomes are profitability-contingent, offering investors a more reliable valuation lens for energy and basic materials issuers in volatile emerging markets.

Keywords: Firm Value, Investment Decisions, Capital Structure, Dividend Policy, Profitability.

PENDAHULUAN

Sektor energi dan barang baku merupakan tulang punggung pasar modal Indonesia, namun mencatat tekanan valuasi yang konsisten sepanjang periode pemulihan pasca-pandemi. Tekanan ini didorong oleh pemulihan ekonomi global yang tidak merata serta fluktuasi harga komoditas akibat gejolak geopolitik. Nilai perusahaan sebagai cerminan keberhasilan manajemen dalam mengelola sumber daya dan menciptakan prospek profitabilitas jangka panjang menjadi parameter krusial yang direspons langsung oleh pasar, lazim diukur melalui rasio *Tobin's Q*.

Fenomena pada sektor energi dan barang baku di BEI periode 2021-2024 menunjukkan tren penurunan rata-rata nilai *Tobin's Q*, dari 1,91 pada tahun 2021 menjadi 1,68 pada akhir 2024. Meskipun sektor energi menunjukkan ketahanan yang lebih baik dibandingkan barang baku karena lonjakan harga komoditas, optimisme investor secara umum cenderung melemah di tengah kebijakan pengetatan moneter global. Kondisi ini mengindikasikan bahwa selain faktor eksternal, kualitas keputusan keuangan internal perusahaan seperti keputusan investasi, struktur modal, dan kebijakan dividen memegang peranan vital dalam menentukan penilaian pasar.

Dampak keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan sejauh ini masih menjadi perdebatan akademis yang belum konklusif (*research gap*). Pada aspek keputusan investasi (*Total Asset Growth*), penelitian Alghifari et al. (2022) menemukan bahwa ekspansi aset berdampak positif terhadap valuasi entitas, sementara Bon dan Hartoko (2022) serta Suteja et al. (2023)

membuktikan bahwa penambahan aset tanpa dukungan efisiensi justru tidak direspons oleh pasar. Pada struktur modal (*Debt to Equity Ratio*), Bahriah et al. (2022) dan Bui et al. (2023) membuktikan bahwa utang memberikan perlindungan pajak yang mendongkrak nilai perusahaan, namun temuan lain Angela dan Oktavianti (2025) menegaskan bahwa utang berlebih justru menurunkan sentimen investor akibat risiko kebangkrutan. Lebih lanjut, terkait kebijakan dividen (*Dividend Yield*), Siregar et al. (2023) menemukan bahwa dividen direspons sebagai sinyal positif yang kuat, sedangkan Eliza et al. (2025) serta Josevine dan Mulyani (2025) menyimpulkan bahwa dividen tidak relevan di sektor yang sangat bergantung pada fluktuasi harga komoditas.

Ketidakkonsistenan ini mengonfirmasi bahwa keputusan keuangan tidak berdiri sendiri, melainkan bergantung pada kondisi internal sebagai variabel kontekstual. Bukti empiris di Indonesia mendukung pandangan Utami et al. (2026b) bahwa mekanisme tata kelola perusahaan secara signifikan memoderasi hubungan antara *free cash flow* dan kinerja UKM terdaftar di BEI, dengan efektivitas moderasi yang sangat bergantung pada kualitas dewan dan konteks sektoral. Sejalan dengan itu, Utami et al. (2026a) menunjukkan bahwa fleksibilitas keuangan menjadi moderator kritis yang menentukan apakah mekanisme tata kelola mampu meningkatkan kinerja atau justru memperparah risiko. Untuk menjawab celah penelitian tersebut, profitabilitas yang diprosikan dengan *Return on Asset* (ROA) diposisikan sebagai variabel moderasi. Pemilihan profitabilitas sebagai variabel kontekstual ini sejalan dengan argumen Islam et al. (2022) bahwa kualitas fundamental keuangan merupakan moderator kritis yang menentukan bagaimana pasar merespons kebijakan manajerial, sekaligus memberikan landasan bagi evaluasi fleksibilitas keuangan perusahaan di pasar berkembang (Aljughaiman et al., 2024). Berbeda dengan studi terdahulu yang menempatkan laba sebagai prediktor linear, kontribusi penelitian ini terletak pada reposisi profitabilitas sebagai *quasi-moderator* dalam hubungan antara keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan. Penelitian ini menawarkan kebaruan kontekstual (*contextual novelty*) yang kuat melalui pengujian efek interaksi tersebut pada sektor energi dan barang baku sepanjang periode pasca-pandemi. Karakteristik industri yang padat modal, rentan terhadap volatilitas harga komoditas global, serta berada pada fase pemulihan ekonomi menjadi latar unik yang membedakan riset ini dari ekosistem pasar modal secara umum. Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan menguji secara empiris peran profitabilitas sebagai *quasi-moderator* dalam hubungan antara keputusan investasi, struktur modal, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada emiten sektor energi dan barang baku di BEI periode 2021-2024.

STUDI LITERATUR

Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal yang dikemukakan oleh Spence (1973) menjelaskan bahwa pihak manajemen memiliki keunggulan asimetri informasi dibandingkan pihak eksternal. Dalam konteks pasar modal, manajemen mengatasi kesenjangan ini dengan menggunakan berbagai keputusan keuangan seperti ekspansi investasi, komposisi pendanaan, dan kebijakan dividen sebagai instrumen untuk mengirimkan sinyal positif mengenai prospek keberlanjutan perusahaan. Sinyal yang dikirimkan ini akan ditangkap oleh investor dan direspons melalui fluktuasi harga saham. Pada praktiknya, sinyal strategis ini akan diinterpretasikan secara lebih kredibel oleh pasar apabila entitas tersebut memiliki basis profitabilitas yang solid.

Teori Struktur Modal (*Trade-Off Theory*)

Trade-Off Theory yang dikemukakan oleh Kraus dan Litzenberger (1973) memberikan kerangka dasar dalam memahami keputusan struktur modal perusahaan. Teori ini mengasumsikan bahwa manajemen akan berupaya menentukan rasio utang yang paling optimal dengan menyeimbangkan manfaat perlindungan pajak (*tax shield*) terhadap potensi biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Bagi perusahaan pada sektor energi dan barang baku yang memiliki karakteristik padat modal, pengelolaan leverage secara proporsional sangat krusial. Pemanfaatan utang yang didukung oleh kemampuan menghasilkan laba dapat memaksimalkan nilai perusahaan, namun jika melampaui kapasitas operasional, hal tersebut justru akan mendistorsi kepercayaan pasar (Brigham & Ehrhardt, 2017).

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa konflik kepentingan antara agen (manajemen) dan prinsipal (pemegang saham) merupakan akar dari berbagai masalah yang memengaruhi nilai perusahaan. Manajemen sebagai agen dapat bertindak tidak selaras dengan kepentingan pemegang saham, misalnya melalui keputusan investasi yang berorientasi pada perluasan kekuasaan manajerial (*empire building*) atau penentuan struktur modal yang menguntungkan manajemen tetapi merugikan pemegang saham. Biaya keagenan (*agency cost*) yang timbul dari konflik ini secara langsung menekan nilai perusahaan di mata pasar. Dalam kerangka penelitian ini, teori keagenan menjelaskan mengapa profitabilitas berperan sebagai moderator yang krusial: tingkat laba yang tinggi dan konsisten menjadi mekanisme disiplin pasar yang menekan potensi perilaku oportunistik manajerial, sehingga sinyal dari keputusan investasi maupun kebijakan utang akan diinterpretasikan secara lebih positif oleh investor (Jensen & Meckling, 1976; Brigham & Ehrhardt, 2017). Dalam konteks UKM Indonesia, Utami et al. (2026b) membuktikan secara empiris bahwa mekanisme tata kelola, khususnya independensi dewan, secara signifikan memoderasi hubungan antara sumber daya internal dan kinerja pasar, mengonfirmasi relevansi teori keagenan di lingkungan pasar berkembang. Lebih lanjut, Utami et al. (2026a) menunjukkan bahwa efektivitas tata kelola dalam menekan biaya keagenan sangat bergantung pada kapasitas fleksibilitas keuangan perusahaan, menegaskan bahwa profitabilitas sebagai proksi kesehatan fundamental keuangan merupakan moderator yang paling kontekstual dalam hubungan tata kelola dan kinerja perusahaan.

Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan investasi yang diprosikan dengan *Total Asset Growth* (TAG) mencerminkan sinyal mengenai pertumbuhan masa depan perusahaan. Berdasarkan *signalling theory*, aktivitas ekspansi aset dipandang sebagai indikator optimisme manajemen terhadap prospek entitas, yang seharusnya direspons positif oleh pasar melalui peningkatan harga saham. Penelitian oleh Alghifari et al. (2022) mengonfirmasi bahwa kebijakan investasi memberikan kontribusi positif yang signifikan terhadap valuasi entitas. Namun, pada sektor padat modal, investasi aset riil membutuhkan waktu lama untuk menghasilkan arus kas, sehingga pasar sering kali bersikap skeptis jika ekspansi tidak disertai efisiensi (Suteja et al., 2023). Meskipun terdapat variasi temuan, secara teoretis pertumbuhan aset diproyeksikan memberikan sentimen positif bagi nilai pasar.

H1: Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Trade-off theory memprediksi bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat perlindungan pajak (*tax shield*) selama risikonya tetap terkendali. Peningkatan *Debt to Equity Ratio* (DER) di sektor energi dan barang baku mencerminkan keberanian manajemen dalam mendanai operasional dan ekspansi di masa pemulihan ekonomi. Temuan Bahriah et al. (2022) dan Bui et al. (2023) mendukung argumen bahwa pendanaan melalui utang yang optimal dapat meningkatkan nilai Tobin's Q. Sebaliknya, penambahan beban utang yang berlebihan tanpa dukungan laba dapat memperbesar risiko kebangkrutan dan menurunkan sentimen investor (Angela & Oktavianti, 2025). Berdasarkan kerangka tersebut, struktur modal yang dikelola secara tepat diproyeksikan mampu memberikan nilai tambah bagi valuasi entitas. Temuan ini diperkuat oleh Utami et al. (2026b) yang menemukan bahwa pada UKM sektor manufaktur Indonesia, biaya utang yang tinggi justru berfungsi sebagai sinyal *financial distress* yang memperburuk kinerja operasional ketika dikombinasikan dengan arus kas bebas yang berlimpah, menegaskan bahwa pengelolaan struktur modal yang tepat memerlukan pertimbangan kualitas profitabilitas sebagai penyeimbang.

H2: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan *signalling theory*, kebijakan dividen merupakan salah satu mekanisme utama yang digunakan manajemen untuk mengurangi asimetri informasi. Pembagian dividen, yang diprosikan melalui *Dividend Yield* (DY), memberikan sinyal kuat kepada pasar mengenai

ketersediaan arus kas yang sehat dan stabilitas fundamental perusahaan. Investor cenderung lebih menyukai kepastian imbal hasil tunai di tengah kondisi pasar yang fluktuatif. Penelitian Dahmash et al. (2023) serta Siregar et al. (2023) memberikan bukti empiris bahwa kebijakan distribusi laba secara langsung efektif dalam mendongkrak valuasi entitas. Meski sebagian studi pada sektor komoditas menemukan relevansi dividen yang lebih terbatas (Eliza et al., 2025), perusahaan yang mampu mempertahankan konsistensi pembagian dividen di tengah volatilitas harga komoditas justru memberikan sinyal kredibilitas fundamental yang lebih kuat kepada pasar. Oleh karena itu, kebijakan dividen diproyeksikan memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H3: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Profitabilitas Memoderasi Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan ekspansi aset di sektor energi dan barang baku menuntut alokasi modal yang besar serta pengelolaan sumber daya yang efisien. Dalam konteks ini, profitabilitas (*Return on Asset/ROA*) diperkirakan memengaruhi hubungan antara keputusan investasi dan nilai perusahaan karena mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola aset untuk menghasilkan laba. Tingkat profitabilitas yang tinggi dapat meningkatkan kredibilitas keputusan investasi di mata investor karena menunjukkan bahwa aset perusahaan telah dimanfaatkan secara produktif. Sejalan dengan *signaling theory*, kondisi profitabilitas yang baik pada awalnya dapat meningkatkan keyakinan pasar bahwa investasi yang dilakukan perusahaan memiliki prospek yang menguntungkan di masa mendatang. Temuan Alghifari et al. (2022) dan Suteja et al. (2023) juga menunjukkan bahwa efektivitas keputusan investasi dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan menghasilkan kinerja keuangan yang baik.

Namun, pada industri padat modal yang rentan terhadap volatilitas harga komoditas global, profitabilitas yang tinggi juga berpotensi meningkatkan ekspektasi investor terhadap efisiensi penggunaan dana perusahaan. Berdasarkan *overinvestment hypothesis* yang dikemukakan oleh Jensen (1986) dalam kerangka *Agency Theory*, ketersediaan dana internal yang besar dapat mendorong manajemen melakukan ekspansi aset secara berlebihan (*overinvestment*) yang tidak selalu sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Dalam kondisi tersebut, investor dapat menafsirkan ekspansi aset secara lebih skeptis karena berpotensi mencerminkan perilaku *empire building* yang meningkatkan biaya keagenan. Oleh karena itu, profitabilitas diperkirakan memoderasi hubungan antara keputusan investasi dan nilai perusahaan, di mana tingkat profitabilitas yang tinggi diperkirakan memperlemah pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

H4: Profitabilitas memoderasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

Profitabilitas Memoderasi Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan *trade-off theory*, ancaman terbesar dari tingginya rasio utang adalah risiko gagal bayar (*financial distress*). Namun, apabila perusahaan memiliki tingkat profitabilitas (ROA) yang tinggi, risiko tersebut dapat dinetralisasi. Tingginya laba operasional menjadi sinyal bahwa perusahaan mampu memanfaatkan utang tersebut secara produktif untuk menciptakan margin keuntungan, sehingga efek perlindungan pajaknya (*tax shield*) menjadi sangat optimal. Kemampuan perusahaan dalam mencetak laba operasional yang kuat bertindak sebagai penyangga risiko (*risk buffer*) yang menetralisasi dampak negatif dari beban utang yang tinggi, sehingga memungkinkan perusahaan mempertahankan fleksibilitas keuangannya meskipun memiliki *leverage* yang signifikan (Aljughaiman et al., 2024). Penelitian Bahriah et al. (2022) serta Almomani et al. (2022) menunjukkan bahwa profitabilitas berperan dalam memengaruhi hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Semakin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan laba, semakin besar kepercayaan investor terhadap efektivitas penggunaan utang dalam menciptakan nilai perusahaan.

H5: Profitabilitas memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Profitabilitas Memoderasi Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

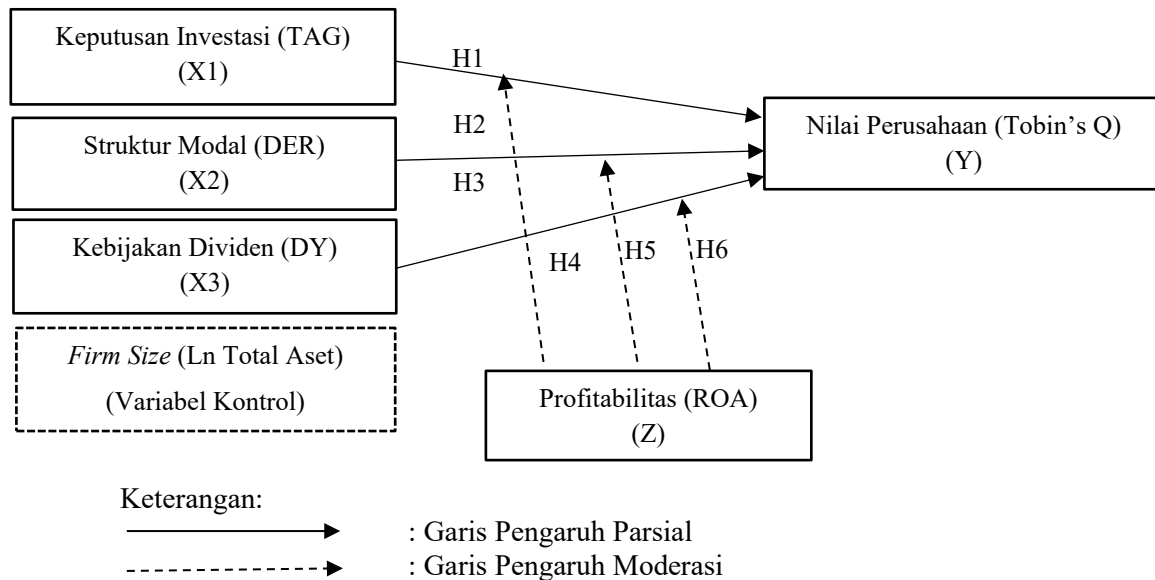
Dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan sangat bergantung pada sumber pembagian dividen tersebut. Investor memberikan respons yang lebih positif apabila dividen dibayarkan dari

laba yang benar-benar dihasilkan dari efisiensi operasional, bukan dari sumber utang. Pada kondisi profitabilitas yang baik, pembagian dividen dipersepsikan sebagai sinyal yang jauh lebih kredibel mengenai keberlanjutan bisnis. Fleksibilitas keuangan yang bersumber dari laba riil membuat sinyal pembagian dividen menjadi lebih kredibel di mata investor tanpa mengorbankan ketahanan dan ketangguhan entitas di masa ketidakpastian ekonomi global (Settembre-Blundo et al., 2021). Temuan Josevine dan Mulyani (2025) serta Ariyanti et al. (2024) menunjukkan bahwa tingkat profitabilitas dapat memengaruhi bagaimana investor menafsirkan kebijakan dividen yang diterapkan perusahaan. Oleh karena itu, profitabilitas diperkirakan memiliki peran dalam hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

H6: Profitabilitas memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Kerangka Konseptual Penelitian

Berdasarkan kajian teoritis dan pengembangan hipotesis yang telah diuraikan, hubungan antar variabel dalam penelitian ini dapat divisualisasikan melalui kerangka konseptual berikut. Kerangka ini menggambarkan pengaruh langsung keputusan investasi (X1), struktur modal (X2), dan kebijakan dividen (X3) terhadap nilai perusahaan (Y), serta peran profitabilitas (Z) sebagai variabel moderasi yang mempengaruhi ketiga hubungan tersebut, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol.



Gambar 1 Kerangka Pemikiran

METODE

Sampel dan Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data panel. Populasi yang digunakan adalah seluruh perusahaan Sektor Energi dan Barang Baku yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode pemulihan ekonomi pasca-pandemi tahun 2021-2024. Teknik penarikan sampel dilakukan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria: (1) perusahaan tidak mengalami *delisting* selama periode pengamatan, (2) perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit, dan (3) perusahaan memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan untuk pengukuran seluruh variabel penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel akhir sebanyak 56 perusahaan, sehingga total observasi data panel berjumlah 224 *firm-years*.

Pengukuran Variabel

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari Nilai Perusahaan sebagai variabel dependen, Keputusan Investasi, Struktur Modal, dan Kebijakan Dividen sebagai variabel independen,

Profitabilitas sebagai variabel moderasi, serta Ukuran Perusahaan sebagai variabel kontrol. Ringkasan operasionalisasi variabel disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1 Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Dimensi	Indikator	Skala	Sumber
Dependen (Y)	Nilai Perusahaan (Y)	Tobin's $Q = \frac{(MVE + DEBT)}{Total\ Aset}$	Rasio	(Tobin, 1969) ; (Chung & Pruitt, 1994)
Independen (X)	Keputusan Investasi (X1)	$TAG = \frac{Total\ Aset_t - Total\ Aset_{t-1}}{Total\ Aset_{t-1}}$	Rasio	(Kasmir, 2018) ; (Bon & Hartoko, 2022)
	Struktur Modal (X2)	$DER = \frac{Total\ Liabilitas}{Total\ Ekuitas}$	Rasio	(Kasmir, 2018)
	Kebijakan Dividen (X3)	$DY = \frac{Dividen\ per\ Saham\ (DPS)}{Harga\ per\ Saham}$	Rasio	(Brigham & Houston, 2019)
Moderasi (Z)	Profitabilitas (Z)	$ROA = \frac{Laba\ Bersih}{Total\ Aset}$	Rasio	(Kasmir, 2018)
Kontrol (C)	<i>Firm Size</i>	$Firm\ Size = Ln\ (Total\ Aset)$	Rasio	(Brigham & Houston, 2019)

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Analisis Data dan Model Penelitian

Analisis data dilakukan menggunakan perangkat lunak STATA 17. Pengujian diawali dengan uji pemilihan model regresi data panel (Uji *Chow*, Uji *Lagrange Multiplier*, dan Uji *Hausman* dengan penyesuaian *sigmamore*). Berdasarkan hasil pengujian, *Fixed Effect Model* (FEM) terpilih sebagai spesifikasi model yang paling tepat untuk mengakomodasi heterogenitas karakteristik antar perusahaan (*unobserved heterogeneity*).

Lebih lanjut, pengujian kelayakan asumsi klasik (normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi) dilakukan. Guna mengatasi masalah pelanggaran asumsi berupa heteroskedastisitas dan autokorelasi yang umum terjadi pada data panel berbasis pasar, penelitian ini mengaplikasikan teknik *Robust Standard Error* yang diklusterkan pada level entitas (*vce cluster*). Prosedur ini mengoreksi bias standar eror sehingga koefisien dan *p-value* yang dihasilkan dalam pengujian hipotesis tetap efisien dan valid.

Penelitian ini menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA) untuk mengevaluasi peran interaksi profitabilitas. Pengujian MRA dilakukan dengan memusatkan data (*mean-centering*) terlebih dahulu guna meminimalisasi potensi multikolinearitas antar-variabel interaksi. Persamaan empiris yang diestimasi adalah sebagai berikut:

$$Tobin's\ Q_{it} = \alpha + \beta_1 TAG_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 DY_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 (TAG_{it} \times ROA_{it}) + \beta_6 (DER_{it} \times ROA_{it}) + \beta_7 (DY_{it} \times ROA_{it}) + \beta_8 FIRMSize + \epsilon_{it}$$

HASIL

Hasil Uji Pemilihan Model dan Asumsi Klasik

Sebelum estimasi model utama, dilakukan serangkaian uji pemilihan spesifikasi model regresi data panel. Hasil uji *Chow* mengonfirmasi bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) lebih tepat dibandingkan *Pooled OLS* (F-stat signifikan, $p < 0,05$). Hasil uji *Hausman* dengan penyesuaian *sigmamore* mengonfirmasi bahwa FEM lebih konsisten dibandingkan *Random Effect Model* (REM) (Chi2 signifikan, $p < 0,05$), sehingga FEM ditetapkan sebagai model estimasi final. Ringkasan hasil uji pemilihan model disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2 Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Data Panel

Uji	Statistik	<i>p-value</i>	Kesimpulan
Uji Chow (FEM vs <i>Pooled OLS</i>)	F = 14.87	< 0.001	FEM lebih baik dari <i>Pooled OLS</i>

Uji Lagrange Multiplier (REM vs Pooled OLS)	Chi ² = 164,24	0.0001	REM lebih baik dari Pooled OLS
Uji Hausman (FEM vs REM)	Chi ² = 19.60	0.0015	FEM lebih konsisten sehingga FEM dipilih

Sumber: Output STATA 17 (2026)

Selanjutnya, pengujian asumsi klasik dilakukan untuk memastikan validitas model. Uji normalitas residual menggunakan *Jarque-Bera* menunjukkan distribusi residual yang mendekati normal pada level yang dapat diterima untuk data panel pasar modal. Uji multikolinearitas dengan *Variance Inflation Factor* (VIF) menghasilkan nilai VIF < 5 untuk seluruh variabel, mengindikasikan tidak terdapat masalah multikolinearitas yang serius. Uji heteroskedastisitas *Modified Wald Test* mendeteksi adanya heteroskedastisitas, dan uji Wooldridge mendeteksi adanya autokorelasi pada data panel. Kedua masalah tersebut diatasi secara simultan dengan pengaplikasian *Robust Standard Error* yang diklusterkan pada level entitas (*vce cluster*), sehingga koefisien dan nilai-p yang dihasilkan tetap efisien dan tidak bias. Ringkasan hasil uji asumsi klasik disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3 Ringkasan Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji Asumsi	Metode	Hasil	Tindakan
Normalitas Residual	Jarque-Bera	Mendekati normal (data panel n=224)	Tidak diperlukan
Multikolinearitas	VIF	Semua VIF < 5	Tidak ada masalah
Heteroskedastisitas	Modified Wald Test	Terdeteksi (p < 0.05)	Robust SE (<i>vce cluster</i>)
Autokorelasi	Wooldridge Test	Terdeteksi (p < 0.05)	Robust SE (<i>vce cluster</i>)

Sumber: Output STATA 17 (2026)

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif memberikan gambaran umum mengenai karakteristik sampel penelitian yang terdiri dari 224 tahun-observasi. Nilai *Tobin's Q* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 1,7549, yang mengindikasikan bahwa secara rata-rata pasar memberikan valuasi lebih tinggi dari nilai buku aset emiten. Variabel keputusan investasi (TAG) dan struktur modal (DER) menunjukkan standar deviasi yang cukup tinggi secara berturut-turut sebesar 0,5514 dan 0,5856, yang merefleksikan adanya variasi agresivitas ekspansi dan strategi utang yang signifikan antar perusahaan energi dan barang baku selama periode pemulihan pasca-pandemi. Sementara itu, tingkat kebijakan dividen (DY) relatif rendah dengan sebaran data yang cenderung sempit. Ringkasan hasil analisis deskriptif disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Observasi (N)	Rata-rata (Mean)	Standar Deviasi	Minimum	Maksimum
Tobin's Q	224	1,7549	2,2791	0,4740	18,1074
TAG	224	0,1830	0,5514	-0,5284	6,9885
DER	224	0,8047	0,5856	0,0423	3,6235
DY	224	0,0596	0,0818	0,0000	0,7662
ROA_M	224	0,1150	0,1202	0,0011	0,5880
FIRMSIZE_C	224	29,8633	1,5308	27,3564	32,8795

Sumber: Output STATA 17 (2026)

Hasil Estimasi Regresi Data Panel dan Moderated Regression Analysis (MRA)

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan melalui dua tahap estimasi menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM) dengan spesifikasi *Robust Standard Error* yang diklusterkan pada level entitas. Model 1 merupakan estimasi regresi data panel utama untuk menguji pengaruh parsial variabel independen. Sedangkan Model 2 menerapkan *Moderated Regression Analysis* (MRA) untuk mengevaluasi peran interaksi profitabilitas (Z). Ringkasan hasil estimasi kedua model disajikan pada Tabel 5.

Tabel 5 Hasil Estimasi Model Regresi Panel dan MRA (vce cluster)

Variabel	Model 1: Regresi Utama (Koefisien / <i>p-value</i>)	Model 2: Pengujian MRA (Koefisien / <i>p-value</i>)	Kesimpulan Akhir Hipotesis
Konstanta	21,5703 (0,264)	24,6455 (0,122)	
TAG	-0,0481 (0,902)	0,2248 (0,354)	H1 Ditolak (Tidak Signifikan)
DER	0,8935 (0,038**)	0,9599 (0,002**)	H2 Diterima (Positif Signifikan)
DY	-0,6855 (0,313)	-0,8361 (0,257)	H3 Ditolak (Tidak Signifikan)
ROA (Z)	—	3,9505 (0,036**)	Quasi Moderator (Signifikan)
TAGxROA	—	-8,121 (0,024**)	H4 Diterima (Melemahkan)*
DERxROA	—	5,2269 (0,022**)	H5 Diterima (Memperkuat)
DYxROA	—	-4,2666 (0,599)	H6 Ditolak (Tidak Signifikan)
FIRMSIZE (Kontrol)	-0,6635 (0,069)	-0,7601 (0,155)	Variabel Kontrol Tidak Signifikan
<i>R-squared (within)</i>	0,0638	0,2856	Kenaikan daya penjelas model (+22,18%)
<i>F-Statistik</i>	2,52	3,22	Model Fit / Layak diuji
<i>Prob > F</i>	0,0398	0,0045	Signifikan pada level $\alpha = 5\%$
Keterangan: ** Signifikan pada level 5% ($\alpha = 0,05$); H4 diterima sebagai bentuk moderasi signifikan dengan arah parameter negatif (<i>weakening moderation</i>) yang dianalisis melalui <i>overinvestment hypothesis</i>.			

Sumber: Output STATA 17 (2026)

Berdasarkan Tabel 5, model regresi menunjukkan nilai *F-statistik* sebesar 3,22 dengan nilai probabilitas 0,0045 (di bawah 0,05), yang berarti model dinyatakan sangat layak (*fit*) untuk memprediksi nilai perusahaan. Nilai *R-squared (within)* tercatat sebesar 0,2856, mengindikasikan bahwa variabel independen, pemoderasi, dan kontrol dalam model secara simultan mampu menjelaskan 28,56% variasi nilai perusahaan. Nilai kontribusi ini tergolong moderat namun dinilai wajar untuk estimasi data panel bursa efek emerging market. Keterbatasan ini mengonfirmasi bahwa sebagian besar variasi nilai perusahaan yang tersisa (71,44%) dikendalikan oleh faktor-

faktor kontinjensi makroekonomi di luar model spesifikasi, seperti siklus fluktuasi harga acuan energi global, pergerakan suku bunga acuan, inflasi, maupun sentimen implementasi komitmen *Environmental, Social, and Governance* (ESG) yang jamak memengaruhi perilaku para penanam modal secara eksternal.

Pengujian secara parsial menunjukkan bahwa struktur modal (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ($p = 0,002$), sehingga **H2 diterima**. Sebaliknya, keputusan investasi (TAG) dan kebijakan dividen (DY) tidak memiliki pengaruh signifikan ($p > 0,05$), sehingga **H1 dan H3 ditolak**. Pada pengujian efek moderasi, interaksi profitabilitas secara signifikan mampu memoderasi pengaruh keputusan investasi ($p = 0,024$) dan struktur modal ($p = 0,022$) terhadap nilai perusahaan, sehingga **H4 dan H5 diterima**. Khusus untuk pengujian H4, efek interaksi terbukti signifikan namun memuat koefisien parameter yang berlawanan dari dugaan awal (arah negatif), yang mengonfirmasi terjadinya pelemahan respons pasar (*weakening moderation*) ketika akumulasi laba riil diinteraksikan dengan ekspansi fisik korporasi. Namun, profitabilitas terbukti tidak mampu memoderasi kebijakan dividen ($p = 0,599$), sehingga **H6 ditolak**.

PEMBAHASAN

Dampak Keputusan Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil estimasi secara empiris menunjukkan bahwa keputusan investasi (TAG) tidak memiliki dampak langsung yang bermakna terhadap nilai perusahaan di sektor energi dan barang baku. Temuan ini merefleksikan rasionalitas investor dalam menilai sektor padat modal; ekspansi aset belum tentu menjamin pengembalian arus kas yang cepat di tengah volatilitas komoditas global. Ketidaksignifikanan ini konsisten dengan temuan Suteja et al. (2023) yang menegaskan bahwa penambahan aset riil tanpa proyeksi efisiensi yang jelas akan memicu sikap *wait-and-see* dari pelaku pasar.

Demikian pula, kebijakan dividen (DY) terbukti tidak memengaruhi nilai pasar entitas. Kondisi ini mendukung *Irrelevance Dividend Theory*, di mana investor pada sektor berisiko tinggi lebih mengapresiasi penahanan laba untuk reinvestasi dan penguatan cadangan likuiditas dibandingkan dengan memaksakan pembagian dividen tunai (Josevine & Mulyani, 2025).

Sebaliknya, struktur modal (DER) terbukti menjadi satu-satunya keputusan keuangan secara parsial yang memberikan dampak positif dan signifikan terhadap valuasi entitas. Selaras dengan *Trade-Off Theory*, pasar merespons positif peningkatan proporsi utang pada periode pemulihan ekonomi 2021-2024 sebagai sinyal keberanian berekspansi serta optimalisasi perlindungan pajak (*tax shield*) yang pada akhirnya mendorong penciptaan nilai pemegang saham (Bahriah et al., 2022).

Peran Profitabilitas Sebagai Variabel Moderasi

Temuan utama dari penelitian ini menegaskan peran krusial profitabilitas (ROA) sebagai *quasi moderator* dalam model regresi. Terkait Hipotesis 4, hasil estimasi menunjukkan koefisien interaksi TAGxROA yang signifikan sebesar -8,1210 dengan *p-value* 0,024. Temuan empiris ini mengonfirmasi bahwa Hipotesis 4 diterima sebagai bentuk moderasi signifikan, namun memuat arah hubungan negatif yang bersifat memperlemah pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan (*weakening moderation*). Secara substantif, hal ini dapat dijelaskan melalui perspektif *overinvestment hypothesis* (Jensen, 1986) pada kerangka *Agency Theory*. Ketika emiten komoditas mencatatkan tingkat profitabilitas yang tinggi akibat lonjakan harga komoditas (*commodity boom*), investor mengekspektasikan laba melimpah tersebut dialokasikan untuk cadangan likuiditas atau didistribusikan kembali. Jika dalam kondisi kelimpahan dana tunai tersebut manajemen tetap memaksakan ekspansi pertumbuhan aset fisik secara agresif (TAG tinggi), pasar akan merespons secara skeptis. Investor menilai manajemen terjebak pada perilaku *empire building*, yaitu memperluas skala operasi fisik demi prestise manajerial pribadi yang tidak efisien, sehingga memicu pembengkakan biaya keagenan (*agency cost*). Dengan demikian, profitabilitas tinggi yang disertai ekspansi aset besar-besaran justru memicu skeptisisme pasar, bukan apresiasi. Temuan ini menunjukkan bahwa moderasi profitabilitas pada keputusan investasi bersifat kompleks dan spesifik, khususnya di sektor padat modal dengan siklus investasi panjang (Suteja et al., 2023 ; Utami et al., 2026b). Perspektif ini konsisten dengan temuan Utami et al. (2026a) bahwa

kontekstualitas fungsi finansial dan tata kelola di pasar berkembang sangat bergantung pada tingkat fleksibilitas keuangan entitas.

Lebih lanjut, profitabilitas juga terbukti secara signifikan memperkuat dampak positif struktur modal terhadap nilai perusahaan (Hipotesis 5). Temuan ini mendukung *Trade-Off Theory* yang menyatakan bahwa manfaat penggunaan utang akan lebih optimal ketika perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan laba yang tinggi. Tingginya perolehan laba efektif menetralisasi risiko kesulitan keuangan (*financial distress*) yang mengintai akibat besarnya beban utang. Ketika emiten energi mencatatkan laba yang kuat, besarnya *leverage* tidak lagi dipandang sebagai ancaman, melainkan sebagai instrumen daya ungkit optimal yang meyakinkan pasar (Almomani et al., 2022). Hal ini membuktikan bahwa efektivitas kebijakan keuangan bersifat *profitability-contingent*, di mana tingkat laba bertindak sebagai kondisi prasyarat (*contingent factor*) yang memvalidasi keamanan strategi pendanaan manajemen di mata pasar (Govindan et al., 2023).

Sebagai catatan penting metodologis, Tabel 5 juga memperlihatkan bahwa variabel profitabilitas secara mandiri (*main effect* ROA) memiliki signifikansi yang kuat ($p = 0,036$) terhadap nilai perusahaan. Kondisi ini mengonfirmasi status ROA dalam model MRA ini sebagai *quasi moderator* berdasarkan parameter klasifikasi Sharma et al. (1981). Hal ini memberikan implikasi teoretis yang kuat bahwa fundamental laba tidak sekadar bertindak sebagai wadah perantara, melainkan merupakan katalisator mandiri yang secara langsung menciptakan nilai dan sekaligus memperkuat sinyal atas keputusan ekspansi dan pengelolaan utang perusahaan.

KESIMPULAN

Kesimpulan

Penelitian ini menyimpulkan bahwa dari tiga keputusan keuangan yang diuji secara parsial pada Model 1, hanya struktur modal (DER) yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada sektor energi dan barang baku selama periode 2021-2024. Sebaliknya, keputusan investasi (TAG) dan kebijakan dividen (DY) tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan secara langsung.

Temuan utama penelitian ini pada Model MRA (Model 2) membuktikan bahwa profitabilitas (ROA) berperan sebagai *quasi moderator*. Profitabilitas terbukti memoderasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan dengan sifat memperlemah (*weakening moderation*), yang mengindikasikan adanya potensi *overinvestment* ketika perusahaan dengan laba tinggi melakukan ekspansi aset secara agresif. Sebaliknya, profitabilitas memperkuat pengaruh positif struktur modal terhadap nilai perusahaan karena kemampuan menghasilkan laba mampu bertindak sebagai bantalan risiko (*risk buffer*) yang mengurangi kekhawatiran investor terhadap risiko *financial distress*. Namun, profitabilitas tidak mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menegaskan bahwa efektivitas kebijakan keuangan di pasar modal bersifat *profitability-contingent*, di mana respons pasar sangat bergantung pada kualitas profitabilitas perusahaan.

Implikasi Penelitian

Secara teoretis, penelitian ini memberikan dua kontribusi utama pada literatur keuangan perusahaan. Pertama, penelitian ini mengkonfirmasi kondisionalitas *Signalling Theory* di sektor komoditas di mana sinyal ekspansi aset dapat diperlemah oleh tingkat profitabilitas yang tinggi melalui mekanisme *overinvestment hypothesis* (Jensen, 1986). Kedua, penelitian ini memperkaya pemahaman *Agency Theory* oleh Jensen dan Meckling (1976) dengan membuktikan bahwa profitabilitas berfungsi sebagai mekanisme disiplin pasar yang kontekstual, sekaligus memperkuat bukti empiris terdahulu bahwa efektivitas fundamental keuangan dan tata kelola bersifat sektor-spesifik (Utami et al., 2026a ; Utami et al., 2026b).

Secara praktis, hasil penelitian ini merekomendasikan agar investor di pasar modal lebih memfokuskan penilaian emiten sektor energi dan barang baku pada kombinasi kualitas profitabilitas (ROA) dan efisiensi pengelolaan utang jangka panjang dibandingkan hanya terpaku pada tingkat *dividend yield*. Bagi pihak manajemen perusahaan, temuan ini menjadi peringatan strategis untuk selalu menyelaraskan setiap keputusan ekspansi aset dengan proyeksi laba

operasional yang terukur guna menghindari respons negatif pasar yang menginterpretasikannya sebagai perilaku *overinvestment* atau *empire building*.

Keterbatasan dan Saran Penelitian Lanjutan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan utama yang perlu diperhatikan dalam generalisasi hasil. Pertama, cakupan sampel penelitian masih terbatas pada emiten sektor energi dan barang baku yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021-2024. Kedua, kemampuan penjelas model (*R-squared within*) sebesar 28,56% menunjukkan bahwa masih terdapat 71,44% variasi nilai perusahaan yang dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar model, seperti fluktuasi harga komoditas global, pergerakan suku bunga, inflasi, serta dinamika sentimen pasar terkait implementasi *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Ketiga, penelitian ini belum melakukan pengujian *robustness* menggunakan proksi alternatif, belum menangani potensi *endogeneity* secara khusus, serta penggunaan proksi *Dividend Yield* belum sepenuhnya merepresentasikan karakteristik perusahaan yang tidak membagikan dividen tunai.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas cakupan penelitian pada berbagai sektor atau lintas negara, menggunakan proksi *Investment Opportunity Set* (IOS) berbasis pasar, menerapkan metode regresi panel dinamis seperti *System GMM* untuk mengatasi potensi *endogeneity*, serta menambahkan variabel makroekonomi guna meningkatkan kemampuan penjelasan model.

REFERENSI

- Alghifari, E. S., Gunardi, A., Suteja, J., Nisa, I. K., & Amarananda, Z. (2022). Investment Decisions of Energy Sector Companies on the Indonesia Stock Exchange: Theory and Evidence. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 12(6), 73–79.
- Aljughaiman, A., Salama, A., & Verousis, T. (2024). Corporate Governance, Shari'ah Governance And Financial Flexibility: Evidence From The MENA Region. *International Journal of Finance & Economics*, 29, 4319–4338. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2878>
- Almomani, T. M., Obeidat, M. I. S., Almomani, M. A., & Darkal, N. M. A. M. . . (2022). Capital Structure and Firm Value Relationship : The Moderating Role of Profitability and Firm Size Evidence from Amman Stock Exchange. *WSEAS Transaction on Environment and Development*, 18, 1073–1084. <https://doi.org/10.37394/232015.2022.18.102>
- Angela, A., & Oktavianti. (2025). Determinants of Firm Value in Indonesia: The Role of Financial Performance as Moderation. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 15(4), 882–899. <https://doi.org/10.22219/jrak.v15i4.41576>
- Ariyanti, E., Nasution, F. N., & Erwin, K. (2024). The Influence of Dividend Policy and Company Size on Company Value with Profitability as a Moderating Variable in Listed Energy Sector Companies on the Indonesian Stock Exchange 2018-2022 Period. *International Journal of Current Science Research and Review*, 07(04), 2056–2066. <https://doi.org/10.47191/ijcsrr/v7-i4-08>
- Bahriah, I. S., Norisanti, N., & Danial, R. D. M. (2022). Peran Profitabilitas Dalam Memoderasi Pengaruh Struktur Modal Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Journal of Economic, Business and Accounting (COSTING)*, 5(2), 1444–1451.
- Bon, S. F., & Hartoko, S. (2022). The Effect of Dividend Policy, Investment Decision, Leverage, Profitability, and Firm Size on Firm Value. *European Journal of Business and Management Research*, 7(3), 7–13. <https://doi.org/10.24018/ejbmr.2022.7.3.1405>
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial Management: Theory and Practice 15e*. Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management 15e*. Cengage Learning.
- Bui, T. N., Nguyen, X. H., & Pham, K. T. (2023). The Effect of Capital Structure on Firm Value: A Study of Companies Listed on the Vietnamese Stock Market. *International Journal of Financial Studies*, 11(3). <https://doi.org/10.3390/ijfs11030100>
- Chung & Pruitt. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70–74.

- Dahmash, F. N., Alshurafat, H., Hendawi, R., Alzoubi, A. B., & Al Amosh, H. (2023). The Retained Earnings Effect on the Firm's Market Value: Evidence from Jordan. *International Journal of Financial Studies*, 11(3). <https://doi.org/10.3390/ijfs11030089>
- Eliza, Yeni, F., & Jufri, A. R. (2025). Profitability As A Moderating Factor Affecting The Value Of Energy Sector Companies Listed On The IDX. *Economica: Journal Of Economic And Education*, 13(2), 179–186. <https://doi.org/https://doi.org/10.22202/economica.2025.v13.i2.9361>
- Govindan, K., Karaman, A. S., Uyar, A., & Kilic, M. (2023). Board Structure And Financial Performance In The Logistics Sector : Do Contingencies Matter? *Transportation Research Part E*, 176(June), 103187. <https://doi.org/10.1016/j.tre.2023.103187>
- Islam, R. M., Haque, Z. M., & Moutushi, R. H. (2022). Earnings Quality And Financial Flexibility : A Moderating Role Of Corporate Governance. *Cogent Business & Management*, 9(1), 27. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2097620>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm : Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Josevine, F. N., & Mulyani, S. D. (2025). Pengaruh ESG Disclosure, Struktur Modal, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderasi. *As-Syirkah : Islamic Economics & Financial Journal*, 4, 442–454. <https://doi.org/10.56672/assyirkah.v4i3.438>
- Kasmir. (2018). *Analisis Laporan Keuangan*. PT RajaGrafindo Persada.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model Of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>
- Settembre-Blundo, D., Gonzalez-Shanchez, R., Medina-Salgado, S., & Fernando, G.-M. E. (2021). Flexibility and Resilience in Corporate Decision Making : A New Sustainability-Based Risk Management System in Uncertain Times. *Global Journal of Flexible Systems Management*, 22(December), 107–132. <https://doi.org/10.1007/s40171-021-00277-7>
- Sharma, S., Durand, R., & Gur-Arie, O. (1981). Identification and Analysis of Moderator Variables. *Journal of Marketing Research*, 18, 291–300. <https://doi.org/https://doi.org/10.1177/002224378101800303>
- Siregar, S. D., Toni, N., & Ariesa, Y. (2023). Impact of dividend policy, capital structure, and profitability on consumer goods firm value: Role of firm size (2013-2022). *Journal of Economics and Business Letters*, 3(4), 38–48. <https://doi.org/10.55942/jeb1.v3i4.234>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Suteja, J., Gunardi, A., Alghifari, E. S., Susiadi, A. A., Yulianti, A. S., & Lestari, A. (2023). Investment Decision and Firm Value : Moderating Effects of Corporate Social Responsibility and Profitability of Non-Financial Sector Companies on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Risk and Financial Management*. <https://doi.org/https://doi.org/10.3390/jrfm16010040>
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29. <http://www.jstor.org/stable/1991374>
- Utami, Y., Lestari, S., & Jati, D. P. (2026a). Financial Flexibility As A Moderator Of Corporate Governance Effects On SME Performance And Risk: Evidence From The Emerging Market. *Risk Governance and Control Financial Markets & Institutions*, 16(1), 32. <https://doi.org/10.22495/rgecv16i1p3>
- Utami, Y., Lestari, S., & Jati, D. P. (2026b). Free cash flow and SME performance in Indonesia: The moderating role of governance in market perception vs. operational reality. *SN Business & Economic*, 6, Article 68. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s43546-026-01076-x>