

JURNAL KEUANGAN DAN BISNIS

Vol 24, No 1, Maret 2026

Inflasi sebagai Pemoderasi Hubungan CSR Leverage dan Sales Growth terhadap Financial Distress di Sektor Consumer Cyclical

Kharisma Febriani, Dien Noviany Rahmatika, Yanti Puji Astutie

Peran Kualitas Audit dalam Memperkuat Hubungan antara Sinyal Keuangan dan Nilai Perusahaan Studi pada Sektor Food and Beverage

Anggita Listiana, Niken Wahyu Cahyaningtyas, Yuni Utami

Determinasi Nilai Perusahaan: Peran Profitabilitas, Leverage, Dan Free Cash Flow Pada Perusahaan Jakarta Islamic Index Periode 2021–2024

Maureen Marcia Marvin, Anastasia Sri Mendari

Pengaruh Persepsi Harga dan FOMO terhadap Keputusan Pembelian Produk Coklat Dubai

Anggriani Br Manalu, Maria Josephine Tyra

Pengaruh Aktivitas Sosial Media Marketing terhadap Niat Beli Peran Mediasi Kesadaran Merek di Kalangan Konsumen Indonesia

Mohamat Basori, Arif Nugroho, Arif Hidayat

The Effect of Corporate Governance on Financial Distress with Financial Ratio as Control Variable

Natalis Christian, Cindy Valentina

Melampaui Agilitas Peran Ambideksteritas Inovasi dalam Mendorong Pertumbuhan Skalabel Bisnis Startup SaaS

Robertus Adi Nugroho Maria, Indah Lestari Sepungan

The Moderating Role of Financial Literacy on the Impact of Behavioral Biases toward Investment Decisions among Generation Z In Indonesia

Wilson Wilson, Yandi Suprpto, Candy Candy

Fostering Student Resilience through Sustainability Accounting Education Evidence from Higher Education Institutions

Rifani Akbar Sulbahri

**Universitas Katolik Musi Charitas
Palembang**

e- ISSN 2580-1236

ISSN 1693-8224

JURNAL KEUANGAN DAN BISNIS

Vol 24, No 1, Maret 2026

**Inflasi sebagai Pemoderasi Hubungan CSR Leverage dan Sales Growth terhadap
Financial Distress di Sektor Consumer Cyclical**

Kharisma Febriani, Dien Noviany Rahmatika, Yanti Puji Astutie

**Peran Kualitas Audit dalam Memperkuat Hubungan antara Sinyal Keuangan
dan Nilai Perusahaan Studi pada Sektor Food and Beverage**

Anggita Listiana, Niken Wahyu Cahyaningtyas, Yuni Utami

**Determinasi Nilai Perusahaan: Peran Profitabilitas, Leverage, Dan Free Cash
Flow Pada Perusahaan Jakarta Islamic Index Periode 2021–2024**

Maureen Marcia Marvin, Anastasia Sri Mendari

**Pengaruh Persepsi Harga dan FOMO terhadap Keputusan Pembelian Produk
Coklat Dubai**

Anggriani Br Manalu, Maria Josephine Tyra

**Pengaruh Aktivitas Sosial Media Marketing terhadap Niat Beli Peran Mediasi
Kesadaran Merek di Kalangan Konsumen Indonesia**

Mohamat Basori, Arif Nugroho, Arif Hidayat

**The Effect of Corporate Governance on Financial Distress with Financial Ratio
as Control Variable**

Natalis Christian, Cindy Valentina

**Melampaui Agilitas Peran Ambideksteritas Inovasi dalam Mendorong
Pertumbuhan Skalabel Bisnis Startup SaaS**

Robertus Adi Nugroho, Maria Indah Lestari Sepungan

**The Moderating Role of Financial Literacy on the Impact of Behavioral Biases
toward Investment Decisions among Generation Z In Indonesia**

Wilson Wilson, Yandi Suprpto, Candy Candy

**Fostering Student Resilience through Sustainability Accounting Education
Evidence from Higher Education Institutions**

Rifani Akbar Sulbahri

**Universitas Katolik Musi Charitas
Palembang**

e- ISSN 2580-1236 ISSN 1693-8224

JURNAL KEUANGAN DAN BISNIS

Vol 24, No 1, Maret 2026

RESPONSIBLE PARTY:

Rector of Catholic University Musi Charitas

EDITORIAL TEAM

Editor-in-Chief

Ega Leovani, Catholic University Musi Charitas, Indonesia

Managing Directors:

Johan Gunadi Ony, Catholic University Musi Charitas, Indonesia

Lilik Pranata, Catholic University Musi Charitas, Indonesia

Associate Editors:

Dr. Ferdinand Hindiarto, Catholic University (Unika) Soegijapranata, Indonesia

Drs. Gatot Kusjono, M.M., Pamulang University, Indonesia

Tri Utami, S.E., M.Sc., Widya Dharma University, Indonesia

Maria Helena Carolinda Dua Mea, S.S., MM, Flores University, Indonesia

Indah Mawarni, S.E., M.M., Sjakhyakirti University, Indonesia

Feby Astrid Kesaulya, Catholic University Musi Charitas, Indonesia

Pra Dian Mariadi, S.Si., MT, Catholic University Musi Charitas, Indonesia

Dr. Desi Ulpa Anggraini, Rahmadiyah School of Economics, Indonesia

Dr. Choiriyah, Muhammadiyah University of Palembang, Indonesia

Ririn Andriana, Mahardhika School of Economics, Indonesia

Anselmus Inharjanto, Catholic University Musi Charitas, Indonesia

Heri Pranoto, Catholic University Musi Charitas, Indonesia

DISTRIBUTION & CIRCULATION:

Yasinta

SECRETARIAT OFFICE:

Institute for Research and Community Service (LPPM)

Catholic University Musi Charitas (UKMC)

Mail : Jl. Bangau No.60, 9 Ilir, Kec. Ilir Tim. II, Kota Palembang, Sumatera Selatan

Phone: (0711) 378171

email: jkb@ukmc.ac.id

e- ISSN 2580-1236

ISSN 1693-8224

Terbit dua kali setahun setiap Maret dan Oktober



Inflasi sebagai Pemoderasi Hubungan CSR Leverage dan Sales Growth terhadap Financial Distress di Sektor Consumer Cyclical

Kharisma Febriani, Dien Noviany Rahmatika, Yanti Puji Astutie 1–21

Peran Kualitas Audit dalam Memperkuat Hubungan antara Sinyal Keuangan dan Nilai Perusahaan Studi pada Sektor Food and Beverage

Anggita Listiana, Niken Wahyu Cahyaningtyas, Yuni Utami 22–35

Determinasi Nilai Perusahaan: Peran Profitabilitas, Leverage, Dan Free Cash Flow Pada Perusahaan Jakarta Islamic Index Periode 2021–2024

Maureen Marcia Marvin, Anastasia Sri Mendari 36–47

Pengaruh Persepsi Harga dan FOMO terhadap Keputusan Pembelian Produk Coklat Dubai

Anggriani Br Manalu, Maria Josephine Tyra 48–57

Pengaruh Aktivitas Sosial Media Marketing terhadap Niat Beli Peran Mediasi Kesadaran Merek di Kalangan Konsumen Indonesia

Mohamat Basori, Arif Nugroho, Arif Hidayat 58–72

The Effect of Corporate Governance on Financial Distress with Financial Ratio as Control Variable

Natalis Christian, Cindy Valentina 73–87

Melampaui Agilitas Peran Ambideksteritas Inovasi dalam Mendorong Pertumbuhan Skalabel Bisnis Startup SaaS

Robertus Adi Nugroho, Maria Indah Lestari Sepungan 88–107

The Moderating Role of Financial Literacy on the Impact of Behavioral Biases toward Investment Decisions among Generation Z In Indonesia

Wilson Wilson, Yandi Suprpto, Candy Candy 108–127

Fostering Student Resilience through Sustainability Accounting Education Evidence from Higher Education Institutions

Rifani Akbar Sulbahri 128–138

JURNAL KEUANGAN DAN BISNIS

PUBLICATION POLICY AND PROCESS JURNAL KEUANGAN DAN BISNIS (JKB)

Jurnal Keuangan dan Bisnis (JKB) is an academic journal published by the Institute for Research and Community Service (LPPM), Catholic University of Musi Charitas (UKMC), Palembang. The journal focuses on the fields of Economics, Management, Business Finance, and Accounting, aiming to disseminate high-quality research and facilitate knowledge exchange among academics, researchers, and practitioners. JKB is published biannually in March and October and is accredited by SINTA with Rank 4, reflecting its commitment to high scientific standards and a rigorous peer-review process.

The peer review process in JKB is conducted through a blind review system to ensure objectivity and maintain the quality of the assessment. All submitted manuscripts are first screened by the editorial board to ensure alignment with the journal's scope and adherence to basic quality standards. Manuscripts that pass this initial screening are sent to reviewers who evaluate their originality, relevance, methodological rigor, contribution to existing knowledge, and clarity of presentation. Based on this evaluation, reviewers provide recommendations, which may include acceptance without revision, acceptance with minor revisions, acceptance with major revisions, or rejection. The review process typically takes four to six weeks, depending on the availability of reviewers and the complexity of the manuscript.

Accepted manuscripts undergo an editing process to ensure clarity, coherence, and formatting consistency. Authors required to make revisions must submit their revised manuscripts within two to four weeks, addressing all feedback from reviewers. Revised manuscripts may undergo additional rounds of review if necessary. Once the revisions are complete and all requirements are met, including payment of Article Processing Charges (APC), the editorial board issues a Letter of Acceptance (LOA) as an official confirmation that the manuscript has been accepted for publication.

JKB adheres to strict publication ethics. Plagiarism, data fabrication, and image manipulation are strictly prohibited. Authors are responsible for ensuring the originality of their work and for properly citing sources. Both reviewers and authors must disclose any potential conflicts of interest that could influence the review process. All articles published in JKB are licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 (CC BY-NC 4.0), allowing use, distribution, and reproduction with proper citation of the original source.

As part of its commitment to long-term accessibility and preservation, JKB is included in the LOCKSS and CLOCKSS archival systems. Additionally, the journal utilizes the PKP Preservation Network (PKP PN), which offers free archiving services for journals meeting specific criteria. These measures ensure the security and availability of published content over the long term.

With a vision to become a leading journal in finance and business, JKB remains dedicated to supporting innovative academic research and practical insights. All published articles aim to make a significant contribution to the advancement of knowledge and practice in finance, management, and accounting.

Disclaimer:

JKB is not responsible for any fraud resulting from author negligence, including but not limited to the use of falsified Letters of Acceptance (LOA). Authors are strongly advised to verify all communications with the journal through official channels.

For more information, JKB can be contacted:

Institute for Research and Community Service (LPPM)
Catholic University of Musi Charitas
Jalan Bangau No. 60, 9 Ilir, Ilir Timur II District,
Palembang, South Sumatra, Indonesia.
Email: jkb@ukmc.ac.id
Phone : +62 (0711) 378171.

Author Guidelines

Jurnal Keuangan dan Bisnis (JKB)

Jurnal Keuangan dan Bisnis (JKB) is published biannually by the Catholic University Musi Charitas (UKMC) Palembang, in March and October. The journal aims to disseminate research findings to academics and practitioners interested in the fields of finance and business. The scope of articles includes economics, management, and accounting. JKB accepts only articles with English as the writing language. The article is subject to the guidelines of writing arranged by the editor, where acceptance or rejection is subjective to the editor's evaluation. JKB also states that the highest result of the plagiarism check is 20%, excluding bibliographic data

Article Selection Process

Articles are selected for publication by the editor and peer reviewers through a blind review process. Articles are evaluated based on their compliance with journal publication standards, methodological clarity, and contribution to the advancement of knowledge and practice. The editor and peer reviewers are responsible for providing constructive feedback and, if necessary, providing evaluation results to the authors.

Article Submission

Articles can only be submitted via the JKB Online Journal System (OJS). The journal does not accept submissions via email or direct mail.

Article Submission Guidelines

1. General Format
 - a. Articles should be typed with single spacing on A4 paper.
 - b. Length of the article: 12-15 pages (including 2 pages for references and 10 pages for the main content).
 - c. Margins: Left and Right 3 cm, Top and Bottom 2.5 cm, Header 1.25 cm, Footer 1.5 cm.
 - d. Paragraph indentation: 1.25 cm.
2. Citations and References
 - a. Citations in the text should be written in parentheses with the author's last name, year without a comma, and page number if necessary.
 - b. The reference list must only include sources cited in the text.
 - c. Minimum 30 references, with 80% from journals and 20% from books. Articles should be published within the last 5 years, and books within the last 10 years.
 - d. All references must include active DOIs and be managed using reference management software such as Mendeley or Zotero.
3. Article Structure
 - a. Title: Maximum 12 words. Font size 12, uppercase.

- b. Author Names: List all authors without academic titles. Include affiliations (department/program, faculty, university) and email addresses.
 - c. Abstract: 130-150 words, covering background, approach, and results of the research.
 - d. Keywords: 3-5 keywords or phrases, separated by semicolons (;).
 - e. Introduction: Explains background, issues, and research objectives.
 - f. Literature Review and Hypotheses: Provides a logical framework for developing hypotheses and research models (if applicable) based on the literature used.
 - g. Research Methodology: Details the population, sample, data, variable measurements, and analytical tools used.
 - h. Results and Discussion: Presents hypothesis testing results and discusses the findings.
 - i. Conclusion and Implications: Summarizes the research findings and implications, including research limitations and suggestions for future research.
 - j. References: Arranged alphabetically with the appropriate format.
4. Reference Formatting
- a. Journal Articles: Guilding, C., Cravens, K.S., & Tayles, M. (2000). An international comparison of strategic management accounting practices. *Management Accounting Research*, 11(1), 113-135. [DOI:10.1016/S1044-5005\(00\)00004-6](https://doi.org/10.1016/S1044-5005(00)00004-6)
 - b. Books: Hair, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2013). *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*. Los Angeles: Sage. [DOI:10.4135/9781483390511](https://doi.org/10.4135/9781483390511)
 - c. Newspaper or Magazine Articles: Daniri, M. A., & Nurani, M. D. (2007). Menuju Standarisasi CSR. *Harian Bisnis Indonesia*, July 19, 2007, p. 3.
 - d. Internet Articles: Manurung, A. (2007). Issue Wanita: Berani main saham. *Femina Online*. Retrieved from <http://www.femina.co.id> on September 2, 2009.
5. Author Declaration Form ([Download here](#))
- a. Authors are required to complete and submit the Author Declaration Form, which includes statements on publication ethics, copyright, plagiarism, conflict of interest, and manuscript suitability.
 - b. This form must be submitted along with the manuscript via the online journal system. Failure to provide accurate information or comply with the declaration may result in rejection or withdrawal of the manuscript.

6. Article Withdrawal
 - a. Cancellation After Review Assignment
 - i. Authors who withdraw their submission after the manuscript has been assigned to reviewers will be subject to a cancellation fee. This fee covers administrative and review costs incurred by the journal.
 - ii. The cancellation fee is [amount], which will be invoiced to the author upon withdrawal of the manuscript.
 - iii. Authors who have initiated the review process and then cancel their submission will be responsible for covering the review costs already incurred.
 - b. Procedure for Withdrawal
 - i. To withdraw a manuscript, authors must submit a formal withdrawal request through the journal's online submission system.
 - ii. The journal will provide a confirmation of receipt of the withdrawal request and detail any applicable fees.
 - c. Refund Policy
 - i. If the manuscript is withdrawn before the review process begins, the journal may offer a partial refund of any associated submission fees.
 - ii. No refunds will be provided for fees related to the review process if the manuscript is withdrawn after the review has been initiated.
 - d. Contact Information
 - i. For questions regarding withdrawal and associated fees, authors may contact journal's contact information.

Repository Deposit Policy

We encourage authors to deposit versions of their manuscripts in their institutional repositories or other repositories of their choice. Our policy regarding manuscript deposit is as follows:

1. Accepted Version (Author Accepted Manuscript):

Authors are permitted to deposit the accepted version of their manuscript in their institutional repository or other chosen repositories without restriction.
2. Published Version (Version of Record):

Authors may deposit the published version of their article in their repositories after it has been published in our journal. Please note that the published version is the final version that has undergone editing and review.

3. Submitted Version:

Manuscripts submitted for review may be deposited in the authors' chosen repositories, but we recommend depositing the accepted or published version to enhance the broader dissemination of research.

Important Notes

1. All articles must adhere to the established writing guidelines.
2. Articles that do not follow the JKB template will be rejected.
3. The language used in all articles is English.
4. Articles must be submitted with an ethics statement, conflict of interest declaration, and comply with JKB's open access policy, which is licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 (CC BY-NC 4.0).

**INFLASI SEBAGAI PEMODERASI HUBUNGAN CSR, *LEVERAGE*,
DAN *SALES GROWTH* TERHADAP *FINANCIAL DISTRESS* DI
SEKTOR *CONSUMER CYCLICAL***

Kharisma Febriani¹

kharismafebriani83@gmail.com

Dien Noviany Rahmatika²

diennovi@upstegal.ac.id

Yanti Puji Astutie³

yanti.accounting@upstegal.ac.id

^{1,2,3} Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pancasakti Tegal,
Indonesia

Abstract

Purpose: This study investigates the influence of Corporate Social Responsibility (CSR) disclosure, leverage, and sales growth on financial distress, with inflation as a moderating variable, focusing on consumer cyclical companies that are highly sensitive to economic fluctuations.

Design/Methodology/Approach: A quantitative approach was applied using secondary data from the annual reports of 61 consumer cyclical companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2020–2024, yielding 305 firm-year observations. Inflation data were obtained from the Central Bureau of Statistics. Data analysis employed ordinal logistic regression and moderated regression analysis (MRA) using SPSS version 26.

Findings: CSR disclosure significantly reduces the likelihood of financial distress, while leverage significantly increases it. Sales growth shows no significant direct effect. Inflation does not moderate the relationship between CSR or leverage and financial distress; however, it significantly moderates the relationship between sales growth and financial distress.

Practical Implications: Strengthening CSR initiatives and managing debt levels are crucial strategies for mitigating financial distress risk, particularly in sectors exposed to macroeconomic volatility.

Originality/Value: This study extends prior research by providing empirical evidence on inflation's moderating role in the nexus between firm-specific factors and financial distress in a macroeconomically sensitive industry, an area that has received limited attention in emerging market contexts.

Keywords: Corporate Social Responsibility (CSR); Leverage; Sales Growth; Financial Distress; Inflation

Page 1 of 21

© [Kharisma Febriani]. Published in Jurnal Keuangan dan Bisnis (JKB). Published by LPPM, Universitas Katolik Musi Charitas. This article is published under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 (CC BY-NC 4.0) licence. Anyone may reproduce, distribute, translate, and create derivative works of this article, subject to full attribution to the original publication and authors. The full terms of this licence may be seen at <http://creativecommons.org/licences/by/4.0/legalcode>

LPPM, Universitas Katolik Musi Charitas

Website: <https://journal.ukmc.ac.id/index.php/jkb>

PENDAHULUAN

Perusahaan didirikan tidak hanya untuk mencapai keuntungan, tetapi juga untuk mempertahankan keberlanjutan operasional melalui pengelolaan sumber daya yang efisien dan penciptaan nilai bagi pemegang saham serta pemangku kepentingan lainnya. Perspektif modern menekankan bahwa orientasi kinerja tidak semata berbasis profit maksimal, melainkan pada keseimbangan antara kinerja finansial dan legitimasi sosial yang diperoleh melalui hubungan dengan pemangku kepentingan. Ketidakstabilan kondisi ekonomi, termasuk fluktuasi permintaan pasar dan perubahan kebijakan makroekonomi, telah terbukti meningkatkan ketidakpastian lingkungan bisnis dan menekan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan kinerja. Tekanan tersebut menjadi semakin relevan pada perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), yang dihadapkan pada dinamika pasar modal dan ekspektasi investor yang tinggi terhadap stabilitas kinerja. Kondisi tersebut berimplikasi pada meningkatnya risiko financial distress yang dalam banyak kasus berujung pada kegagalan operasional dan kebangkrutan (Altman, 1968; Whitaker, 1999).

Financial distress dipahami sebagai kondisi penurunan kapasitas perusahaan dalam menghasilkan arus kas yang memadai untuk memenuhi kewajiban finansial secara berkelanjutan. Konsep ini tidak hanya mencerminkan ketidakmampuan likuiditas jangka pendek, tetapi juga menunjukkan pelemahan fundamental kinerja perusahaan yang terakumulasi dari waktu ke waktu. Indikator seperti penurunan laba operasi, laba bersih negatif, serta erosi nilai buku ekuitas sering digunakan sebagai sinyal awal kondisi distress. Pendekatan pengukuran seperti Altman Z-score model menegaskan bahwa kombinasi indikator keuangan mampu memprediksi probabilitas kegagalan perusahaan secara relatif akurat. Dengan demikian, financial distress tidak dipandang sebagai peristiwa tunggal, melainkan sebagai proses yang berkembang akibat interaksi faktor internal dan eksternal perusahaan (Altman et al., 2016; Andalia et al., 2023).

Fenomena financial distress pada sektor consumer cyclicals di Indonesia menunjukkan intensifikasi yang signifikan sejak terjadinya pandemi COVID-19. Perubahan preferensi konsumsi, pergeseran pola belanja menuju produk esensial, serta meningkatnya tekanan biaya produksi telah mengganggu stabilitas pendapatan perusahaan pada sektor ini. Selain itu, penetrasi produk impor dengan harga yang lebih kompetitif semakin mempersempit ruang pertumbuhan domestik. Subsektor seperti alas kaki, tekstil, garmen, dan pemintalan benang, terutama yang beroperasi di wilayah Jawa Barat dan Jawa Tengah, mengalami tekanan operasional yang tinggi. Data BEI menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan pada sektor ini mengalami penurunan pendapatan secara signifikan disertai dengan memburuknya rasio likuiditas, yang tercermin dari current ratio di bawah satu sebagai indikasi meningkatnya risiko ketidakmampuan memenuhi kewajiban jangka pendek (Tumbelaka et al., 2024). Kondisi

tersebut memicu restrukturisasi operasional, termasuk pengurangan tenaga kerja dan penghentian aktivitas produksi secara permanen.

Upaya untuk memahami dan memitigasi financial distress telah mendorong berbagai penelitian empiris yang menguji determinan utama dari kondisi tersebut. Variabel leverage, sales growth, dan pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) sering diposisikan sebagai faktor yang memengaruhi stabilitas finansial perusahaan. Leverage, dalam perspektif trade-off theory, mencerminkan keseimbangan antara manfaat pajak dari penggunaan utang dan risiko kebangkrutan yang meningkat. Temuan empiris menunjukkan hasil yang tidak konsisten, di mana leverage dapat meningkatkan risiko gagal bayar (Tumbelaka et al., 2024), namun dalam kondisi tertentu juga berfungsi sebagai mekanisme disiplin yang meningkatkan efisiensi manajerial (Ugur et al., 2022). Sales growth dipandang sebagai indikator dinamika permintaan pasar yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan daya saing, meskipun perlambatan pertumbuhan tidak selalu secara langsung berujung pada distress karena dipengaruhi oleh struktur biaya dan strategi operasional (López-Gutiérrez et al., 2015; Hawach & Requejo, 2025).

Di sisi lain, CSR dipandang sebagai instrumen strategis yang berkontribusi terhadap pembentukan reputasi dan peningkatan kepercayaan pemangku kepentingan. Dalam kerangka stakeholder theory dan signaling theory, pengungkapan CSR dapat mengurangi asimetri informasi dan memperkuat legitimasi perusahaan di mata pasar. Sejumlah penelitian menunjukkan bahwa CSR memiliki hubungan negatif dengan risiko financial distress melalui peningkatan akses terhadap sumber daya eksternal dan stabilitas hubungan dengan investor serta konsumen (Foster, 2021; Gupta & Krishnamurti, 2018; Machmuddah & Sari, 2020). Namun demikian, pandangan alternatif menunjukkan bahwa investasi pada CSR juga berpotensi menjadi beban biaya tambahan yang justru memperburuk kondisi keuangan perusahaan apabila tidak diimbangi dengan kinerja operasional yang memadai. Oleh karena itu, peran CSR dalam mengurangi risiko distress tidak bersifat universal dan sangat bergantung pada kondisi spesifik perusahaan.

Efektivitas determinan tersebut tidak dapat dilepaskan dari pengaruh faktor makroekonomi, khususnya inflasi, yang berpotensi mengubah hubungan antara variabel internal dan kondisi financial distress. Inflasi dapat meningkatkan biaya operasional, menekan daya beli konsumen, serta meningkatkan biaya modal yang pada akhirnya memperburuk struktur keuangan perusahaan. Namun, dalam kondisi tertentu, inflasi juga dapat meningkatkan pendapatan nominal perusahaan yang memiliki kemampuan penyesuaian harga (pricing power). Temuan empiris menunjukkan bahwa inflasi berkaitan erat dengan peningkatan default risk premium dan probabilitas gagal bayar (Bhamra et al., 2011; Ewing, 2020), meskipun pengaruhnya bervariasi antar sektor industri. Pada sektor consumer cyclicals, sensitivitas terhadap perubahan harga dan

elastisitas permintaan menjadikan inflasi sebagai faktor yang krusial dalam menentukan stabilitas finansial perusahaan (Nigmonov et al., 2022; Dekimpe & van Heerde, 2023).

Variasi temuan empiris tersebut menunjukkan adanya inkonsistensi hasil penelitian yang mengindikasikan kesenjangan konseptual dan empiris. Secara khusus, hubungan antara leverage, sales growth, dan CSR terhadap financial distress belum menunjukkan pola yang konvergen, terutama ketika mempertimbangkan peran kondisi makroekonomi sebagai faktor kontinjensi. Studi yang mengintegrasikan ketiga variabel tersebut secara simultan dengan memasukkan inflasi sebagai variabel moderasi pada sektor consumer cyclicals di Indonesia masih terbatas, padahal sektor ini memiliki tingkat kerentanan yang tinggi terhadap fluktuasi ekonomi dan perubahan perilaku konsumen. Keterbatasan tersebut menunjukkan perlunya pendekatan penelitian yang lebih komprehensif untuk memahami interaksi antara faktor internal dan eksternal dalam menentukan risiko financial distress, sehingga kontribusi empiris yang dihasilkan diharapkan mampu memberikan pemahaman yang lebih mendalam serta implikasi strategis bagi pengelolaan risiko perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Agensi (*Agency Theory*)

Agency Theory pertama kali dijelaskan secara mendalam oleh Meckling & Jensen (1976) melalui artikel “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”. Teori ini memandang hubungan kontraktual antara principal (pemegang saham) dan agent (manajer) sebagai sumber potensi konflik kepentingan ketika kedua pihak memiliki tujuan yang berbeda. Konflik tersebut sering dipicu oleh asimetris informasi di mana agen menguasai informasi lebih banyak dibandingkan prinsipal, sehingga dapat mengambil keputusan yang menguntungkan diri sendiri meskipun berisiko bagi pemilik modal (Eisenhardt, 1989; Shapiro, 2005).

Financial distress, Agency Theory menjelaskan bahwa manajer (agen) mungkin terdorong untuk mengambil keputusan pembiayaan atau investasi yang berisiko tinggi dengan harapan menghasilkan laba besar dalam jangka pendek, namun meningkatkan risiko kegagalan keuangan perusahaan (Stigler, 1971). Sebaliknya, manajer juga dapat bertindak terlalu konservatif untuk melindungi kepentingan pribadi, misalnya mempertahankan tingkat kas tinggi, yang berpotensi menghambat sales growth dan menurunkan daya saing perusahaan (Erkens et al., 2012).

Terkait *leverage, Agency Theory* menyoroti adanya konflik keagenan antara pemegang saham dan kreditur. Tingkat *leverage* yang tinggi meningkatkan tekanan keuangan, sehingga manajer mungkin melakukan *asset substitution* atau memilih proyek berisiko tinggi untuk memaksimalkan nilai pemegang saham, yang pada akhirnya dapat memperburuk kondisi *financial distress* jika proyek tersebut gagal (Campbell et al., 2008; Cathcart et al., 2020).

Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) dalam perspektif *Agency Theory* dapat berfungsi sebagai mekanisme pengurangan asimetri informasi antara agen

dan prinsipal maupun pemangku kepentingan lainnya. Penerapan CSR yang konsisten meningkatkan transparansi dan reputasi, sehingga dapat mengurangi biaya keagenan dan menurunkan risiko *financial distress* (“Back Matter,” 2008)

Faktor makroekonomi seperti inflasi, dalam kerangka *Agency Theory*, dapat memperkuat konflik kepentingan. Inflasi meningkatkan biaya operasional dan menekan margin keuntungan, sehingga agen mungkin mengambil keputusan yang lebih berisiko atau melakukan pelaporan keuangan yang kurang transparan untuk mempertahankan citra kinerja baik di hadapan prinsipal (Bhamra et al., 2023).

Dengan demikian, *Agency Theory* memberikan kerangka konseptual untuk memahami bagaimana variabel *leverage*, *sales growth*, dan CSR yang dipengaruhi oleh kondisi inflasi—dapat memengaruhi risiko *financial distress*. Teori ini menekankan pentingnya tata kelola perusahaan yang efektif dan mekanisme pengawasan yang memadai untuk menyelaraskan kepentingan prinsipal dan agen, sehingga potensi *financial distress* dapat diminimalkan.

Financial Distress

Financial distress merupakan kondisi penurunan kesehatan keuangan perusahaan yang ditandai oleh ketidakmampuan dalam memenuhi kewajiban keuangan dan berpotensi mengarah pada kebangkrutan apabila tidak segera ditangani (Adzroo & Suryaningrum, 2023; Cahyono & Hidayanti, 2024; Fadhilah, 2021; Goh, 2023; Zedde et al., 2022). Menurut Rahmatika & Raharjo (2019), kelangsungan hidup suatu entitas bisnis sangat berkaitan erat dengan kemampuan manajemen dalam mempertahankan operasional perusahaan, sehingga tidak mengherankan apabila kesalahan pertama kali diarahkan kepada pihak manajemen. Adapun bentuk persamaan Z-Score yang dimodifikasi:

$$Z'' = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$$

Dalam model ini, Z merepresentasikan indeks prediksi kebangkrutan, sedangkan X1 menggambarkan rasio *working capital* terhadap total aset, X2 menunjukkan rasio laba ditahan terhadap total aset, X3 menjelaskan rasio laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aset, dan X4 mencerminkan rasio nilai buku ekuitas terhadap total utang. Interpretasi nilai Z-Score tersebut diklasifikasikan ke dalam tiga kategori. Apabila nilai Z'' melebihi 2,6, maka perusahaan dianggap berada pada kondisi yang sehat dan tidak mengalami *financial distress*. Nilai Z'' yang berada di antara 1,1 hingga 2,6 menempatkan perusahaan pada kategori *grey area* yang menandakan posisi keuangan kurang pasti. Sementara itu, nilai Z'' yang lebih rendah dari 1,1 mengindikasikan kemungkinan besar perusahaan berada dalam kondisi *financial distress* yang serius (Abadi & Misidawati, 2023).

Pengungkapan Corporate Social Responsibility

CSR merupakan bentuk komitmen perusahaan dalam mendukung pembangunan berkelanjutan dengan memperhatikan keseimbangan antara aspek ekonomi, sosial, dan

lingkungan serta tanggung jawab terhadap seluruh pihak yang berkepentingan, baik sebagai kewajiban moral maupun strategis yang diatur secara formal melalui regulasi (Mutuari et al., 2018; Nugrahanti, 2021; Rochmaniah & Sinduwiatmo, 2020; Saragih & Mutmainah, 2024; Setiorini et al., 2022; Suwandi et al., 2022). Tingkat pengungkapan CSR dapat diukur menggunakan rumus yang dikemukakan oleh Nugrahanti (2021) sebagai berikut:

$$CSRDI_i = \frac{\sum X_{ij}}{n_j}$$

Keterangan:

- CSRDI_i : CSR *Disclosure Index* perusahaan j
X_{ij} : Jumlah item yang diungkapkan oleh perusahaan j
n_j : Jumlah item pengungkapan CSR

Leverage

Leverage ialah strategi pembiayaan yang dilakukan melalui penggunaan dana berbiaya tetap seperti utang dengan tujuan meningkatkan keuntungan perusahaan, namun penggunaan yang berlebihan tanpa pengelolaan efektif dapat meningkatkan biaya agensi, menimbulkan ketidakstabilan keuangan, serta memperbesar risiko terjadinya *financial distress* (Apriliake et al., 2024; Fadhilah, 2021; Larasati & Wahyudin, 2019; Martini et al., 2023; Vernando & Henny, 2023). Berikut adalah rumus yang digunakan untuk menghitung *Leverage* menurut Bukhari & Rozalinda (2022):

$$Debt\ to\ Equity\ Ratio = \frac{Total\ Debt}{Equity}$$

Sales Growth

Sales growth merupakan tingkat pertumbuhan pendapatan perusahaan dari aktivitas penjualan dalam periode tertentu yang mencerminkan efektivitas strategi operasional, prospek usaha, dan keberlanjutan kinerja keuangan. Rasio ini tidak hanya menjadi indikator utama keberhasilan manajerial dan respons pasar terhadap produk, tetapi juga berfungsi sebagai sinyal awal terhadap potensi risiko maupun peluang masa depan (Adzroo & Suryaningrum, 2023; Apriliake et al., 2024; Giarto & Fachrurrozie, 2020; Hartoto et al., 2025; Paroli et al., 2023; Payamta, 2023; Rochendi & Nuryaman, 2022; Sugiana & Hidayat, 2023; Vernando & Henny, 2023). Adapun rumus untuk menghitung *Sales Growth* menurut Adzroo & Suryaningrum (2023) sebagai berikut:

$$Sales\ Growth = \frac{Sales_t - Sales_{t-1}}{Sales_{t-1}}$$

Keterangan:

- Sales_t = Total penjualan pada tahun berjalan
Sales_{t-1} = Total penjualan pada tahun sebelumnya

Inflasi

Inflasi merupakan tingkat perubahan harga yang timbul akibat ketidakseimbangan antara ketersediaan komoditas dan pendapatan masyarakat, yang berdampak pada penurunan daya beli, permintaan, serta risiko pendapatan perusahaan. Kondisi ini dapat meningkatkan risiko kebangkrutan dan mendorong pentingnya pengendalian inflasi dalam batas wajar untuk menjaga stabilitas ekonomi (Myllariza, 2021; Oktaroza et al., 2024; Safitri & Yuliana, 2021; Zedde et al., 2022). Adapun rumus untuk menghitung Inflasi menurut Rahardja & Manurung (2019) sebagai berikut:

$$\text{Inflasi} = \frac{IHK - IHK_{-1}}{IHK_{-1}} \times 100\%$$

Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap Financial Distress

Menurut Utami et al. (2021), CSR mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menjalin relasi yang harmonis dengan berbagai pihak seperti investor, karyawan, pemerintah, dan masyarakat. Saat ini CSR dipandang sebagai salah satu strategi perusahaan untuk menciptakan nilai jangka panjang dan memitigasi risiko keuangan, termasuk risiko *financial distress* (Saragih & Mutmainah, 2024). Nugrahanti (2021) menyatakan bahwa CSR yang dikelola dengan baik dinilai mampu memperkuat hubungan perusahaan dengan pelanggan, investor, dan regulator, sehingga dapat mengurangi kemungkinan terjadinya *financial distress*.

H1 : Diduga Pengungkapan CSR berpengaruh negatif terhadap *Financial Distress*.

Pengaruh Leverage terhadap Financial Distress

Ketika sebuah perusahaan terlalu banyak mengandalkan pendanaan melalui utang, terdapat risiko ketidakmampuan dalam memenuhi kewajiban di masa depan karena nilai utang yang melebihi total aset. Apabila kondisi ini tidak dikelola dengan baik, maka kemungkinan terjadinya *financial distress* akan semakin besar (Aullia & Lisiantara, 2023). Menurut Giarto & Fachrurrozie (2020), tingginya proporsi pendanaan berbasis utang tanpa diimbangi oleh peningkatan pendapatan dapat menyebabkan kesulitan dalam memenuhi kewajiban pembayaran utang dan bunga. Kondisi ini menunjukkan bahwa semakin besar tingkat *leverage*, maka semakin tinggi pula risiko perusahaan mengalami *financial distress*.

H2 : Diduga *Leverage* berpengaruh positif terhadap *Financial Distress*.

Pengaruh Sales Growth terhadap Financial Distress

Keputusan manajemen menjadi acuan investor dalam menilai prospek masa depan perusahaan. *Sales growth* yang tinggi mencerminkan kinerja positif serta potensi perkembangan usaha, sehingga memberikan sinyal positif kepada investor untuk menanamkan modal (Giarto & Fachrurrozie, 2020). Menurut Sari et al. (2022), *sales growth* yang tinggi memiliki potensi untuk memperbaiki kondisi keuangannya di masa

mendatang. Sejalan dengan temuan tersebut, Amanda & Tasman (2019) mengungkapkan bahwa peningkatan *sales growth* perusahaan dapat menurunkan kemungkinan terjadinya *financial distress*, karena mencerminkan perbaikan kinerja operasional dan adanya potensi peningkatan profitabilitas.

H3 : Diduga *Sales Growth* berpengaruh negatif terhadap *Financial Distress*.

Kemampuan Inflasi dalam Memoderasi Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* terhadap *Financial Distress*

Menurut Aziz et al. (2023), perusahaan yang memiliki tingkat pelaksanaan CSR yang tinggi cenderung menghadapi risiko *financial distress* yang lebih rendah. Kinerja CSR yang baik meningkatkan kelayakan perusahaan dalam memperoleh kredit serta memperluas akses terhadap sumber pembiayaan. Efektivitas CSR dalam menekan risiko *financial distress* dapat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro, salah satunya inflasi. Kenaikan biaya produksi akibat inflasi mendorong perusahaan melakukan efisiensi anggaran, termasuk pada alokasi dana CSR. Pengurangan intensitas atau cakupan program CSR dapat menurunkan sinyal positif masyarakat dan investor terhadap perusahaan.

H3 : Diduga Inflasi memperlemah pengaruh negatif pengungkapan CSR terhadap *Financial Distress*.

Kemampuan Inflasi dalam Memoderasi Pengaruh *Leverage* terhadap *Financial Distress*

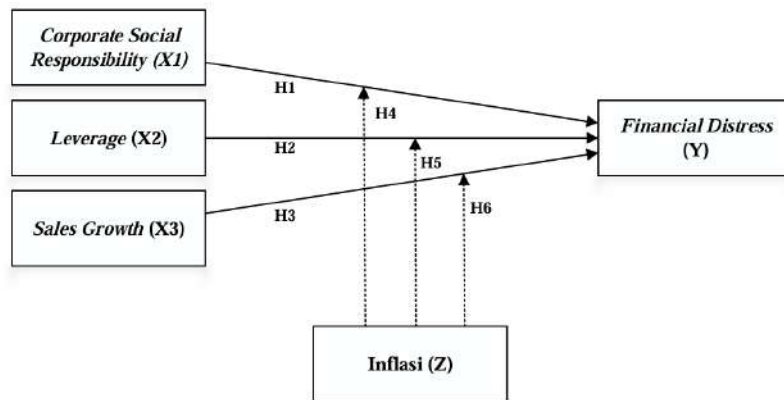
Menurut Apriliake et al. (2024), *leverage* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan menanggung beban utang yang besar dibandingkan total aset yang dimilikinya, sehingga meningkatkan potensi terjadinya *financial distress*. Safitri & Yuliana (2021) menemukan bahwa inflasi dapat memoderasi hubungan antara *leverage* dan *financial distress*. Interaksi *leverage* dan inflasi menunjukkan pengaruh signifikan secara statistik, yang berarti pada tingkat inflasi yang tinggi, pengaruh *leverage terhadap financial distress* menjadi lebih kuat.

H4 : Diduga Inflasi memperkuat pengaruh positif *Leverage* terhadap *Financial Distress*.

Kemampuan Inflasi dalam Memoderasi Pengaruh *Sales Growth* terhadap *Financial Distress*

Pengaruh *sales growth* terhadap *financial distress* dapat berubah akibat kondisi ekonomi makro seperti inflasi. Oktaroza et al. (2024) menyatakan bahwa kenaikan inflasi menyebabkan lonjakan harga barang dan jasa secara berkelanjutan yang menurunkan daya beli masyarakat, akibatnya permintaan terhadap produk perusahaan menurun, sehingga menghambat *sales growth* dan memperlemah arus kas. Inflasi juga mendorong kenaikan biaya bahan baku, yang meningkatkan beban produksi. Ketidakseimbangan antara biaya dan pendapatan memperlemah kondisi keuangan perusahaan dan meningkatkan risiko *financial distress* bahkan dapat menyebabkan kebangkrutan.

H5 : Diduga Inflasi memperlemah pengaruh negatif *Sales Growth* terhadap *Financial Distress*.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran Konseptual
Sumber: Diolah dari berbagai sumber (2024)

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan memanfaatkan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan (annual report) perusahaan sektor consumer cyclicals yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020 hingga 2024. Sampel penelitian terdiri atas 61 perusahaan yang diamati selama lima tahun, sehingga menghasilkan 305 unit observasi dalam bentuk data panel. Data inflasi diperoleh dari publikasi resmi Badan Pusat Statistik sebagai representasi kondisi makroekonomi yang memengaruhi lingkungan operasional perusahaan.

Pengukuran variabel Corporate Social Responsibility (CSR) dilakukan berdasarkan ketentuan SEOJK No. 16/SEOJK.04/2021 yang mencakup tujuh dimensi utama dengan total 50 indikator pengungkapan. Pendekatan ini memungkinkan pengukuran tingkat transparansi dan intensitas aktivitas sosial perusahaan secara lebih terstruktur. Seluruh data diolah menggunakan perangkat lunak IBM SPSS Statistics 26 yang mendukung pengujian asumsi serta estimasi model regresi non-linear.

Prosedur analisis diawali dengan statistik deskriptif untuk menggambarkan karakteristik distribusi masing-masing variabel penelitian. Selanjutnya dilakukan pengujian multikolinearitas untuk memastikan tidak terdapat korelasi tinggi antarvariabel independen yang dapat menyebabkan bias estimasi parameter. Evaluasi kelayakan model dilakukan melalui pengujian overall model fit, goodness of fit, pseudo R-square, serta test of parallel lines untuk memastikan bahwa model memenuhi asumsi proportional odds yang menjadi dasar dalam regresi logistik ordinal.

Metode utama yang digunakan adalah regresi logistik ordinal, mengingat variabel dependen yang merepresentasikan tingkat financial distress bersifat kategorikal ordinal dengan tiga tingkat, yaitu kondisi sehat (non-distress), kondisi antara (grey area), dan kondisi mengalami kesulitan keuangan (distress). Model ini menghasilkan dua persamaan

logit kumulatif yang digunakan untuk mengestimasi probabilitas perusahaan berada pada kategori tertentu berdasarkan nilai variabel independen. Pendekatan ini dipilih karena mampu menangkap struktur bertingkat pada variabel dependen serta memberikan estimasi yang lebih sesuai dibandingkan regresi linier pada data kategorikal.

Pengujian peran moderasi dilakukan melalui pendekatan moderated regression analysis (MRA) dengan membentuk variabel interaksi antara inflasi dan masing-masing variabel independen. Pendekatan ini memungkinkan identifikasi perubahan arah maupun kekuatan hubungan antara CSR, leverage, dan sales growth terhadap financial distress pada berbagai kondisi makroekonomi. Dengan demikian, dinamika hubungan antara faktor internal perusahaan dan tekanan eksternal dapat dianalisis secara lebih komprehensif, khususnya pada sektor consumer cyclicals yang memiliki sensitivitas tinggi terhadap fluktuasi ekonomi.

HASIL PENELITIAN

Hasil analisis data penelitian disajikan secara komprehensif dalam satu tabel ringkasan untuk memudahkan interpretasi dan membandingkan setiap tahapan pengujian yang dilakukan. Tabel ini memuat seluruh informasi penting, mulai dari deskripsi karakteristik data, evaluasi kelayakan model, pengujian kesesuaian (*goodness-of-fit*), nilai *pseudo R-square*, hingga hasil estimasi parameter regresi baik sebelum maupun sesudah penambahan variabel moderasi. Penyajian hasil dalam format terintegrasi ini bertujuan untuk memberikan gambaran menyeluruh mengenai hubungan antarvariabel, tingkat kecocokan model terhadap data, serta peran inflasi sebagai variabel moderasi dalam memengaruhi hubungan antara *corporate social responsibility* (CSR), leverage, dan *sales growth* terhadap *financial distress* pada table 1 berikut:

Tabel 1. Ringkasan Hasil Analisis Regresi Logistik Ordinal dan Moderated Regression Analysis

Uji / Parameter	Hasil Utama	Interpretasi
Statistik Deskriptif	CSR: min 0,12; max 1,00; mean 0,7783; SD 0,22860. Leverage: min -8,65; max 50,19; mean 1,2838; SD 3,59371. Sales Growth: min -0,90; max 15,25; mean 0,1931; SD 1,27388. Financial Distress: min 1; max 3; mean 1,64; SD 0,881. Inflasi: min 1,57; max 5,51; mean 2,6480; SD 1,47870.	Menunjukkan rentang variasi antarvariabel, identifikasi potensi outlier pada Leverage, serta fluktuasi tinggi pada Sales Growth.
Overall Model Fit	-2LL awal: 548,786 → akhir: 370,560; Chi-Square = 178,226; df = 3; Sig. = 0,000.	Penurunan nilai -2LL signifikan ($p < 0,05$) menandakan model dengan variabel independen lebih baik dibanding model awal.

Uji / Parameter	Hasil Utama	Interpretasi
Goodness-of-Fit	Pearson: $\chi^2 = 756,548$; $p = 0,000$. Deviance: $\chi^2 = 370,560$; $p = 1,000$.	Nilai deviance $> 0,05$ menunjukkan model sesuai dengan data aktual dan tidak mengalami overfitting atau underfitting.
Pseudo R-Square (Model Awal)	Cox & Snell = 0,443; Nagelkerke = 0,530; McFadden = 0,325.	Variabel independen menjelaskan $\pm 32,5\%$ variasi financial distress; cukup memadai untuk regresi logistik ordinal.
Hasil Regresi (Model Awal)	CSR = $-3,064$ ($p = 0,000$); Leverage = 2,661 ($p = 0,000$); Sales Growth = 0,029 ($p = 0,854$).	CSR berpengaruh negatif signifikan, Leverage positif signifikan, Sales Growth tidak signifikan terhadap distress.
Test of Parallel Lines	$\chi^2 = 3,056$; $p = 0,383$.	Model memenuhi asumsi proportional odds, sehingga parameter regresi konsisten di seluruh kategori distress.
Hasil MRA (Interaksi dengan Inflasi)	CSR_Inflasi = $-0,152$ ($p = 0,715$); LV_Inflasi = 0,037 ($p = 0,861$); SG_Inflasi = 0,563 ($p = 0,012$).	Interaksi inflasi signifikan hanya pada Sales Growth, memperkuat pengaruhnya terhadap distress.
Pseudo R-Square (Model Moderasi)	Cox & Snell = 0,455; Nagelkerke = 0,546; McFadden = 0,338.	Peningkatan nilai McFadden dari 0,325 menjadi 0,338 menunjukkan perbaikan kemampuan prediktif model.

Sumber: Output SPSS, data diolah (2025)

Berdasarkan hasil pengujian statistik deskriptif pada tabel 1 mendeskripsikan karakteristik awal data penelitian. Nilai *corporate social responsibility* (CSR) menunjukkan rentang antara 0,12 hingga 1,00, dengan rata-rata 0,7783 dan simpangan baku 0,22860. Hal ini mencerminkan tingkat pengungkapan CSR yang relatif tinggi di sebagian besar perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang menjadi sampel penelitian,

dengan variasi distribusi yang moderat. Leverage memiliki nilai minimum $-8,65$ dan maksimum $50,19$, rata-rata $1,2838$, serta simpangan baku $3,59371$, mengindikasikan adanya penyebaran data yang sangat luas dan potensi keberadaan *outlier*. Variabel *sales growth* tercatat memiliki rentang $-0,90$ hingga $15,25$, dengan rata-rata $0,1931$ dan simpangan baku $1,27388$, yang menggambarkan adanya fluktuasi kinerja penjualan antarperusahaan dalam periode pengamatan. Sementara itu, *financial distress* memiliki skor 1 hingga 3, dengan rata-rata $1,64$ dan simpangan baku $0,881$, yang menunjukkan distribusi relatif merata pada tiga kategori kondisi keuangan. Variabel inflasi berada pada kisaran $1,57$ hingga $5,51$, dengan rata-rata $2,6480$ dan simpangan baku $1,47870$, mencerminkan dinamika harga di tingkat nasional selama periode penelitian.

Evaluasi kelayakan model dilakukan melalui *overall model fit* yang menunjukkan penurunan nilai -2 Log Likelihood dari $548,786$ pada model awal menjadi $370,560$ pada model akhir. Nilai Chi-Square sebesar $178,226$ dengan tingkat signifikansi $0,000$ ($<0,05$) mengindikasikan bahwa penambahan variabel independen secara signifikan meningkatkan kecocokan model terhadap data. Hasil ini diperkuat oleh *goodness-of-fit test* pada uji deviance yang menghasilkan nilai signifikansi $1,000$, jauh di atas ambang batas $0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi logistik ordinal memiliki kecocokan yang sangat baik terhadap data observasi tanpa indikasi *underfitting* maupun *overfitting*.

Nilai *pseudo R-square* digunakan untuk menilai kontribusi variabel independen dalam menjelaskan variasi kategori *financial distress*. Ukuran McFadden dipilih karena memberikan interpretasi yang paling mendekati R^2 pada regresi linier. Pada model awal, nilai McFadden sebesar $0,325$ menunjukkan bahwa sekitar $32,5\%$ variasi *financial distress* dapat dijelaskan oleh CSR, leverage, dan *sales growth*. Nilai ini termasuk kategori kecocokan yang memadai untuk model regresi logistik ordinal.

Hasil estimasi parameter pada model awal menunjukkan bahwa CSR berpengaruh negatif signifikan terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress* ($\beta = -3,064$; $p < 0,001$), yang berarti semakin tinggi tingkat pengungkapan CSR, semakin rendah risiko perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Sebaliknya, leverage memiliki pengaruh positif signifikan ($\beta = 2,661$; $p < 0,001$), yang mengindikasikan bahwa semakin tinggi proporsi utang terhadap aset, semakin besar kemungkinan perusahaan masuk pada kategori *financial distress*. Variabel *sales growth* tidak menunjukkan pengaruh signifikan ($\beta = 0,029$; $p = 0,854$), yang mengindikasikan bahwa pertumbuhan penjualan tidak selalu berkorelasi langsung dengan kondisi keuangan perusahaan dalam konteks penelitian ini.

Pengujian asumsi *proportional odds* melalui *test of parallel lines* menghasilkan nilai signifikansi $0,383$ ($>0,05$), yang menandakan bahwa kemiringan (slope) hubungan antara variabel independen dan setiap kategori *financial distress* adalah sama, sehingga model memenuhi asumsi dasar regresi logistik ordinal.

Pengujian moderasi dengan memasukkan variabel interaksi antara inflasi dan masing-masing variabel independen. Hasil *moderated regression analysis* menunjukkan bahwa interaksi *sales growth* dengan inflasi (SG_Inflasi) berpengaruh positif signifikan

terhadap *financial distress* ($\beta = 0,563$; $p = 0,012$). Hal ini menunjukkan bahwa pada saat inflasi meningkat, pertumbuhan penjualan justru dapat memperbesar kemungkinan terjadinya *financial distress*, kemungkinan akibat kenaikan biaya input dan tekanan harga yang tidak sepenuhnya dapat ditransfer ke konsumen. Interaksi antara inflasi dengan CSR maupun leverage tidak menunjukkan signifikansi statistik, yang berarti efek moderasi inflasi terhadap kedua variabel tersebut relatif lemah dalam memengaruhi risiko *financial distress*.

Peningkatan nilai McFadden dari 0,325 pada model awal menjadi 0,338 pada model moderasi menunjukkan adanya perbaikan kemampuan prediktif model meskipun dalam skala yang terbatas. Hal ini menandakan bahwa inflasi memiliki kontribusi tambahan terhadap pemahaman hubungan antara variabel penelitian, khususnya pada dimensi *sales growth*. Konsistensi peningkatan nilai *pseudo R-square* lainnya seperti Cox and Snell dan Nagelkerke memperkuat kesimpulan bahwa model dengan moderasi memiliki kualitas prediksi yang lebih baik dibandingkan model awal.

PEMBAHASAN

Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* terhadap *Financial Distress*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress*. Temuan ini mengindikasikan bahwa peningkatan intensitas pengungkapan CSR diikuti oleh penurunan probabilitas perusahaan mengalami kondisi kesulitan keuangan. Hal tersebut menunjukkan bahwa CSR tidak hanya berfungsi sebagai aktivitas simbolik, tetapi memiliki implikasi ekonomi yang nyata terhadap stabilitas finansial perusahaan. Dengan demikian, pengungkapan CSR dapat diposisikan sebagai mekanisme strategis dalam memperkuat ketahanan perusahaan terhadap tekanan finansial.

Secara teoritis, temuan ini dapat dijelaskan melalui perspektif teori legitimasi yang menekankan bahwa keberlanjutan operasional perusahaan dipengaruhi oleh tingkat penerimaan sosial dari pemangku kepentingan. Pengungkapan CSR yang luas mencerminkan kepatuhan terhadap norma sosial dan regulasi, sehingga meningkatkan kepercayaan publik. Peningkatan legitimasi tersebut berkontribusi terhadap terciptanya hubungan yang lebih stabil dengan investor, kreditor, dan konsumen, yang pada akhirnya memperkuat posisi keuangan perusahaan. Selain itu, pengungkapan CSR juga berfungsi sebagai sinyal kualitas manajemen yang mencerminkan komitmen terhadap praktik bisnis yang bertanggung jawab, sehingga mampu mengurangi asimetri informasi di pasar.

Secara empiris, hasil penelitian ini sejalan dengan berbagai temuan sebelumnya yang menunjukkan bahwa implementasi CSR berkontribusi dalam meningkatkan transparansi, memperkuat kepercayaan pemangku kepentingan, serta memperlancar akses terhadap sumber pendanaan. Peningkatan kinerja CSR juga dikaitkan dengan penurunan risiko *financial distress* melalui penguatan reputasi perusahaan, peningkatan efisiensi operasional, serta stabilitas hubungan dengan investor dan kreditor. Aktivitas

CSR yang dilakukan secara konsisten, terutama pada periode krisis, cenderung meningkatkan tingkat kepercayaan pihak eksternal dan memperluas akses terhadap dukungan finansial. Selain itu, CSR juga berperan dalam membentuk citra positif dan loyalitas konsumen yang pada akhirnya berdampak pada keberlanjutan kinerja keuangan perusahaan.

Meskipun demikian, hubungan negatif antara CSR dan financial distress tidak dapat diasumsikan bersifat universal. Dalam kondisi tertentu, investasi CSR yang tidak dikelola secara efisien berpotensi meningkatkan beban biaya dan justru memperburuk kondisi keuangan perusahaan. Oleh karena itu, efektivitas CSR dalam menurunkan risiko financial distress sangat bergantung pada kemampuan perusahaan dalam mengintegrasikan aktivitas sosial dengan strategi bisnis secara berkelanjutan dan berbasis nilai tambah.

Pengaruh *Leverage* terhadap *Financial Distress*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap financial distress. Temuan ini mengindikasikan bahwa peningkatan proporsi utang dalam struktur modal diikuti oleh meningkatnya probabilitas perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Dengan demikian, leverage dapat dipandang sebagai faktor risiko yang memperbesar tekanan finansial, khususnya ketika kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas tidak sebanding dengan kewajiban yang harus dipenuhi. Kondisi ini menegaskan bahwa ketergantungan yang tinggi terhadap pembiayaan eksternal berpotensi melemahkan stabilitas keuangan perusahaan.

Secara teoritis, temuan ini dapat dijelaskan melalui perspektif teori agensi yang menyoroti konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham dalam pengambilan keputusan pendanaan. Penggunaan utang sering dimanfaatkan sebagai sumber pembiayaan untuk mendukung ekspansi maupun operasional perusahaan, namun praktik tersebut dapat meningkatkan risiko apabila tidak diimbangi dengan pengelolaan keuangan yang prudent. Peningkatan leverage menyebabkan bertambahnya kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang, yang pada akhirnya mempersempit fleksibilitas keuangan serta meningkatkan tekanan terhadap arus kas. Struktur modal yang didominasi oleh utang cenderung memperbesar risiko kegagalan dalam memenuhi kewajiban finansial, sehingga meningkatkan potensi terjadinya financial distress.

Secara empiris, temuan ini konsisten dengan berbagai penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa peningkatan leverage berkorelasi dengan meningkatnya risiko financial distress. Tingginya tingkat utang mencerminkan beban kewajiban yang semakin besar, yang dapat mengurangi kemampuan perusahaan dalam menjaga keseimbangan keuangan. Selain itu, kondisi di mana nilai kewajiban mendekati atau bahkan melampaui total aset berpotensi menyebabkan penurunan nilai ekuitas, yang merupakan indikator penting dari melemahnya kesehatan finansial perusahaan. Peningkatan penggunaan dana dari pihak ketiga juga berimplikasi pada bertambahnya beban bunga yang harus dipenuhi

di masa mendatang, sehingga memperbesar tekanan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Meskipun demikian, hubungan positif antara leverage dan financial distress tidak selalu bersifat absolut. Dalam kondisi tertentu, penggunaan utang dapat berfungsi sebagai mekanisme disiplin yang mendorong efisiensi manajerial dan optimalisasi penggunaan sumber daya. Oleh karena itu, pengaruh leverage terhadap financial distress sangat bergantung pada kemampuan perusahaan dalam mengelola struktur modal secara optimal serta menyeimbangkan antara manfaat dan risiko penggunaan utang dalam jangka panjang.

Pengaruh *Sales Growth* terhadap *Financial Distress*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa sales growth tidak berpengaruh signifikan terhadap financial distress. Temuan ini mengindikasikan bahwa peningkatan pertumbuhan penjualan tidak secara langsung menurunkan maupun meningkatkan probabilitas perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Dengan demikian, sales growth tidak dapat diposisikan sebagai indikator yang andal dalam merepresentasikan kondisi kesehatan finansial perusahaan, khususnya ketika tidak diikuti oleh perbaikan kinerja operasional dan efisiensi biaya.

Temuan ini tidak sepenuhnya sejalan dengan perspektif teori agensi yang mengasumsikan bahwa pelimpahan wewenang dari prinsipal kepada manajemen akan mendorong pengelolaan perusahaan secara optimal, termasuk dalam meningkatkan kinerja penjualan sebagai indikator keberhasilan strategi. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peningkatan sales growth tidak selalu mencerminkan efektivitas pengelolaan oleh manajemen. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa mekanisme pengawasan dan insentif yang ada belum tentu mampu memastikan bahwa pertumbuhan penjualan diterjemahkan menjadi peningkatan kinerja finansial yang berkelanjutan.

Secara analitis, terdapat beberapa penjelasan yang dapat menjelaskan ketidaksignifikan hubungan tersebut. Pertama, peningkatan penjualan sering kali diikuti oleh kenaikan harga pokok penjualan dan biaya operasional lainnya, sehingga margin keuntungan tidak mengalami peningkatan yang sebanding. Dalam kondisi ini, pertumbuhan penjualan tidak memberikan kontribusi nyata terhadap penguatan arus kas perusahaan. Kedua, adanya potensi praktik manajemen laba melalui kebijakan akuntansi tertentu dapat menyebabkan angka penjualan yang dilaporkan tidak sepenuhnya merefleksikan kondisi ekonomi yang sebenarnya. Hal ini mengakibatkan distorsi informasi yang dapat menurunkan reliabilitas sales growth sebagai indikator kinerja finansial (Giarto & Fachrurrozie, 2020).

Secara empiris, temuan ini sejalan dengan berbagai penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa tingkat penjualan yang tinggi tidak selalu berbanding lurus dengan keberhasilan finansial perusahaan. Pertumbuhan penjualan yang tidak diimbangi dengan pengendalian biaya dan efisiensi operasional cenderung tidak efektif dalam menurunkan risiko financial distress. Selain itu, pertumbuhan yang relatif rendah atau tidak stabil juga

dapat menyebabkan sales growth kehilangan relevansinya sebagai variabel penjelas dalam memprediksi kondisi kesulitan keuangan. Dengan demikian, efektivitas sales growth dalam memengaruhi financial distress sangat bergantung pada kualitas pertumbuhan tersebut, bukan semata-mata pada peningkatan volume penjualan.

Kemampuan Inflasi dalam Memoderasi Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* terhadap *Financial Distress*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi antara pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) dan inflasi memiliki arah pengaruh negatif, namun tidak signifikan terhadap financial distress. Temuan ini mengindikasikan bahwa inflasi tidak mampu memoderasi hubungan antara pengungkapan CSR dan financial distress secara bermakna. Dengan demikian, pengaruh CSR dalam menurunkan risiko kesulitan keuangan bersifat relatif stabil dan tidak dipengaruhi oleh fluktuasi tingkat inflasi. Hal ini menunjukkan bahwa efektivitas CSR sebagai mekanisme mitigasi risiko keuangan tidak bergantung pada kondisi makroekonomi jangka pendek.

Secara konseptual, temuan ini lebih tepat dijelaskan melalui perspektif legitimasi dan signaling dibandingkan semata-mata teori agensi. Pengungkapan CSR mencerminkan upaya perusahaan dalam mempertahankan legitimasi sosial serta memberikan sinyal kualitas kepada pasar mengenai komitmen terhadap praktik bisnis yang bertanggung jawab. Stabilitas pengaruh CSR terhadap financial distress menunjukkan bahwa manfaat reputasional dan kepercayaan pemangku kepentingan yang dihasilkan dari aktivitas CSR bersifat jangka panjang, sehingga tidak mudah terpengaruh oleh tekanan inflasi. Dengan demikian, CSR berfungsi sebagai aset tidak berwujud yang mampu memperkuat ketahanan perusahaan secara berkelanjutan.

Dari sisi analitis, ketiadaan efek moderasi inflasi menunjukkan bahwa hubungan antara CSR dan financial distress tidak bersifat kontinjensi terhadap perubahan harga umum dalam perekonomian. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa perusahaan yang secara konsisten mengintegrasikan CSR ke dalam strategi operasionalnya cenderung memiliki fondasi hubungan eksternal yang kuat, sehingga tetap mampu menjaga stabilitas keuangan meskipun menghadapi tekanan makroekonomi. Namun demikian, asumsi bahwa CSR sepenuhnya independen dari kondisi ekonomi perlu dipertimbangkan secara kritis, mengingat dalam situasi krisis yang ekstrem, alokasi sumber daya untuk aktivitas sosial berpotensi mengalami penyesuaian.

Secara empiris, temuan ini sejalan dengan berbagai penelitian yang menunjukkan bahwa efektivitas CSR dalam memengaruhi kinerja keuangan dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan, seperti tahapan siklus hidup dan strategi operasional, dibandingkan oleh variabel makroekonomi jangka pendek. Variasi kebutuhan pembiayaan, akses terhadap sumber dana, serta struktur biaya modal pada setiap tahap perkembangan perusahaan turut menentukan bagaimana CSR memberikan dampak terhadap stabilitas finansial. Selain itu, CSR yang terintegrasi dalam aktivitas bisnis terbukti mampu meningkatkan reputasi, menarik minat investor, serta memperkuat hubungan dengan

pemangku kepentingan, yang pada akhirnya berkontribusi terhadap penurunan risiko financial distress. Meskipun demikian, efektivitas tersebut sangat bergantung pada kualitas implementasi CSR dan kesesuaiannya dengan strategi jangka panjang perusahaan.

Kemampuan Inflasi dalam Memoderasi Pengaruh *Leverage* terhadap *Financial Distress*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi antara leverage dan inflasi memiliki arah pengaruh positif, namun tidak signifikan terhadap financial distress. Temuan ini mengindikasikan bahwa inflasi tidak memiliki peran yang cukup kuat dalam memperkuat maupun memperlemah hubungan antara leverage dan financial distress pada perusahaan sektor consumer cyclicals. Dengan demikian, pengaruh leverage terhadap risiko kesulitan keuangan cenderung bersifat langsung dan tidak bergantung pada dinamika inflasi sebagai faktor makroekonomi.

Secara konseptual, temuan ini dapat dijelaskan melalui perspektif teori sinyal yang menekankan bahwa struktur modal, khususnya tingkat leverage, merupakan informasi yang secara eksplisit diamati oleh pasar sebagai indikator risiko perusahaan. Tingginya proporsi utang mencerminkan beban kewajiban finansial yang harus dipenuhi, sehingga secara langsung diasosiasikan dengan peningkatan risiko financial distress. Ketiadaan efek moderasi inflasi menunjukkan bahwa leverage telah berfungsi sebagai sinyal yang kuat dan konsisten mengenai kondisi risiko perusahaan, sehingga interpretasi pasar terhadap struktur utang tidak mengalami perubahan signifikan meskipun terjadi fluktuasi dalam lingkungan ekonomi makro.

Dari sudut pandang analitis, hasil ini menunjukkan bahwa sensitivitas leverage terhadap financial distress lebih didominasi oleh faktor internal perusahaan, seperti kemampuan menghasilkan arus kas dan efektivitas pengelolaan kewajiban, dibandingkan oleh tekanan eksternal seperti inflasi. Meskipun inflasi berpotensi meningkatkan biaya operasional dan biaya pendanaan, pengaruh tersebut tidak cukup kuat untuk mengubah hubungan antara leverage dan financial distress secara signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa risiko yang ditimbulkan oleh struktur utang bersifat inheren dan tetap relevan dalam berbagai kondisi ekonomi.

Secara empiris, temuan ini konsisten dengan berbagai penelitian yang menyatakan bahwa leverage merupakan indikator utama dalam mendeteksi kondisi financial distress. Tingginya tingkat utang serta keterbatasan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansial sering kali menjadi pemicu utama kesulitan keuangan dan potensi kebangkrutan. Namun demikian, hasil ini berbeda dengan temuan penelitian lain yang menunjukkan bahwa inflasi dapat memperkuat pengaruh leverage terhadap financial distress, khususnya pada kondisi tekanan ekonomi yang tinggi. Perbedaan hasil tersebut mengindikasikan bahwa peran inflasi sebagai variabel moderasi bersifat kontekstual dan sangat bergantung pada karakteristik sektor industri serta kondisi ekonomi yang melingkupinya.

Kemampuan Inflasi dalam Memoderasi Pengaruh *Sales Growth* terhadap *Financial Distress*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi antara sales growth dan inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap financial distress. Temuan ini mengindikasikan bahwa inflasi memperkuat pengaruh sales growth terhadap peningkatan risiko kesulitan keuangan. Dengan demikian, dalam kondisi tekanan inflasi, perusahaan yang mengalami pertumbuhan penjualan justru menghadapi probabilitas yang lebih tinggi untuk mengalami financial distress. Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak selalu mencerminkan kondisi keuangan yang sehat, terutama ketika lingkungan makroekonomi berada dalam kondisi tidak stabil.

Temuan ini tidak sejalan dengan perspektif teori sinyal yang mengasumsikan bahwa peningkatan sales growth merupakan indikator positif yang mencerminkan prospek dan kinerja perusahaan di masa depan. Dalam kondisi inflasi, sinyal tersebut mengalami distorsi karena pertumbuhan penjualan tidak diiringi dengan peningkatan efisiensi biaya dan pengelolaan keuangan yang optimal. Inflasi cenderung meningkatkan biaya operasional serta menurunkan daya beli konsumen, sehingga peningkatan volume penjualan tidak selalu menghasilkan arus kas yang memadai. Akibatnya, informasi yang sebelumnya dipersepsikan sebagai sinyal positif justru dapat diinterpretasikan sebagai indikator peningkatan risiko keuangan dalam kondisi ekonomi yang bergejolak.

Secara analitis, hubungan ini dapat dijelaskan melalui ketidakseimbangan antara pertumbuhan penjualan dan kebutuhan pembiayaan modal kerja. Peningkatan sales growth sering kali diikuti oleh kebutuhan tambahan pada persediaan, piutang, dan biaya operasional lainnya. Apabila peningkatan tersebut tidak diimbangi dengan pengelolaan arus kas yang efektif, maka tekanan terhadap likuiditas perusahaan akan meningkat. Dalam kondisi inflasi, tekanan tersebut semakin diperkuat oleh kenaikan biaya input dan ketidakpastian permintaan, sehingga memperbesar potensi terjadinya financial distress.

Secara empiris, temuan ini sejalan dengan berbagai penelitian yang menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak selalu berbanding lurus dengan peningkatan kinerja keuangan. Peningkatan penjualan yang tidak diikuti oleh pengendalian biaya dapat menurunkan profitabilitas dan memperburuk kondisi keuangan perusahaan. Selain itu, kebutuhan investasi dalam modal kerja yang meningkat akibat pertumbuhan penjualan juga dapat menimbulkan tekanan pada struktur keuangan. Dengan demikian, efektivitas sales growth dalam mendukung stabilitas finansial sangat bergantung pada kualitas pertumbuhan tersebut serta kemampuan manajemen dalam mengelola dampak inflasi terhadap biaya dan arus kas perusahaan.

KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

Berdasarkan hasil analisis empiris yang telah dilakukan, pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) terbukti berpengaruh negatif terhadap financial distress, yang menunjukkan bahwa peningkatan aktivitas dan transparansi CSR berkontribusi dalam menurunkan risiko kesulitan keuangan. Temuan ini mengindikasikan bahwa

legitimasi sosial dan kualitas hubungan dengan pemangku kepentingan memiliki peran strategis dalam menjaga stabilitas finansial perusahaan. Sebaliknya, leverage ditemukan berpengaruh positif terhadap financial distress, yang menegaskan bahwa peningkatan proporsi utang memperbesar risiko ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya.

Sementara itu, sales growth tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap financial distress. Hasil ini mengindikasikan bahwa pertumbuhan penjualan tidak secara otomatis mencerminkan kekuatan fundamental keuangan perusahaan, khususnya ketika pertumbuhan tersebut tidak diikuti oleh efisiensi biaya dan pengelolaan struktur keuangan yang optimal. Dengan demikian, sales growth tidak dapat diposisikan sebagai indikator tunggal dalam memprediksi risiko financial distress.

Dalam pengujian peran moderasi, inflasi tidak terbukti memoderasi hubungan antara pengungkapan CSR maupun leverage terhadap financial distress. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh kedua variabel tersebut relatif stabil terhadap perubahan kondisi harga secara umum. Namun demikian, inflasi terbukti memperkuat pengaruh positif sales growth terhadap financial distress. Temuan ini mengindikasikan bahwa dalam kondisi tekanan harga, pertumbuhan penjualan justru dapat diikuti oleh peningkatan risiko keuangan, yang kemungkinan disebabkan oleh kenaikan biaya operasional dan penurunan daya beli konsumen.

Berdasarkan temuan penelitian, disarankan agar penelitian selanjutnya mengembangkan model yang lebih komprehensif dengan memasukkan variabel tambahan seperti likuiditas, efisiensi operasional, dan risiko pasar. Penambahan variabel tersebut diperlukan untuk menangkap dinamika financial distress secara lebih menyeluruh, mengingat kondisi kesulitan keuangan tidak hanya dipengaruhi oleh struktur modal dan aktivitas sosial perusahaan, tetapi juga oleh kemampuan operasional dan eksposur terhadap risiko eksternal.

Dari sisi metodologis, penggunaan pendekatan alternatif seperti regresi data panel atau analisis time series disarankan untuk meningkatkan ketepatan estimasi dan menangkap dinamika perubahan kondisi keuangan antar periode. Pendekatan tersebut memungkinkan pengujian hubungan kausal yang lebih kuat serta mampu mengakomodasi heterogenitas karakteristik perusahaan. Selain itu, variabel makroekonomi lain seperti suku bunga, nilai tukar, dan pertumbuhan produk domestik bruto perlu dipertimbangkan sebagai variabel moderasi atau kontrol, mengingat inflasi dalam penelitian ini belum menunjukkan peran moderasi yang konsisten.

Implikasi praktis menunjukkan bahwa perusahaan sektor consumer cyclicals yang terdaftar di BEI tidak disarankan hanya berfokus pada peningkatan sales growth sebagai strategi utama dalam menurunkan risiko financial distress. Pengelolaan leverage secara hati-hati perlu diprioritaskan untuk menghindari tekanan finansial yang berlebihan. Di sisi lain, optimalisasi pengungkapan CSR dapat dijadikan sebagai strategi non-keuangan yang mendukung stabilitas perusahaan melalui peningkatan kepercayaan pasar dan hubungan dengan pemangku kepentingan. Dengan demikian, kombinasi antara

pengelolaan struktur modal yang prudent dan penguatan legitimasi sosial menjadi kunci dalam menjaga keberlanjutan kinerja perusahaan.

REFERENSI

- Abadi, M. T., & Misidawati, D. N. (2023). *Prediksi kebangkrutan perusahaan (Teori, metode, implementasi)*. Zahir Publishing.
- Adzroo, N. U., & Suryaningrum, D. H. (2023). Pengaruh leverage, likuiditas, profitabilitas, sales growth, good corporate governance dan corporate social responsibility terhadap financial distress pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015–2019. *Wahana Akuntansi*, 18(1), 128–150. <https://doi.org/10.21009/wahana.18.018>
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozdowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2016). Financial distress prediction in an international context. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 28(2), 131–171. <https://doi.org/10.1111/jifm.12053>
- Bhamra, H. S., Fisher, A. J., & Kuehn, L. A. (2011). Monetary policy and corporate default. *Journal of Monetary Economics*, 58(5), 480–494.
- Bhamra, H. S., Dorion, C., Jeanneret, A., & Weber, M. (2023). High inflation: Low default risk and low equity valuations. *Review of Financial Studies*, 36(3), 1192–1252.
- Campbell, J. Y., Hilscher, J., & Szilagyi, J. (2008). In search of distress risk. *The Journal of Finance*, 63(6), 2899–2939.
- Dekimpe, M. G., & van Heerde, H. J. (2023). Retailing in times of soaring inflation. *Journal of Retailing*, 99(3), 322–336.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Erkens, D. H., Hung, M., & Matos, P. (2012). Corporate governance in the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 389–411.
- Farooq, M., Noor, A., & Qureshi, S. F. (2022). Corporate social responsibility and financial distress. *Social Responsibility Journal*, 18(5), 1050–1067.
- Foster, M. J. (2021). Does CSR activity amount to socially responsible management? *Philosophy of Management*, 20(4), 391–410.
- Gupta, K., & Krishnamurti, C. (2018). CSR engagement and distressed firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 249–262.

- Hawach, F., & Requejo, I. (2025). Financial distress likelihood of SMEs. *International Review of Financial Analysis*.
- López-Gutiérrez, C., Sanfilippo-Azofra, S., & Torre-Olmo, B. (2015). Investment decisions of companies in financial distress. *BRQ Business Research Quarterly*, 18(3), 174–187.
- Machmuddah, Z., & Sari, D. W. (2020). CSR, profitability and firm value. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 631–638.
- Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the firm. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Nigmonov, A., Shams, S., & Alam, K. (2022). Macroeconomic determinants of loan defaults. *Research in International Business and Finance*, 59, 101516.
- Oktaroza, M. L., Wufron, & Fahmi, J. A. (2024). Inflation rate memoderasi financial distress. *Jurnal Manajemen Terapan dan Keuangan*, 13(4).
- Rochendi, L. R., & Nuryaman, N. (2022). Pengaruh sales growth terhadap financial distress. *Owner: Riset dan Jurnal Akuntansi*, 6(4).
- Safitri, M. G., & Yuliana, I. (2021). Profitability and leverage on financial distress with inflation. *Jurnal ASET*, 13(1), 134–143.
- Saragih, A. P. G., & Mutmainah, S. (2024). CSR terhadap financial distress. *Diponegoro Journal of Accounting*, 13(3).
- Setiorini, K. R., et al. (2022). CSR dan financial distress. *Journal of Business and Economics Research*, 3(2), 194–202.
- Sugiana, N. A., & Hidayat, W. W. (2023). Sales growth dan financial distress. *Indonesian Journal of Business Analytics*, 3(3), 785–802.
- Tumbelaka, K. P., et al. (2024). Financial distress in consumer industry sector. *International Journal of Application on Economics and Business*, 2(2), 3510–3517.
- Ugur, M., Solomon, E., & Zeynalov, A. (2022). Leverage and financial distress. *Economic Modelling*, 108, 105740.
- Utami, E. F., et al. (2021). CSR dan financial distress. *Ekonomis: Journal of Economics and Business*, 5(1), 106.
- Vernando, V., & Henny, D. (2023). Sales growth dan financial distress. *Journal of Social and Economics Research*, 5(2).
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123–132.
- Zedde, A., et al. (2022). Inflasi dan financial distress. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, 19(1), 94–115.

**PERAN KUALITAS AUDIT DALAM MEMPERKUAT
HUBUNGAN ANTARA SINYAL KEUANGAN DAN NILAI
PERUSAHAAN (STUDI PADA SEKTOR *FOOD AND
BEVERAGE*)**

Anggita Listiana¹

anggitalistiana@gmail.com

Niken Wahyu Cahyaningtyas²

nikenwahyu@upstegal.ac.id

Yuni Utami³

yuniutami@upstegal.ac.id

^{1,2,3} Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pancasakti Tegal, Indonesia

Abstract

Purpose: This study aims to examine the role of audit quality as a governance mechanism in strengthening the relationship between financial signals represented by profitability, leverage, and liquidity and firm value in the food and beverage sector. The analysis focuses on assessing whether audit quality enhances the credibility of financial information in shaping market perceptions of firm value.

Design/Methodology/Approach: A quantitative approach is employed using purposive sampling of food and beverage companies listed on the Indonesia Stock Exchange over the observation period, resulting in panel data observations. Secondary data are obtained from published annual financial reports. The analysis is conducted using multiple linear regression to examine the direct effects of financial signals on firm value, while Moderated Regression Analysis (MRA) is applied to evaluate the moderating role of audit quality.

Findings: The results indicate that profitability and liquidity have a positive and significant effect on firm value, whereas leverage has a negative and significant effect. Audit quality is found to strengthen the relationship between leverage and firm value, suggesting that high-quality audits reduce the perceived risk associated with debt structures. However, audit quality does not significantly moderate the relationship between profitability or liquidity and firm value, indicating that the credibility of these financial signals is less dependent on audit assurance.

Practical Implications: Audit quality should be positioned as a critical governance mechanism that enhances the reliability of financial reporting, particularly in mitigating risks associated with leverage. Strengthening audit quality is expected to improve investor confidence in corporate financing decisions and overall firm valuation.

Originality/Value: This study provides empirical evidence on the selective moderating role of audit

Page 22 of 35

© [Anggita Listiana]. Published in Jurnal Keuangan dan Bisnis (JKB). Published by LPPM, Universitas Katolik Musi Charitas. This article is published under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 (CC BY-NC 4.0) licence. Anyone may reproduce, distribute, translate, and create derivative works of this article, subject to full attribution to the original publication and authors. The full terms of this licence may be seen at <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode>

LPPM, Universitas Katolik Musi Charitas

Website: <https://journal.ukmc.ac.id/index.php/jkb>

quality within the financial signaling framework affecting firm value. It contributes to the literature by clarifying inconsistencies in prior findings and highlighting that the effectiveness of audit quality is contingent upon the type of financial signal, particularly in the context of an emerging market and a sector sensitive to financial structure.

Keywords: Financial Signals; Profitability; Leverage; Liquidity; Audit Quality; Firm Value.

PENDAHULUAN

Perkembangan dunia bisnis telah mendorong peningkatan jumlah perusahaan yang beroperasi, sehingga intensitas persaingan antarperusahaan menjadi semakin tinggi. Kondisi ini menuntut manajemen untuk menampilkan kredibilitas dan kualitas kinerja yang optimal sebagai upaya mempertahankan daya saing (Farizki et al., 2021). Tujuan perusahaan secara umum diklasifikasikan ke dalam dua horizon waktu, yaitu tujuan jangka pendek berupa pencapaian laba, serta tujuan jangka panjang berupa peningkatan kesejahteraan pemegang saham melalui optimalisasi nilai perusahaan (Prasetya & Musdholifah, 2020).

Sektor makanan dan minuman menjadi salah satu sektor yang relatif stabil dan menarik bagi investor karena berkaitan dengan kebutuhan dasar manusia. Bahkan selama periode pandemi COVID-19, sektor ini tetap menunjukkan kontribusi terhadap pertumbuhan industri pengolahan non-migas (Caesaria & Suhartono, 2023). Namun, asumsi bahwa sektor ini selalu stabil perlu dikritisi, karena dinamika permintaan, gangguan rantai pasok, serta perubahan perilaku konsumen tetap berpotensi menimbulkan fluktuasi kinerja perusahaan.

Nilai perusahaan menjadi indikator utama yang mencerminkan persepsi pasar terhadap kinerja dan prospek perusahaan. Nilai ini umumnya direpresentasikan melalui harga saham yang mencerminkan ekspektasi investor terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kinerja di masa mendatang (Farizki et al., 2021). Dengan demikian, nilai perusahaan tidak hanya mencerminkan kondisi saat ini, tetapi juga proyeksi keberlanjutan kinerja.

Salah satu determinan utama nilai perusahaan adalah profitabilitas, yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu (Kasmir, 2019). Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung dipersepsikan memiliki efisiensi operasional yang baik, sehingga meningkatkan daya tarik bagi investor (Caesaria & Suhartono, 2023). Namun, asumsi linear bahwa profitabilitas selalu meningkatkan nilai perusahaan perlu diuji secara empiris, karena dalam kondisi tertentu profitabilitas tinggi dapat disertai risiko atau praktik manajemen laba.

Berdasarkan data sekunder yang diolah dari Bursa Efek Indonesia, rata-rata nilai perusahaan sektor food and beverage yang diukur menggunakan Tobin's Q menunjukkan fluktuasi selama periode 2020–2024. Nilai Tobin's Q meningkat dari 1,86 pada tahun 2020 menjadi 1,93 pada tahun 2021, kemudian menurun menjadi 1,90 pada tahun 2022, meningkat kembali menjadi 1,92 pada tahun 2023, dan mengalami penurunan signifikan menjadi 1,54 pada tahun 2024. Nilai Tobin's Q yang berada di bawah satu mengindikasikan kondisi undervalued, sedangkan nilai di atas satu menunjukkan kondisi overvalued (Caesaria & Suhartono, 2023). Tren penurunan pada periode akhir menunjukkan adanya penurunan

persepsi pasar terhadap nilai perusahaan di sektor ini.

Perubahan signifikan dalam industri makanan dan minuman selama periode pengamatan dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal, termasuk pandemi COVID-19, gangguan rantai pasok, serta perubahan preferensi konsumen. Temuan empiris sebelumnya menunjukkan bahwa profitabilitas dan leverage berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan likuiditas menunjukkan pengaruh yang relatif lemah (Hanifah, 2020). Namun, generalisasi temuan tersebut perlu diuji kembali dengan mempertimbangkan peran variabel moderasi yang berpotensi memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut.

Kualitas audit merupakan salah satu mekanisme tata kelola yang berperan dalam meningkatkan kredibilitas laporan keuangan. Audit yang berkualitas tinggi diharapkan mampu mengurangi asimetri informasi serta meningkatkan kepercayaan investor terhadap informasi yang disajikan (DeAngelo, 1981). Meskipun demikian, asumsi bahwa kualitas audit selalu memperkuat seluruh hubungan keuangan perlu ditelaah secara kritis, karena efektivitasnya dapat bergantung pada karakteristik variabel keuangan yang diuji.

Penelitian sebelumnya telah mengkaji pengaruh profitabilitas, leverage, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan, namun masih terdapat kesenjangan terkait bagaimana kualitas audit berperan sebagai variabel moderasi, khususnya pada sektor food and beverage selama periode 2020–2024. Oleh karena itu, analisis terhadap peran kualitas audit sebagai variabel moderasi menjadi penting untuk memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Kerangka teoritis penelitian ini dibangun melalui integrasi teori sinyal, teori keagenan, dan trade-off theory untuk menjelaskan mekanisme hubungan antara profitabilitas, leverage, likuiditas, kualitas audit, dan nilai perusahaan. Integrasi ini dilakukan karena tidak ada satu teori tunggal yang mampu menjelaskan secara komprehensif bagaimana informasi keuangan diterjemahkan menjadi nilai perusahaan di pasar modal.

Teori sinyal menjelaskan bahwa perusahaan dengan informasi internal yang lebih baik akan menyampaikan sinyal kepada investor melalui laporan keuangan guna mengurangi ketidakpastian informasi (Spence, 1973). Namun, asumsi bahwa seluruh sinyal keuangan memiliki kekuatan yang sama perlu ditelaah secara kritis. Tidak semua indikator keuangan dipersepsikan dengan tingkat kredibilitas yang sama oleh investor. Profitabilitas dan likuiditas cenderung menjadi sinyal yang lebih langsung dan mudah diinterpretasikan, sedangkan leverage sering kali dipersepsikan sebagai sinyal yang ambigu karena mengandung unsur manfaat dan risiko sekaligus (Brigham & Houston, 2019).

Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimiliki. Dalam kerangka signaling theory, laba yang tinggi diinterpretasikan sebagai indikator efisiensi operasional dan keberhasilan manajemen dalam mengelola sumber daya perusahaan. Investor cenderung mengaitkan profitabilitas dengan potensi arus kas di masa depan, sehingga peningkatan profitabilitas akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun demikian, hubungan ini tidak sepenuhnya bebas dari bias. Laba yang dilaporkan

dapat dipengaruhi oleh praktik manajemen laba, sehingga kredibilitas sinyal menjadi bergantung pada mekanisme verifikasi eksternal. Oleh karena itu, meskipun profitabilitas secara teoritis berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, kekuatan hubungan tersebut bersifat kondisional terhadap kualitas informasi yang disampaikan. Berdasarkan argumentasi tersebut, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:
H1: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Leverage mencerminkan struktur pendanaan perusahaan yang melibatkan penggunaan utang. Dalam trade-off theory, penggunaan utang memberikan manfaat berupa tax shield, namun pada saat yang sama meningkatkan risiko financial distress dan biaya keagenan (Myers, 2001). Dengan demikian, leverage memiliki karakteristik dual effect, yaitu sebagai sumber nilai sekaligus sumber risiko. Dalam praktiknya, investor cenderung merespons leverage secara negatif ketika tingkat utang melampaui batas optimal, karena peningkatan risiko kebangkrutan akan menurunkan ekspektasi arus kas di masa depan.

Dari perspektif signaling, leverage juga dapat menimbulkan ambiguitas informasi. Pada satu sisi, penggunaan utang dapat diinterpretasikan sebagai sinyal kepercayaan diri manajemen terhadap prospek perusahaan. Namun pada sisi lain, leverage yang tinggi dapat diinterpretasikan sebagai indikasi tekanan keuangan. Ambiguitas ini menyebabkan leverage menjadi variabel yang sangat sensitif terhadap persepsi investor, sehingga hubungan antara leverage dan nilai perusahaan cenderung negatif pada kondisi risiko tinggi. Berdasarkan argumentasi tersebut, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:
H2: Leverage berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Dalam kerangka signaling theory, likuiditas yang tinggi memberikan sinyal stabilitas keuangan dan kemampuan perusahaan dalam mengelola arus kas. Investor cenderung mengasosiasikan likuiditas dengan risiko kebangkrutan yang lebih rendah, sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Brigham & Houston, 2019). Namun, asumsi bahwa likuiditas selalu berdampak positif perlu dikritisi. Likuiditas yang terlalu tinggi dapat mencerminkan adanya idle resources yang tidak dimanfaatkan secara produktif, sehingga menimbulkan inefficiency cost.

Dengan demikian, meskipun likuiditas secara umum diharapkan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, hubungan tersebut tidak sepenuhnya linear dan perlu diuji secara empiris. Berdasarkan argumentasi tersebut, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:
H3: Likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Teori keagenan memberikan landasan untuk memahami peran kualitas audit dalam hubungan antara variabel keuangan dan nilai perusahaan. Konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham menciptakan asimetri informasi yang dapat menurunkan kredibilitas laporan keuangan (Jensen & Meckling, 1976). Dalam kondisi ini, audit berfungsi sebagai mekanisme monitoring yang dapat meningkatkan transparansi dan mengurangi potensi manipulasi laporan keuangan.

Kualitas audit didefinisikan sebagai probabilitas auditor dalam mendeteksi dan melaporkan salah saji material dalam laporan keuangan (DeAngelo, 1981). Audit yang

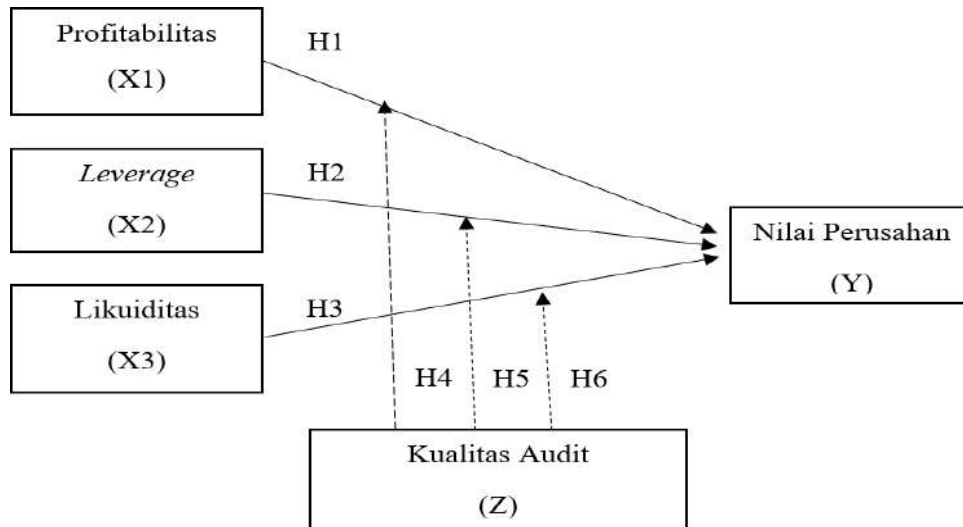
berkualitas tinggi akan meningkatkan kredibilitas informasi keuangan, sehingga sinyal yang disampaikan oleh perusahaan menjadi lebih dapat dipercaya. Namun, asumsi bahwa kualitas audit memperkuat seluruh hubungan keuangan perlu ditinjau secara kritis. Efektivitas audit bersifat kontinjensi dan bergantung pada tingkat ketidakpastian informasi yang melekat pada masing-masing variabel.

Profitabilitas sebagai indikator kinerja utama cenderung telah menjadi sinyal yang kuat, sehingga tambahan validasi dari audit tidak secara signifikan meningkatkan persepsi investor. Demikian pula, likuiditas sebagai indikator kemampuan jangka pendek relatif mudah diverifikasi, sehingga tidak terlalu bergantung pada kredibilitas auditor.

Sebaliknya, leverage memiliki tingkat ketidakpastian informasi yang lebih tinggi karena berkaitan dengan risiko kebangkrutan dan kompleksitas struktur pendanaan. Dalam kondisi ini, kualitas audit menjadi lebih relevan karena dapat mengurangi ambiguitas informasi dan meningkatkan kepercayaan investor terhadap laporan keuangan. Dengan demikian, audit tidak memperkuat pengaruh leverage secara langsung, tetapi berfungsi sebagai mekanisme yang mereduksi dampak negatif leverage terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan argumentasi tersebut, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:
H4: Kualitas audit tidak memoderasi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan.
H5: Kualitas audit memoderasi hubungan antara leverage dan nilai perusahaan dengan mereduksi dampak negatifnya.

H6: Kualitas audit tidak memoderasi hubungan antara likuiditas dan nilai perusahaan.

Secara keseluruhan, kerangka teoritis ini menunjukkan bahwa hubungan antara variabel keuangan dan nilai perusahaan tidak bersifat homogen, melainkan dipengaruhi oleh karakteristik informasi yang melekat pada masing-masing variabel. Kualitas audit tidak berfungsi sebagai penguat universal, melainkan sebagai mekanisme mitigasi risiko yang bekerja secara selektif. Dengan demikian, pendekatan yang mengasumsikan bahwa seluruh variabel keuangan memiliki pengaruh yang seragam terhadap nilai perusahaan menjadi kurang memadai, sehingga diperlukan pendekatan teoritis yang lebih kontekstual dan berbasis tingkat ketidakpastian informasi.



Gambar 1. Kerangka Konseptual

Sumber: Diolah dari berbagai sumber (2024)

METODE PENELITIAN

Pendekatan kuantitatif digunakan untuk menguji hubungan kausal antarvariabel melalui analisis empiris berbasis data numerik. Desain penelitian bersifat eksplanatori karena diarahkan untuk menjelaskan pengaruh profitabilitas, leverage, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan, serta menguji peran kualitas audit sebagai variabel moderasi. Pendekatan ini dipilih karena mampu memberikan pengujian objektif terhadap hubungan antarvariabel melalui teknik statistik inferensial (Sekaran & Bougie, 2016).

Unit analisis yang digunakan berupa data panel, yaitu kombinasi data lintas perusahaan dan runtut waktu selama periode 2020–2024. Penggunaan data panel memungkinkan pengamatan yang lebih komprehensif terhadap dinamika variabel antarperusahaan dan antarperiode, serta mampu meningkatkan efisiensi estimasi dibandingkan data cross-section atau time series secara terpisah (Gujarati & Porter, 2009).

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan sektor food and beverage yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan. Teknik pengambilan sampel dilakukan menggunakan metode purposive sampling dengan kriteria perusahaan yang terdaftar secara konsisten serta menerbitkan laporan keuangan tahunan lengkap selama periode 2020–2024. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 38 perusahaan sebagai sampel penelitian dengan total 190 unit observasi dalam bentuk firm-year.

Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan serta publikasi resmi Bursa Efek Indonesia. Data sekunder dipilih karena memiliki tingkat objektivitas yang tinggi serta telah melalui proses audit, sehingga dapat meningkatkan reliabilitas pengukuran variabel penelitian (Sugiyono, 2019).

Nilai perusahaan diukur menggunakan rasio Tobin's Q yang mencerminkan perbandingan antara nilai pasar dan nilai buku aset perusahaan. Rasio ini dipandang mampu menangkap persepsi pasar terhadap kinerja dan prospek perusahaan secara lebih

komprehensif dibandingkan indikator berbasis akuntansi semata (Brigham & Houston, 2019). Profitabilitas diukur menggunakan Return on Assets (ROA) yang merepresentasikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari total aset yang dimiliki. Leverage diukur menggunakan Debt to Equity Ratio (DER) yang mencerminkan struktur pendanaan perusahaan, sedangkan likuiditas diukur menggunakan Current Ratio (CR) yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek.

Kualitas audit diproksikan berdasarkan ukuran Kantor Akuntan Publik, yang diklasifikasikan menjadi KAP Big Four dan non-Big Four. Penggunaan proksi ini didasarkan pada asumsi bahwa KAP berukuran besar memiliki sumber daya, independensi, serta sistem pengendalian mutu yang lebih baik, sehingga mampu menghasilkan kualitas audit yang lebih tinggi (DeAngelo, 1981). Namun demikian, penggunaan proksi ini memiliki keterbatasan karena belum sepenuhnya menangkap dimensi kualitas audit secara menyeluruh.

Analisis data dilakukan melalui beberapa tahapan. Analisis statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan karakteristik data penelitian. Selanjutnya, uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan kelayakan model regresi, yang meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Pengujian pengaruh langsung antarvariabel dilakukan menggunakan regresi linear berganda, sedangkan pengujian peran moderasi kualitas audit dilakukan menggunakan Moderated Regression Analysis (MRA) melalui pembentukan variabel interaksi antara variabel independen dan variabel moderasi (Hair et al., 2019).

Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon$$

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 Z + \beta_5 (X_1 \times Z) + \beta_6 (X_2 \times Z) + \beta_7 (X_3 \times Z) + \varepsilon$$

Penggunaan MRA dalam penelitian ini memungkinkan identifikasi apakah kualitas audit memperkuat atau memperlemah hubungan antara profitabilitas, leverage, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan. Namun, perlu dicermati bahwa penggunaan regresi linear konvensional pada data panel memiliki keterbatasan karena tidak sepenuhnya mengakomodasi heterogenitas antarperusahaan. Oleh karena itu, interpretasi hasil perlu dilakukan secara hati-hati dengan mempertimbangkan potensi bias yang mungkin muncul (Wooldridge, 2013).

HASIL

Pengujian empiris dilakukan secara bertahap untuk memastikan bahwa model yang digunakan tidak hanya layak secara statistik, tetapi juga mampu menjelaskan hubungan antarvariabel secara valid. Tahap awal diawali dengan analisis statistik deskriptif untuk memberikan gambaran umum karakteristik data. Tahap ini penting karena distribusi data dan tingkat variasi antarvariabel dapat memengaruhi interpretasi hasil pengujian lanjutan (Gujarati & Porter, 2009). Selanjutnya, dilakukan pengujian model regresi untuk menguji hubungan langsung antarvariabel, diikuti dengan pengujian moderasi guna mengevaluasi

peran kualitas audit dalam memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut. Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk memahami kecenderungan data serta mengidentifikasi adanya variasi yang signifikan antarperusahaan dalam sampel penelitian.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Profitabilitas	190	-1.32	1.23	0.0473	0.17547
Leverage	190	-0.02	0.94	0.0575	0.15260
Likuiditas	190	0.19	4.66	1.5763	0.86028
Nilai Perusahaan	190	0.51	3.49	1.3542	0.68396
Kualitas Audit	190	0.00	1.00	0.4474	0.49854

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 1, distribusi data menunjukkan adanya heterogenitas yang cukup tinggi antarperusahaan. Variasi ini mengindikasikan bahwa kondisi keuangan perusahaan dalam sektor food and beverage tidak bersifat homogen, sehingga analisis lanjutan menjadi relevan untuk mengidentifikasi pola hubungan antarvariabel. Nilai perusahaan yang secara rata-rata berada di atas satu menunjukkan adanya ekspektasi pasar yang relatif positif terhadap kinerja perusahaan, meskipun variasi yang cukup besar mengindikasikan bahwa persepsi investor tidak seragam. Kondisi ini menguatkan bahwa nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh faktor internal, tetapi juga dipengaruhi oleh persepsi pasar yang dinamis (Brigham & Houston, 2019).

Pengujian regresi linear berganda dilakukan untuk mengidentifikasi pengaruh langsung profitabilitas, leverage, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan. Penggunaan model ini bertujuan untuk menguji kekuatan hubungan kausal antarvariabel dalam kerangka empiris (Ghozali, 2018).

Tabel 2. Hasil Uji Regresi Linear Berganda

Variabel	Koefisien (B)	Std. Error	t-statistik	Sig.	Arah Pengaruh
Konstanta	1.016	0.030	33.402	0.000	-
Profitabilitas	0.274	0.085	3.242	0.001	Positif
Leverage	-0.996	0.095	-10.523	0.000	Negatif
Likuiditas	0.243	0.017	14.027	0.000	Positif

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 2, profitabilitas terbukti meningkatkan nilai perusahaan secara signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa kemampuan menghasilkan laba masih menjadi indikator utama yang digunakan investor dalam menilai kinerja perusahaan. Dalam perspektif signaling theory, laba dipersepsikan sebagai sinyal positif yang mencerminkan efisiensi operasional dan prospek perusahaan (Spence, 1973). Namun, hubungan ini tidak dapat diasumsikan sepenuhnya bebas bias, karena laba yang dilaporkan berpotensi dipengaruhi oleh praktik manajemen laba.

Leverage menunjukkan pengaruh yang berlawanan terhadap nilai perusahaan.

Penggunaan utang yang meningkat justru direspons negatif oleh investor. Kondisi ini mengindikasikan bahwa risiko yang ditimbulkan oleh utang lebih dominan dibandingkan manfaatnya. Dalam kerangka trade-off theory, kondisi tersebut mencerminkan bahwa perusahaan belum berada pada titik optimal struktur modal, sehingga tambahan utang meningkatkan risiko financial distress (Myers, 2001).

Likuiditas ditemukan memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dipersepsikan sebagai indikator stabilitas keuangan. Namun, hubungan ini tidak sepenuhnya linear, karena likuiditas yang terlalu tinggi dapat mencerminkan adanya aset yang tidak produktif. Oleh karena itu, interpretasi terhadap likuiditas perlu mempertimbangkan aspek efisiensi penggunaan sumber daya.

Pengujian kelayakan model dilakukan untuk memastikan bahwa model regresi yang digunakan memiliki kemampuan yang memadai dalam menjelaskan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Uji ini menjadi penting karena model yang tidak layak secara statistik akan menghasilkan estimasi yang bias dan tidak dapat diinterpretasikan secara valid. Selain itu, koefisien determinasi digunakan untuk mengukur sejauh mana variabel independen mampu menjelaskan variasi pada variabel dependen (Ghozali, 2018).

Tabel 3. Uji Kelayakan Model dan Determinasi

Indikator	Nilai	Keterangan
F-statistik	8.561	Signifikan
Sig.	0.000	< 0.05
Adjusted R²	0.076	Rendah
Durbin-Watson	2.081	Tidak ada autokorelasi

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 3, model regresi yang digunakan dinyatakan layak karena secara simultan variabel independen mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan. Signifikansi model menunjukkan bahwa hubungan yang diuji tidak terjadi secara kebetulan, melainkan memiliki dasar empiris yang kuat.

Namun demikian, kemampuan model dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan tergolong terbatas. Hal ini mengindikasikan bahwa variabel profitabilitas, leverage, dan likuiditas belum mampu merepresentasikan secara komprehensif faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan. Kondisi ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan merupakan konstruk yang kompleks dan dipengaruhi oleh berbagai faktor lain di luar model, seperti kondisi makroekonomi, sentimen pasar, serta karakteristik perusahaan yang tidak terobservasi (Brigham & Houston, 2019).

Pengujian autokorelasi menunjukkan bahwa model tidak mengalami masalah korelasi serial pada residual, sehingga asumsi independensi error terpenuhi. Hal ini mengindikasikan bahwa model regresi memiliki kestabilan dalam estimasi dan tidak mengalami bias akibat hubungan antar residual.

Secara keseluruhan, hasil pengujian ini menunjukkan bahwa model regresi yang

digunakan telah memenuhi kriteria kelayakan dasar, namun memiliki keterbatasan dalam daya jelaskan. Oleh karena itu, interpretasi hasil penelitian perlu dilakukan secara hati-hati dengan mempertimbangkan kemungkinan adanya variabel lain yang belum dimasukkan dalam model penelitian.

Pengujian moderasi dilakukan untuk mengevaluasi apakah kualitas audit mampu memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel keuangan dan nilai perusahaan. Pendekatan ini digunakan karena tidak semua hubungan keuangan bersifat langsung, melainkan dapat dipengaruhi oleh faktor kontekstual seperti kredibilitas informasi (Hair et al., 2019).

Tabel 4. Hasil Moderated Regression Analysis (MRA)

Variabel Interaksi	Koefisien (B)	t-statistik	Sig.	Keputusan Moderasi
Profitabilitas × Kualitas Audit	0.223	1.145	0.254	Tidak memoderasi
Leverage × Kualitas Audit	-0.979	-2.035	0.043	Memoderasi
Likuiditas × Kualitas Audit	-0.031	-1.344	0.181	Tidak memoderasi

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 3, kualitas audit tidak terbukti memoderasi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa informasi laba telah dianggap cukup kredibel oleh investor tanpa memerlukan penguatan tambahan dari auditor. Dengan demikian, profitabilitas telah berfungsi sebagai sinyal yang kuat secara intrinsik. Kualitas audit juga tidak berperan dalam memoderasi hubungan antara likuiditas dan nilai perusahaan. Hal ini dapat dijelaskan karena informasi likuiditas relatif sederhana dan mudah diinterpretasikan oleh investor, sehingga tidak terlalu bergantung pada validasi eksternal melalui audit.

Sebaliknya, kualitas audit terbukti memoderasi hubungan antara leverage dan nilai perusahaan. Peran moderasi ini tidak bersifat memperkuat secara langsung, melainkan mereduksi dampak negatif leverage. Dalam perspektif agency theory, audit berfungsi sebagai mekanisme pengendalian yang mengurangi asimetri informasi serta meningkatkan kepercayaan investor terhadap laporan keuangan (Jensen & Meckling, 1976). Kondisi ini menunjukkan bahwa audit menjadi relevan terutama pada variabel yang memiliki tingkat risiko informasi yang tinggi.

Temuan penelitian menunjukkan bahwa hubungan antarvariabel bersifat kontinjensi dan tidak seragam. Profitabilitas dan likuiditas berfungsi sebagai sinyal langsung yang relatif kuat, sedangkan leverage memerlukan mekanisme tambahan untuk mengurangi risiko yang ditimbulkan. Dengan demikian, kualitas audit tidak berperan sebagai variabel moderasi yang universal, melainkan sebagai mekanisme mitigasi risiko yang selektif. Rendahnya kemampuan model dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan juga mengindikasikan bahwa faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, sentimen pasar, dan karakteristik industri memiliki peran yang lebih dominan. Oleh karena itu, model yang digunakan masih bersifat parsial dalam menjelaskan kompleksitas pembentukan nilai perusahaan di pasar modal.

Temuan ini memberikan implikasi bahwa efektivitas kualitas audit sangat

bergantung pada tingkat ketidakpastian informasi yang melekat pada variabel keuangan, sehingga perannya lebih tepat diposisikan sebagai mekanisme pengurangan risiko dibandingkan sebagai penguat universal terhadap seluruh hubungan keuangan.

PEMBAHASAN

Temuan penelitian mengindikasikan bahwa mekanisme pembentukan nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh keberadaan informasi keuangan, tetapi oleh kualitas dan tingkat ketidakpastian informasi yang melekat pada masing-masing indikator. Perspektif ini menunjukkan bahwa tidak seluruh sinyal keuangan dipersepsikan secara setara oleh investor, sehingga efektivitasnya dalam memengaruhi nilai perusahaan bersifat kontekstual. Dalam kerangka signaling theory, informasi yang memiliki tingkat observabilitas tinggi cenderung lebih cepat diinternalisasi oleh pasar, sedangkan informasi yang mengandung ambiguitas risiko memerlukan mekanisme tambahan untuk meningkatkan kredibilitasnya (Spence, 1973; Brigham & Houston, 2019).

Profitabilitas dapat diposisikan sebagai sinyal dengan tingkat kredibilitas intrinsik yang tinggi karena secara langsung mencerminkan efisiensi operasional dan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas. Tingginya tingkat observabilitas informasi laba menyebabkan investor tidak terlalu bergantung pada mekanisme verifikasi eksternal untuk menilai kualitasnya. Kondisi ini menjelaskan mengapa pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan tidak memerlukan penguatan tambahan melalui kualitas audit. Temuan ini sejalan dengan pandangan bahwa laba merupakan indikator kinerja yang paling dominan dalam proses penilaian perusahaan, meskipun tetap mengandung potensi bias akibat praktik manajemen laba (Hanifah, 2020).

Likuiditas menunjukkan karakteristik yang serupa, namun dengan kompleksitas yang lebih rendah. Informasi mengenai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek relatif mudah diinterpretasikan, sehingga ketergantungan terhadap kredibilitas auditor menjadi terbatas. Akan tetapi, interpretasi positif terhadap likuiditas tidak bersifat absolut. Tingkat likuiditas yang terlalu tinggi dapat mencerminkan inefisiensi dalam pemanfaatan aset, sehingga berpotensi menurunkan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Hal ini mengindikasikan bahwa hubungan antara likuiditas dan nilai perusahaan bersifat non-linear dan dipengaruhi oleh efektivitas pengelolaan sumber daya (Brigham & Houston, 2019).

Berbeda dengan kedua variabel tersebut, leverage merepresentasikan sinyal yang memiliki tingkat ketidakpastian informasi yang lebih tinggi. Struktur pendanaan berbasis utang tidak hanya mengandung potensi manfaat, tetapi juga risiko kebangkrutan dan tekanan terhadap arus kas. Ambiguitas ini menyebabkan leverage menjadi variabel yang sangat sensitif terhadap persepsi investor. Dalam kerangka trade-off theory, peningkatan utang yang melampaui titik optimal akan meningkatkan biaya kebangkrutan dan menurunkan nilai perusahaan (Myers, 2001). Oleh karena itu, leverage tidak hanya berfungsi sebagai sinyal kinerja, tetapi juga sebagai indikator risiko yang memerlukan interpretasi lebih kompleks.

Dalam kondisi tersebut, kualitas audit menjadi relevan sebagai mekanisme yang

mampu mengurangi asimetri informasi. Peran audit tidak terletak pada penguatan sinyal secara langsung, melainkan pada peningkatan kredibilitas informasi yang memiliki tingkat ketidakpastian tinggi. Dengan kata lain, audit berfungsi sebagai mekanisme mitigasi risiko yang membantu investor dalam menilai struktur pendanaan perusahaan secara lebih akurat. Perspektif ini konsisten dengan agency theory yang menekankan bahwa audit berperan dalam mengurangi konflik kepentingan serta meningkatkan transparansi laporan keuangan (Jensen & Meckling, 1976; DeAngelo, 1981).

Namun demikian, efektivitas kualitas audit tidak bersifat universal. Tidak ditemukannya peran moderasi pada variabel dengan tingkat ketidakpastian rendah menunjukkan bahwa audit hanya memberikan nilai tambah ketika informasi yang disajikan mengandung risiko interpretasi yang tinggi. Kondisi ini mengindikasikan bahwa audit bukanlah mekanisme yang secara otomatis meningkatkan kualitas seluruh informasi keuangan, melainkan instrumen yang bekerja secara selektif sesuai dengan karakteristik variabel yang diuji. Dengan demikian, asumsi bahwa kualitas audit selalu memperkuat hubungan antara variabel keuangan dan nilai perusahaan menjadi kurang memadai.

Selain itu, keterbatasan daya jelaskan model menunjukkan bahwa nilai perusahaan merupakan konstruk yang dipengaruhi oleh berbagai faktor di luar indikator keuangan yang digunakan. Sentimen pasar, kondisi makroekonomi, serta karakteristik industri memiliki peran yang signifikan dalam membentuk persepsi investor. Hal ini menegaskan bahwa pendekatan yang hanya mengandalkan variabel keuangan bersifat parsial dan belum mampu menangkap kompleksitas pembentukan nilai perusahaan secara menyeluruh (Gujarati & Porter, 2009).

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini mengarah pada pemahaman bahwa hubungan antara sinyal keuangan dan nilai perusahaan bersifat kontinjensi dan dipengaruhi oleh tingkat risiko informasi yang melekat pada masing-masing variabel. Kualitas audit tidak berfungsi sebagai penguat universal, melainkan sebagai mekanisme yang secara selektif mengurangi ketidakpastian informasi pada variabel yang memiliki risiko tinggi. Implikasi ini menegaskan perlunya pendekatan teoritis yang lebih adaptif dalam menjelaskan dinamika nilai perusahaan, dengan mempertimbangkan interaksi antara karakteristik informasi, mekanisme tata kelola, dan kondisi lingkungan eksternal.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian empiris, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas dan likuiditas terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba serta menjaga stabilitas keuangan jangka pendek dipersepsikan sebagai sinyal positif oleh investor, sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, leverage terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, yang mengindikasikan bahwa peningkatan penggunaan utang cenderung dipersepsikan sebagai peningkatan risiko, sehingga menurunkan nilai perusahaan.

Kualitas audit tidak terbukti memoderasi hubungan antara profitabilitas dan nilai

perusahaan maupun antara likuiditas dan nilai perusahaan. Kondisi ini menunjukkan bahwa informasi terkait laba dan likuiditas telah dianggap cukup kredibel oleh investor tanpa memerlukan penguatan tambahan dari audit. Namun demikian, kualitas audit terbukti memoderasi hubungan antara leverage dan nilai perusahaan dengan cara mereduksi dampak negatif leverage. Hal ini menunjukkan bahwa peran audit lebih relevan dalam kondisi yang mengandung risiko informasi tinggi, khususnya pada struktur pendanaan berbasis utang.

Secara keseluruhan, peran kualitas audit tidak bersifat universal dalam memperkuat seluruh hubungan keuangan, melainkan bersifat selektif dan bergantung pada karakteristik variabel yang diuji. Selain itu, rendahnya kemampuan model dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan menunjukkan bahwa terdapat faktor lain di luar model yang memiliki kontribusi lebih besar dalam menentukan nilai perusahaan.

Bagi perusahaan, pengelolaan struktur keuangan perlu dilakukan secara lebih optimal dengan menyeimbangkan antara penggunaan utang dan kemampuan menghasilkan laba. Penggunaan utang yang berlebihan sebaiknya dihindari karena dapat meningkatkan persepsi risiko di mata investor. Selain itu, pemilihan auditor dengan kualitas yang baik perlu dipertimbangkan terutama bagi perusahaan dengan tingkat leverage tinggi, karena audit terbukti mampu meningkatkan kredibilitas informasi keuangan dalam kondisi berisiko.

Bagi investor, keputusan investasi sebaiknya tidak hanya didasarkan pada indikator profitabilitas dan likuiditas, tetapi juga mempertimbangkan struktur pendanaan perusahaan. Leverage yang tinggi perlu dianalisis secara lebih mendalam, termasuk mempertimbangkan kualitas audit sebagai indikator tambahan dalam menilai tingkat risiko perusahaan.

Bagi peneliti selanjutnya, model penelitian dapat dikembangkan dengan menambahkan variabel lain yang berpotensi memengaruhi nilai perusahaan, seperti ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, maupun faktor makroekonomi. Selain itu, penggunaan metode analisis yang lebih kompleks seperti regresi data panel dapat dipertimbangkan untuk meningkatkan akurasi estimasi dan mengurangi potensi bias. Pengukuran kualitas audit juga dapat diperluas dengan menggunakan indikator yang lebih komprehensif, seperti audit tenure atau spesialisasi industri auditor.

REFERENSI

- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Caesaria, A. F., & Suhartono, E. (2023). Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan pada sektor makanan dan minuman di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 10(2), 145–158.
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183–199. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(81)90002-1)
- Farizki, M., Hidayat, W., & Prasetyo, A. (2021). Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 9(1), 75–86.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Badan

Penerbit Universitas Diponegoro.

- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis* (8th ed.). Cengage Learning.
- Hanifah, U. (2020). Pengaruh profitabilitas, leverage, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi*, 7(2), 112–125.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan*. Rajawali Pers.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>
- Prasetya, A., & Musdholifah. (2020). Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Keuangan*, 8(1), 45–56.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach* (7th ed.). Wiley.
- Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Wooldridge, J. M. (2013). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (5th ed.). South-Western Cengage Learning.

**DETERMINASI NILAI PERUSAHAAN: PERAN PROFITABILITAS,
LEVERAGE, DAN *FREE CASH FLOW* PADA PERUSAHAAN
JAKARTA ISLAMIC INDEX PERIODE 2021–2024**

Maureen Marcia Marvin¹

(maureenmarcia10@gmail.com)

Anastasia Sri Mendari²

(anastasia@ukmc.ac.id)

^{1,2} Program Studi Manajemen, Fakultas Bisnis dan Akuntansi, Universitas Katolik Musi Charitas,
Indonesia

Abstract

Purpose: This study aims to examine and analyze the influence of profitability, leverage, and free cash flow on firm value among companies listed in the Jakarta Islamic Index (JII) during the period 2021–2024.

Design/Methodology/Approach: A quantitative approach was employed using secondary data derived from financial statements of firms included in the Jakarta Islamic Index. The sample was selected using purposive sampling, resulting in 18 companies with 72 firm-year observations. Data were analyzed using multiple linear regression with the assistance of IBM SPSS 25.

Findings: The results indicate that profitability and leverage have a positive and significant effect on firm value. In contrast, free cash flow does not have a significant effect on firm value. These findings suggest that firm value in sharia-compliant companies is more strongly driven by profitability performance and capital structure considerations than by internal cash availability.

Practical Implications: The findings provide insights for managers and investors in formulating financial strategies and making investment decisions within sharia-compliant firms, particularly in balancing profitability and leverage to enhance firm value.

Originality/Value: This study contributes to the literature by providing empirical evidence on firm value determinants within the context of sharia-compliant firms, where financial decisions are subject to specific constraints. The results highlight that traditional financial determinants remain relevant, but their roles may differ under sharia-based financial screening.

Keywords: Profitability; Leverage; Free Cash Flow; Company Value

PENDAHULUAN

Periode 2021–2024 ditandai sebagai fase pemulihan ekonomi global yang disertai dengan tekanan inflasi, kenaikan suku bunga, serta pengetatan kebijakan moneter. Kondisi tersebut telah meningkatkan volatilitas pasar saham dan memperbesar ketidakpastian investor dalam menilai prospek perusahaan. Dalam situasi yang tidak stabil, nilai perusahaan menjadi indikator penting karena mencerminkan bagaimana pasar mengevaluasi kinerja, struktur pendanaan, serta kemampuan perusahaan dalam mempertahankan keberlanjutan usahanya. Nilai perusahaan pada akhirnya terefleksi melalui harga saham yang terbentuk dari interaksi permintaan dan penawaran di pasar modal, sehingga menggambarkan persepsi investor terhadap kondisi dan prospek korporasi (Brigham & Houston, 2019).

Jakarta Islamic Index (JII) terdiri atas saham-saham berkapitalisasi besar dan likuid yang telah memenuhi kriteria penyaringan keuangan tertentu, termasuk pembatasan rasio utang dan struktur pendapatan berbasis syariah. Karakteristik tersebut menjadikan JII berbeda dari indeks pasar secara umum, karena perusahaan yang tergabung di dalamnya dituntut untuk menjaga struktur keuangan dalam batas tertentu. Dalam kondisi pengetatan moneter dan meningkatnya biaya pinjaman, pembatasan tersebut berpotensi memengaruhi fleksibilitas pendanaan dan strategi keuangan perusahaan. Oleh karena itu, JII menjadi konteks yang relevan untuk menguji bagaimana profitabilitas, *leverage*, dan arus kas bebas berperan dalam membentuk nilai perusahaan ketika ruang keputusan pendanaan tidak sepenuhnya bebas seperti pada perusahaan konvensional (Otoritas Jasa Keuangan, 2022).

Selain itu, perusahaan yang tergabung dalam JII umumnya memiliki kapitalisasi pasar yang besar dan tingkat likuiditas tinggi, sehingga lebih sensitif terhadap perubahan sentimen dan ekspektasi investor. Pada periode 2021–2024, pergerakan indeks menunjukkan fluktuasi yang signifikan seiring dengan dinamika kondisi makroekonomi. Hal ini mengindikasikan bahwa meskipun perusahaan-perusahaan tersebut tergolong mapan, nilai pasarnya tetap dipengaruhi oleh perubahan fundamental dan persepsi risiko investor. Dengan demikian, JII menyediakan konteks empiris yang representatif untuk menguji determinasi nilai perusahaan dalam lingkungan pasar yang bergejolak namun tetap berada dalam kerangka pembatasan keuangan tertentu .

Secara teoretis, profitabilitas, *leverage*, dan arus kas bebas merupakan faktor fundamental yang diyakini memengaruhi nilai perusahaan. Signaling theory menjelaskan bahwa tingkat profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal positif mengenai prospek masa depan perusahaan kepada investor, sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Spence, 1973). *Trade-off theory* menyatakan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat pajak, namun pada tingkat tertentu akan meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga menurunkan nilai perusahaan (Kraus & Litzenberger, 1973). Sementara itu, *agency theory* menjelaskan bahwa arus kas bebas dapat meningkatkan fleksibilitas keuangan, tetapi juga berpotensi menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham apabila tidak dikelola secara optimal (Jensen, 1986).

Meskipun memiliki landasan teoritis yang kuat, hasil penelitian empiris menunjukkan temuan yang belum konsisten. Profitabilitas dilaporkan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dalam beberapa penelitian (Angela et al., 2023; Bintari et al., 2024), namun pada penelitian lain tidak ditemukan pengaruh yang signifikan (Vianti et al., 2023; Sari et al., 2024). Pada variabel *leverage*, pengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditemukan dalam beberapa studi (Salmah et al., 2022; Bintari et al., 2024), sedangkan penelitian lain menunjukkan pengaruh negatif (Nasution, 2020; Wahyuningrum & Sunarto, 2023). Inkonsistensi serupa juga ditemukan pada arus kas bebas, di mana sebagian penelitian menunjukkan pengaruh positif (Rahmawati & Garad, 2023), sementara penelitian lain tidak menemukan pengaruh yang signifikan (Selvianah & Hidayat, 2022; Putri & Aris, 2023).

Inkonsistensi tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara faktor fundamental dan nilai perusahaan belum mencapai kesimpulan yang seragam. Selain itu, sebagian besar penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan manufaktur, indeks LQ45, atau keseluruhan perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Kajian yang secara spesifik menyoroti perusahaan dalam Jakarta Islamic Index, khususnya pada periode pasca-pandemi 2021–2024, masih relatif terbatas. Padahal, karakteristik pembatasan rasio keuangan dalam indeks tersebut berpotensi memengaruhi bagaimana *leverage* dan arus kas bebas dipersepsikan oleh investor.

Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh profitabilitas, *leverage*, dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index selama periode 2021–2024. Analisis dilakukan menggunakan data laporan keuangan tahunan perusahaan yang secara konsisten terdaftar dalam indeks tersebut. Melalui pengujian ini, diharapkan pemahaman yang lebih kontekstual mengenai determinan nilai perusahaan dalam lingkungan keuangan syariah dapat diperoleh, sekaligus memberikan kontribusi empiris terhadap literatur terkait faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan pada kondisi ekonomi yang dinamis.

TELAAH LITERATUR

Saham syariah merepresentasikan kepemilikan atas entitas bisnis yang menjalankan aktivitas usaha sesuai dengan prinsip syariah, termasuk pembatasan terhadap jenis kegiatan usaha dan struktur keuangan. Di Indonesia, saham yang memenuhi kriteria tersebut tercantum dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan secara periodik oleh Otoritas Jasa Keuangan. Selain pembatasan aktivitas usaha, emiten syariah juga diwajibkan memenuhi ketentuan rasio keuangan tertentu, termasuk batas maksimal utang berbasis bunga terhadap total aset serta pembatasan proporsi pendapatan non-halal (Choirunnisak, 2019).

Jakarta Islamic Index (JII) merupakan indeks yang terdiri atas 30 saham syariah paling likuid dan berkapitalisasi besar. Proses seleksi tidak hanya mempertimbangkan kepatuhan terhadap prinsip syariah, tetapi juga likuiditas dan kapitalisasi pasar (Tandelilin, 2017). Karakteristik tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dalam JII memiliki struktur pendanaan yang relatif lebih terkendali dibandingkan perusahaan pada indeks pasar umum. Kondisi ini menjadikan JII sebagai konteks empiris yang relevan untuk menguji kembali determinan nilai perusahaan, terutama dalam kaitannya dengan *leverage* dan fleksibilitas keuangan. Pembatasan rasio utang dalam kerangka syariah berpotensi mengubah hubungan klasik antara *leverage* dan nilai perusahaan yang selama ini diasumsikan dalam literatur keuangan konvensional.

Secara teoretis, profitabilitas, *leverage*, dan *free cash flow* merupakan variabel fundamental yang diyakini memengaruhi nilai perusahaan. Teori sinyal yang diperkenalkan oleh Spence (1973) menjelaskan bahwa informasi mengenai kinerja perusahaan berfungsi sebagai sinyal bagi investor dalam kondisi asimetri informasi. Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimiliki, sehingga sering dipersepsikan sebagai indikator kualitas kinerja dan prospek perusahaan. Tingkat profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal positif mengenai kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas yang berkelanjutan, yang pada akhirnya meningkatkan kepercayaan investor serta mendorong peningkatan nilai perusahaan (Spence, 1973; Brigham & Houston, 2019).

Sejumlah penelitian empiris menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pertiwi dan Priyadi (2016), Samosir (2017), Wahyuningrum dan Sunarto (2023), serta Bintari dkk. (2024) melaporkan bahwa peningkatan profitabilitas diikuti oleh peningkatan nilai perusahaan. Temuan serupa juga ditemukan pada perusahaan yang tergabung dalam Jakarta

Islamic Index, di mana Fatihul Birri dan Zakiyah (2023) menunjukkan bahwa kinerja laba menjadi salah satu faktor utama yang dipertimbangkan investor dalam menilai prospek perusahaan. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa pasar modal merespons informasi profitabilitas sebagai sinyal positif mengenai kualitas perusahaan. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut: H1: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index.

Pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan dijelaskan melalui trade-off theory yang dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1963), yang menyatakan bahwa penggunaan utang memberikan manfaat berupa penghematan pajak melalui mekanisme *tax shield*, namun juga meningkatkan risiko kebangkrutan (Kraus & Litzenberger, 1973; Sudana, 2019). *Leverage* mencerminkan kebijakan perusahaan dalam memanfaatkan sumber pendanaan eksternal. Pada tingkat tertentu, penggunaan *leverage* dapat meningkatkan nilai perusahaan karena manfaat pajak yang dihasilkan mampu meningkatkan keuntungan setelah pajak bagi pemegang saham. Namun, penggunaan *leverage* yang berlebihan dapat meningkatkan risiko keuangan dan menurunkan kepercayaan investor.

Hasil penelitian empiris menunjukkan temuan yang tidak konsisten. Samosir (2017), Salmah dkk. (2022), serta Bintari dkk. (2024) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, Nasution (2020), Pertiwi dan Priyadi (2016), serta Wahyuningrum dan Sunarto (2023) melaporkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Perbedaan temuan tersebut menunjukkan bahwa *leverage* dapat dipersepsikan sebagai indikator efisiensi maupun sebagai sumber risiko, tergantung pada kondisi perusahaan dan persepsi investor.

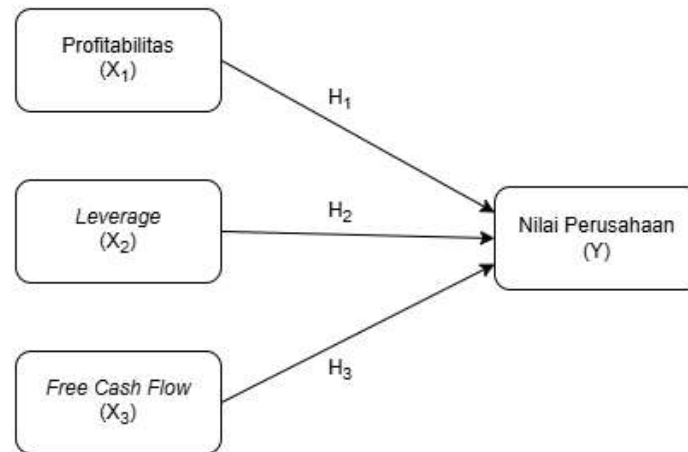
Dalam konteks perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index, pembatasan rasio utang yang ditetapkan dalam kriteria saham syariah berpotensi memengaruhi sensitivitas hubungan antara *leverage* dan nilai perusahaan. Pembatasan tersebut dapat mengurangi risiko penggunaan utang yang berlebihan, sehingga *leverage* mungkin tidak lagi dipersepsikan sebagai sumber risiko utama sebagaimana pada perusahaan konvensional. Oleh karena itu, pengujian kembali hubungan *leverage* dan nilai perusahaan dalam konteks ini menjadi relevan. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut:

H2: *Leverage* berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index.

Free cash flow dijelaskan dalam *agency theory* sebagai faktor yang berpotensi menimbulkan konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi memberikan keleluasaan bagi manajer dalam menentukan penggunaan dana, yang berpotensi mengarah pada investasi yang tidak efisien. Namun demikian, *free cash flow* juga mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas setelah kebutuhan operasional dan investasi terpenuhi, sehingga memberikan fleksibilitas keuangan bagi perusahaan.

Ketersediaan arus kas bebas memungkinkan perusahaan untuk mendukung ekspansi usaha, membayar dividen, serta mengurangi kewajiban keuangan. Kondisi tersebut dapat meningkatkan kepercayaan investor karena perusahaan dinilai memiliki kemampuan mempertahankan stabilitas operasional dan mendukung pertumbuhan jangka panjang (Jensen, 1986; Brigham & Houston, 2019). Sejumlah penelitian empiris menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pertiwi dan Priyadi (2016), Rahmawati dan Garad (2023), serta Angela dkk. (2023)

melaporkan bahwa perusahaan dengan arus kas bebas yang lebih tinggi cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut: H3: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index.



Gambar 1. Model Penelitian

Sumber: Data diolah (2025)

Model penelitian yang disajikan menggambarkan hubungan kausal antara tiga variabel independen, yaitu profitabilitas (X_1), *leverage* (X_2), dan *free cash flow* (X_3), terhadap nilai perusahaan (Y) sebagai variabel dependen. Setiap variabel independen diasumsikan memiliki pengaruh langsung (*direct effect*) terhadap nilai perusahaan, yang direpresentasikan melalui arah panah dari masing-masing variabel menuju variabel dependen. Profitabilitas diposisikan sebagai indikator kinerja operasional perusahaan yang mencerminkan kemampuan dalam menghasilkan laba. Dalam kerangka teori sinyal, tingkat profitabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal positif kepada investor mengenai prospek perusahaan, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui kenaikan harga saham (Spence, 1973). Oleh karena itu, hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan diasumsikan bersifat positif.

Leverage dalam model ini merepresentasikan kebijakan struktur modal perusahaan, khususnya dalam penggunaan utang sebagai sumber pendanaan. Berdasarkan trade-off theory, penggunaan *leverage* dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat pajak, namun pada tingkat tertentu juga meningkatkan risiko keuangan (Kraus & Litzenberger, 1973). Dalam konteks Jakarta Islamic Index, hubungan ini menjadi menarik karena adanya pembatasan rasio utang, sehingga *leverage* tidak sepenuhnya mencerminkan risiko tinggi seperti pada perusahaan konvensional. Oleh karena itu, arah pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan perlu diuji secara empiris.

Free cash flow diposisikan sebagai indikator fleksibilitas keuangan perusahaan. Dalam perspektif agency theory, arus kas bebas yang tinggi dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham apabila tidak dikelola secara optimal (Jensen, 1986). Namun di sisi lain, *free cash flow* juga menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan operasional dan investasi tanpa ketergantungan pada pendanaan eksternal. Oleh karena itu, pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan diasumsikan bersifat positif.

Secara keseluruhan, model ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan dibentuk oleh kombinasi faktor kinerja (profitabilitas), kebijakan pendanaan (*leverage*), dan kemampuan likuiditas internal (*free*

cash flow). Namun demikian, model yang digunakan masih bersifat langsung tanpa melibatkan variabel mediasi seperti niat investor atau persepsi risiko, sehingga hubungan yang diuji merupakan hubungan langsung antar variabel.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain asosiatif yang bertujuan untuk menguji hubungan serta pengaruh antara variabel independen dan variabel dependen. Variabel independen yang digunakan meliputi profitabilitas (X_1), *leverage* (X_2), dan *free cash flow* (X_3), sedangkan nilai perusahaan (Y) diposisikan sebagai variabel dependen. Pendekatan kuantitatif dipilih karena seluruh variabel dapat diukur secara numerik dan dianalisis menggunakan metode statistik, sehingga memungkinkan diperolehnya kesimpulan yang objektif dan terukur (Ghozali, 2016).

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan secara resmi. Pengumpulan data dilakukan melalui teknik dokumentasi terhadap laporan tahunan (*annual report*) dan laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), yang diakses melalui situs resmi www.idx.co.id serta situs resmi masing-masing perusahaan. Periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah tahun 2021–2024.

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index (JII). Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria tertentu, yaitu: (1) perusahaan yang secara konsisten terdaftar dalam JII selama periode 2021–2024, (2) menyajikan laporan keuangan dalam mata uang rupiah, (3) memiliki laba positif selama periode penelitian, dan (4) menyediakan data yang lengkap terkait variabel penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sebanyak 18 perusahaan sebagai sampel dengan total 72 observasi.

Analisis data dilakukan menggunakan perangkat lunak IBM SPSS. Tahapan analisis meliputi statistik deskriptif untuk menggambarkan karakteristik data, uji asumsi klasik yang terdiri atas uji *normalitas*, *multikolinearitas*, *heteroskedastisitas*, dan autokorelasi, serta analisis regresi linier berganda untuk menguji hubungan antar variabel. Pengujian hipotesis dilakukan melalui uji parsial (uji t) untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen, uji simultan (uji F) untuk menguji pengaruh variabel independen secara bersama-sama, serta koefisien determinasi (R^2) untuk mengukur kemampuan model dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan (Ghozali, 2016).

HASIL PENELITIAN

Hasil penelitian disajikan secara bertahap yang diawali dengan statistik deskriptif, dilanjutkan dengan pengujian asumsi klasik, serta analisis regresi yang mencakup uji model dan pengujian hipotesis. Penyajian ini bertujuan untuk memastikan bahwa model yang digunakan memenuhi kelayakan statistik sebelum dilakukan interpretasi hubungan antar variabel (Ghozali, 2016).

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai distribusi data penelitian yang meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi dari masing-masing variabel.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Min	Max	Mean	Std. Dev
Profitabilitas	72	0,100	0,302	0,198	0,088
Leverage	72	0,088	6,466	0,905	1,043
Free Cash Flow	72	-0,577	0,699	-0,080	0,275
Nilai Perusahaan	72	0,252	10,570	2,085	1,980

Sumber: data diolah (2025)

Nilai rata-rata profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba berada pada tingkat moderat dengan variasi yang relatif rendah. Sebaliknya, *leverage* menunjukkan penyebaran yang lebih tinggi, yang mengindikasikan adanya perbedaan kebijakan struktur pendanaan antar perusahaan. *Free cash flow* memiliki nilai rata-rata negatif, yang menunjukkan bahwa sebagian perusahaan memiliki keterbatasan kas bebas. Sementara itu, nilai perusahaan menunjukkan variasi yang cukup besar, yang mencerminkan adanya perbedaan persepsi pasar terhadap kinerja dan prospek perusahaan.

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk memastikan bahwa model regresi memenuhi kriteria BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) sehingga layak digunakan dalam analisis lebih lanjut (Ghozali, 2016).

Tabel 2. Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji	Indikator	Nilai	Kriteria	Keterangan
Normalitas	Asymp. Sig.	0,200	> 0,05	Normal
Multikolinearitas	Tolerance	0,690–0,989	> 0,10	Tidak terjadi
	VIF	1,011–1,449	< 10	Tidak terjadi
Heteroskedastisitas	Sig.	0,212–0,775	> 0,05	Tidak terjadi
Autokorelasi	Durbin-Watson	0,683	~ 2	Indikasi lemah

Sumber: data diolah (2025)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa model regresi secara umum telah memenuhi asumsi normalitas, tidak mengalami multikolinearitas, serta bebas dari heteroskedastisitas. Namun demikian, nilai *Durbin-Watson* yang relatif rendah mengindikasikan adanya kecenderungan autokorelasi positif lemah, sehingga interpretasi hasil perlu dilakukan secara hati-hati.

Analisis regresi linier berganda dilakukan untuk menguji pengaruh profitabilitas, *leverage*, dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

Tabel 3. Hasil Regresi, Uji Model, dan Uji Hipotesis

Variabel / Kriteria	Koefisien (B)	t hitung	Sig	Keterangan
(Constant)	0,037	0,177	0,860	Tidak signifikan
Profitabilitas (X ₁)	3,419	7,300	0,000	Signifikan (+)
Leverage (X ₂)	0,302	2,285	0,025	Signifikan (+)
Free cash flow (X ₃)	-0,088	-0,576	0,567	Tidak signifikan
F hitung	-	20,957	0,000	Model signifikan
Adjusted R ²	-	-	0,457	Daya jelaskan 45,7%

Sumber: data diolah (2025)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa model regresi memiliki tingkat signifikansi yang tinggi, yang ditunjukkan oleh nilai uji F sebesar 0,000 (<0,05). Hal ini mengindikasikan bahwa variabel profitabilitas, *leverage*, dan *free cash flow* secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Nilai *Adjusted R²* sebesar 0,457 menunjukkan bahwa kemampuan model dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan berada pada tingkat moderat.

Secara parsial, profitabilitas terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan koefisien terbesar, yang menunjukkan bahwa kinerja laba merupakan determinan utama dalam pembentukan nilai perusahaan. *Leverage* juga menunjukkan pengaruh positif dan signifikan, yang mengindikasikan bahwa penggunaan utang dalam batas tertentu masih dipersepsikan sebagai strategi yang meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, *free cash flow* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, sehingga ketersediaan kas internal tidak secara langsung menjadi faktor yang dipertimbangkan oleh pasar dalam menilai perusahaan.

PEMBAHASAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa peningkatan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba akan direspons secara positif oleh pasar melalui peningkatan nilai perusahaan. Profitabilitas dipersepsikan sebagai indikator utama kinerja operasional yang mencerminkan efisiensi penggunaan aset serta kemampuan menghasilkan arus kas di masa depan. Dalam perspektif signaling theory, informasi mengenai tingkat profitabilitas berfungsi sebagai sinyal positif yang disampaikan kepada investor untuk mengurangi asimetri informasi (Spence, 1973). Sinyal tersebut meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan, sehingga mendorong peningkatan permintaan saham dan pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan (Brigham & Houston, 2019).

Dominannya pengaruh profitabilitas dalam penelitian ini menunjukkan bahwa pasar lebih sensitif terhadap kinerja laba dibandingkan variabel lainnya. Kondisi ini dapat dipahami karena laba merupakan indikator yang paling mudah diamati dan sering digunakan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan investasi. Temuan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Bintari et al., 2024; Wahyuningrum & Sunarto, 2023). Dengan demikian, peningkatan profitabilitas tidak hanya berdampak pada kinerja internal perusahaan, tetapi juga memperkuat persepsi pasar terhadap kualitas perusahaan.

Selanjutnya, *leverage* terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal masih dipersepsikan sebagai strategi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dalam trade-off theory, penggunaan *leverage* memberikan manfaat berupa penghematan pajak melalui mekanisme *tax shield*, yang dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham selama berada pada tingkat optimal (Kraus & Litzenberger, 1973). Oleh karena itu, *leverage* tidak selalu dipersepsikan sebagai risiko, tetapi juga sebagai alat untuk meningkatkan efisiensi pendanaan.

Dalam konteks Jakarta Islamic Index, hasil ini menjadi lebih menarik karena perusahaan yang tergabung di dalamnya memiliki pembatasan terhadap penggunaan utang. Pembatasan tersebut menyebabkan *leverage* berada pada tingkat yang relatif terkendali, sehingga risiko kebangkrutan dapat diminimalkan. Dengan demikian, *leverage* dalam konteks ini cenderung dipersepsikan sebagai sinyal efisiensi, bukan sebagai sumber risiko yang tinggi. Temuan ini menunjukkan bahwa hubungan antara *leverage* dan nilai perusahaan tidak bersifat universal, melainkan sangat bergantung pada konteks institusional dan regulasi yang berlaku. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang menemukan pengaruh positif *leverage* terhadap nilai perusahaan (Salmah et al., 2022; Bintari et al., 2024), namun memberikan tambahan pemahaman bahwa dalam lingkungan dengan pembatasan syariah, persepsi terhadap *leverage* dapat menjadi lebih positif.

Berbeda dengan kedua variabel sebelumnya, *free cash flow* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa ketersediaan arus kas bebas tidak menjadi pertimbangan utama bagi investor dalam menilai perusahaan. Dalam agency theory, *free cash flow* yang tinggi berpotensi menimbulkan konflik kepentingan karena memberikan keleluasaan bagi manajer dalam mengalokasikan dana, yang tidak selalu selaras dengan kepentingan pemegang saham (Jensen, 1986). Namun demikian, dalam penelitian ini, *free cash flow* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, yang menunjukkan bahwa pasar tidak secara langsung merespons variabel tersebut.

Ketidaksignifikanan *free cash flow* dapat disebabkan oleh beberapa kemungkinan. Pertama, investor lebih memfokuskan perhatian pada indikator kinerja yang lebih terlihat, seperti laba dan struktur modal, dibandingkan dengan arus kas bebas yang lebih kompleks dalam interpretasinya. Kedua, dalam konteks perusahaan besar yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index, ketersediaan arus kas bebas mungkin tidak menjadi isu utama karena perusahaan telah memiliki stabilitas keuangan yang relatif baik. Ketiga, *free cash flow* yang tinggi tidak selalu dipersepsikan positif, karena dapat menimbulkan kekhawatiran terkait efisiensi penggunaan dana. Oleh karena itu, *free cash flow* tidak secara langsung memengaruhi nilai perusahaan dalam penelitian ini.

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai perusahaan dalam Jakarta Islamic Index lebih dipengaruhi oleh faktor kinerja dan kebijakan pendanaan dibandingkan dengan ketersediaan kas internal. Profitabilitas dan *leverage* terbukti menjadi determinan utama, sementara *free cash flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa perilaku investor dalam menilai perusahaan tidak sepenuhnya dipengaruhi oleh seluruh indikator fundamental, tetapi lebih terfokus pada variabel yang dianggap paling relevan dan informatif.

Dari sisi teoretis, hasil penelitian ini mendukung signaling theory dan trade-off theory, namun memberikan catatan kritis terhadap agency theory dalam konteks free cash flow. Selain itu, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hubungan antara variabel keuangan dan nilai perusahaan perlu dipahami dalam konteks institusional yang spesifik, seperti pembatasan keuangan dalam perusahaan berbasis syariah. Dengan demikian, kontribusi penelitian ini terletak pada penegasan bahwa determinan

nilai perusahaan tidak bersifat universal, melainkan dipengaruhi oleh karakteristik lingkungan dan regulasi yang mengikat perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas dan *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index (JII). Temuan ini mengindikasikan bahwa kinerja laba serta kebijakan struktur pendanaan melalui penggunaan *leverage* menjadi determinan utama dalam pembentukan nilai perusahaan. Peningkatan profitabilitas dipersepsikan sebagai sinyal positif mengenai prospek perusahaan, sedangkan penggunaan *leverage* dalam batas tertentu mencerminkan efisiensi pengelolaan pendanaan yang mampu meningkatkan kepercayaan investor. Sebaliknya, *free cash flow* tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, yang menunjukkan bahwa ketersediaan arus kas bebas tidak secara langsung menjadi pertimbangan utama dalam penilaian investor terhadap perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan dalam interpretasi hasil. Ruang lingkup penelitian terbatas pada perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index, sehingga generalisasi temuan terhadap seluruh perusahaan di pasar modal perlu dilakukan secara hati-hati. Selain itu, variabel yang digunakan dalam model penelitian masih terbatas pada faktor fundamental tertentu, sehingga belum sepenuhnya mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan secara komprehensif. Nilai koefisien determinasi yang berada pada tingkat moderat menunjukkan bahwa masih terdapat faktor lain yang berpotensi memengaruhi nilai perusahaan namun belum dimasukkan dalam model.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas cakupan objek penelitian, baik dengan memasukkan perusahaan di luar indeks syariah maupun memperluas periode pengamatan agar diperoleh gambaran yang lebih stabil dan representatif. Selain itu, penambahan variabel lain seperti ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, kebijakan dividen, maupun faktor makroekonomi perlu dipertimbangkan untuk meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan nilai perusahaan. Dengan demikian, pemahaman mengenai determinan nilai perusahaan dapat dikembangkan secara lebih komprehensif dan mendalam.

DAFTAR PUSTAKA

- Angela, A., Hidayat, V. S., & Eunike, E. (2023). Working capital management, free cash flow, profitability, and firm value.
- Bintari, A., Lestari, I. R., & Ekawanti, W. (2024). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, kebijakan hutang dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. *Journal of Management and Innovation Entrepreneurship (JMIE)*, 1(2), 43–53. <https://doi.org/10.59407/jmie.v1i2.300>
- Choirunnisak. (2019). Saham syariah, pasar modal, Islam. *Islamic Banking*, 4, 283–284.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://www.jstor.org/stable/258191>
- Fatihul Birri, M., & Zakiyah, M. (2023). Analisis pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII). *Mazinda: Jurnal Akuntansi, Keuangan, dan Bisnis*, 1(2), 90–103. <https://doi.org/10.35316/mazinda.v1i2.3504>
- Hartono, P. J. (2022). *Portofolio dan analisis investasi: Pendekatan modul* (2nd ed.). Andi.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Nasution, M. S. (2020). Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *J-ISCAN: Journal of Islamic Accounting Research*, 2(1), 1–16. <https://doi.org/10.52490/j-iscan.v2i1.862>
- Pertiwi, N. T., & Priyadi, M. P. (2016). Pengaruh profitabilitas, kepemilikan manajerial, DER dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan melalui DPR. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 5(2), 1–25.
- Putri, A. N., & Aris, M. A. (2023). Implikasi kepemilikan institusional, *free cash flow*, growth opportunity, dan investment opportunity set terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmiah MEA*, 7(2), 1662–1675. <https://doi.org/10.31955/mea.v7i2.3260>
- Rahmawati, A., & Garad, A. (2023). Managerial ownership, *leverage*, dividend policy, *free cash flow*, and firm value: Evidence in Indonesia Stock Exchange. *European Journal of Studies in Management and Business*, 25, 32–44. <https://doi.org/10.32038/mbrq.2023.25.03>
- Salmah, N. N. A., Valianti, R. M., & Anggraini, N. (2022). Pengaruh kebijakan dividen dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan pada Jakarta Islamic Index. *Jurnal Media Wahana Ekonomika*, 19(3), 467–476. <https://doi.org/10.31851/jmwe.v19i3.9470>
- Samosir, H. E. (2017). Pengaruh profitabilitas dan kebijakan utang terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII). *Journal of Business Studies*, 2, 75–83.
- Sari, D. S., Mutia, A., & Sudharyati, N. (2024). Pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan dan struktur modal terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi*, 24(2), 1707–1715. <https://doi.org/10.33087/jiubj.v24i2.5062>
- Selvianah, M., & Hidayat, I. (2022). Pengaruh profitabilitas, *free cash flow*, kebijakan dividen, dan *leverage* terhadap nilai perusahaan. *Bongaya Journal for Research in Accounting*, 5(1), 1–10. <https://doi.org/10.37888/bjra.v5i1.321>
- Sophia, N., Pawestri, D., & Setiawati, E. (2024). Peran profitabilitas, *leverage*, ukuran perusahaan, dan CSR dalam mempengaruhi nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Kontemporer*, 7(1), 81–93. <https://doi.org/10.30596/jakk.v7i1.19676>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <http://www.jstor.org/stable/1882010>
- Sudana, I. M. (2019). *Manajemen keuangan: Teori dan praktik*. Airlangga University Press.
- Sudarno, Renaldo, N., Hutahuruk, M. B., Junaedi, I. A. T., & Suyono. (2022). *Teori penelitian keuangan*. Literasi Nusantara Abadi.
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar modal: Manajemen portofolio dan investasi*. Kanisius.
- Vianti, M., Zakaria, A., & Fauzi, A. (2023). Pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Perpajakan dan Auditing*, 4(2), 307–324. <https://doi.org/10.21009/japa.0402.01>

- Wahyuningrum, A. D., & Sunarto, S. (2023). Pengaruh likuiditas, profitabilitas, *leverage* dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Politala*, 6(1), 122–136. <https://doi.org/10.34128/jra.v6i1.179>
- Widiastari, P. A., & Yasa, G. W. (2018). Pengaruh profitabilitas, free cash flow, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*, 23(2), 957–981. <https://doi.org/10.24843/EJA.2018.v23.i02.p06>

**PENGARUH PERSEPSI HARGA DAN FOMO TERHADAP
KEPUTUSAN PEMBELIAN PRODUK COKLAT DUBAI**

Anggriani Br Manalu*¹

[\(anggri198@gmail.com\)](mailto:anggri198@gmail.com)

Maria Josephine Tyra²

[\(tyra@ukmc.ac.id\)](mailto:tyra@ukmc.ac.id)

^{1,2} Program Studi Manajemen, Fakultas Bisnis dan Akuntansi, Universitas Katolik Musi Charitas,
Indonesia

Abstract

Purpose: This study aims to examine the influence of price perception and fear of missing out (FoMO) on purchasing decisions for Dubai Chocolate products, considering the growing phenomenon of viral consumption driven by both rational and psychological factors.

Design/Methodology/Approach: A quantitative survey was conducted among individuals who had purchased Dubai Chocolate products. A total of 100 respondents were selected using purposive sampling. Data were analyzed using multiple linear regression to assess the effect of price perception and FoMO on purchasing decisions.

Findings: The results indicate that both price perception and FoMO have a positive and significant effect on purchasing decisions. Price perception demonstrates a stronger influence compared to FoMO, suggesting that consumers still rely on value evaluation despite exposure to social pressure.

Practical Implications: The findings suggest that businesses should maintain a balance between pricing strategies and psychological triggers in marketing. Competitive pricing combined with the ability to create social desirability can enhance purchasing decisions, particularly for products positioned within viral trends.

Originality/Value: This study provides empirical evidence on the simultaneous role of rational evaluation and psychological pressure in shaping purchasing decisions within viral product contexts, offering a more integrated perspective on consumer behavior.

Keywords: Price Perception; FoMO; Purchase Decision

PENDAHULUAN

Perkembangan teknologi digital dan penetrasi media sosial telah mengubah pola konsumsi masyarakat secara signifikan, khususnya dalam industri kuliner. Hingga Januari 2024, jumlah pengguna aktif media sosial di Indonesia mencapai 139 juta atau sekitar 49,9% dari total populasi, yang menunjukkan besarnya potensi pengaruh media sosial dalam membentuk perilaku konsumen (DataIndonesia.id, 2024). Media sosial tidak lagi sekadar berfungsi sebagai sarana komunikasi, tetapi telah menjadi medium utama dalam membangun persepsi, preferensi, dan keputusan pembelian melalui penyebaran konten yang bersifat viral.

Fenomena konsumsi berbasis viralitas tersebut ditandai oleh munculnya produk-produk yang memperoleh popularitas tinggi dalam waktu singkat akibat eksposur digital yang masif. Salah satu contoh yang menonjol adalah produk Coklat Dubai yang diproduksi oleh Fix Dessert Chocolatier sejak tahun 2022. Popularitas produk ini meningkat secara signifikan setelah berbagai konten ulasan di media sosial menarik perhatian publik, termasuk video yang mencapai lebih dari 2,9 juta tayangan (SindoNews, 2024). Tingginya minat konsumen juga tercermin dari antrean panjang di berbagai titik penjualan, yang menunjukkan adanya dorongan konsumsi yang tidak sepenuhnya rasional, melainkan dipengaruhi oleh faktor sosial dan psikologis (Titipbeli.jkt, 2025).

Dari sisi harga, Coklat Dubai diposisikan pada kategori premium dengan harga sekitar Rp525.000, yang relatif lebih rendah dibandingkan produk coklat mewah lainnya seperti The House of Grauer dan Richart Chocolates, namun tetap memberikan persepsi eksklusivitas (Kompas.com, 2025). Kondisi tersebut menunjukkan bahwa persepsi harga tidak hanya berkaitan dengan keterjangkauan, tetapi juga dengan penilaian terhadap nilai dan citra produk. Pada saat yang sama, fenomena *fear of missing out* (FoMO) turut memperkuat dorongan konsumsi, di mana individu terdorong untuk melakukan pembelian guna menghindari perasaan tertinggal dari tren sosial yang sedang berlangsung (Przybylski et al., 2013).

Secara teoretis, keputusan pembelian dipengaruhi oleh kombinasi faktor rasional dan emosional. Persepsi harga merepresentasikan evaluasi kognitif terhadap nilai produk, sedangkan FoMO mencerminkan tekanan psikologis yang berasal dari lingkungan sosial. Meskipun demikian, hasil penelitian terdahulu menunjukkan temuan yang tidak konsisten terkait pengaruh kedua variabel tersebut terhadap keputusan pembelian. Beberapa studi menemukan bahwa persepsi harga dan FoMO berpengaruh signifikan, sementara penelitian lain menunjukkan pengaruh yang lemah atau tidak signifikan (Clarita & Khalid, 2023; Wahida et al., 2024). Ketidakkonsistenan ini mengindikasikan perlunya pengujian lebih lanjut pada konteks produk viral yang memiliki karakteristik unik.

Dengan demikian, penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh persepsi harga dan FoMO terhadap keputusan pembelian produk Coklat Dubai. Fokus analisis diarahkan pada bagaimana faktor kognitif dan psikologis secara simultan membentuk keputusan pembelian dalam fenomena konsumsi berbasis viralitas.

TELAAH LITERATUR

Theory of Planned Behavior (TPB) yang dikembangkan oleh Icek Ajzen merupakan salah satu kerangka teoritis utama dalam menjelaskan perilaku individu berbasis niat. Teori ini merupakan pengembangan dari *Theory of Planned Behavior* yang diperkenalkan oleh Martin Fishbein dan Icek Ajzen, yang menekankan bahwa perilaku individu ditentukan oleh niat yang dibentuk melalui proses kognitif (Ajzen, 1991; Fishbein & Ajzen, 1975).

Dalam TPB, niat dipengaruhi oleh tiga konstruk utama, yaitu *attitude toward the behavior*, *subjective norms*, dan *perceived behavioral control*. Sikap terhadap perilaku merepresentasikan evaluasi individu terhadap suatu tindakan, baik secara positif maupun negatif. Norma subjektif mencerminkan persepsi terhadap tekanan sosial yang berasal dari lingkungan sekitar. Sementara itu, kontrol perilaku yang dirasakan menunjukkan tingkat kemudahan atau kesulitan yang dipersepsikan dalam melakukan suatu tindakan (Ajzen, 1991; Ajzen, 2002).

Penelitian empiris menunjukkan bahwa TPB memiliki kemampuan prediktif yang kuat dalam menjelaskan berbagai perilaku konsumen, termasuk keputusan pembelian (Armitage & Conner, 2001). Dalam penelitian ini, persepsi harga diposisikan sebagai bagian dari evaluasi kognitif yang berkaitan dengan *perceived behavioral control*, karena harga mencerminkan kemampuan individu dalam mengakses produk. Di sisi lain, FoMO dikaitkan dengan *subjective norms*, karena mencerminkan tekanan sosial yang mendorong individu untuk mengikuti tren konsumsi (Przybylski et al., 2013; Good & Hyman, 2020). Persepsi harga didefinisikan sebagai evaluasi subjektif konsumen terhadap kesesuaian antara harga yang dibayarkan dengan manfaat yang diperoleh dari suatu produk (Zeithaml, 1988). Persepsi ini tidak hanya berkaitan dengan keterjangkauan, tetapi juga mencerminkan penilaian terhadap kualitas, nilai, dan citra produk.

Literatur pemasaran menunjukkan bahwa persepsi harga memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan pembelian, terutama ketika konsumen melakukan evaluasi nilai (*perceived value*) sebelum mengambil keputusan (Monroe, 2003; Kotler & Keller, 2016). Semakin tinggi persepsi bahwa harga sesuai dengan manfaat yang diterima, maka kecenderungan pembelian akan meningkat. Namun demikian, pada produk dengan karakteristik premium atau viral, harga juga berfungsi sebagai sinyal kualitas dan status sosial (*price-quality signaling*), sehingga persepsi harga tidak selalu bersifat linier terhadap keputusan pembelian (Rao & Monroe, 1989). Temuan empiris menunjukkan bahwa persepsi harga berpengaruh positif terhadap keputusan pembelian, meskipun kekuatan pengaruhnya dapat bervariasi tergantung konteks produk (Clarita & Khalid, 2023). Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis yang diajukan adalah:

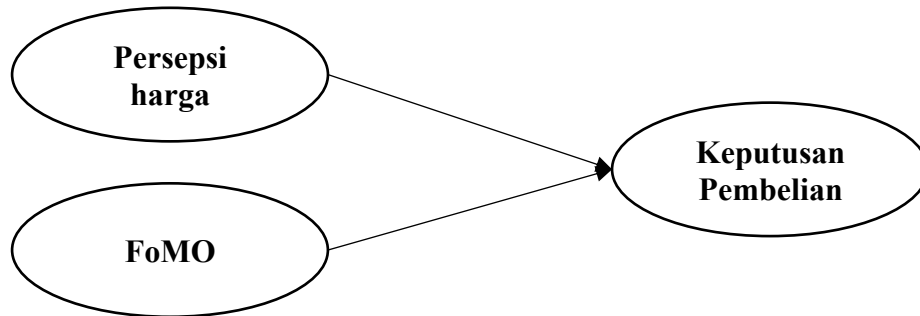
H1: Persepsi harga berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pembelian produk Coklat Dubai.

Fear of Missing Out (FoMO) merupakan kondisi psikologis yang ditandai oleh kecemasan akibat kekhawatiran tertinggal dari pengalaman yang dimiliki individu lain (Przybylski et al., 2013). Fenomena ini semakin diperkuat oleh media sosial yang memungkinkan individu untuk terus memantau aktivitas dan pengalaman konsumsi orang lain secara *real-time*. FoMO telah diidentifikasi sebagai salah satu faktor penting yang memengaruhi perilaku konsumsi modern, khususnya dalam konteks produk yang bersifat viral dan berbasis tren (Good & Hyman, 2020). Individu dengan tingkat FoMO yang tinggi cenderung melakukan pembelian impulsif untuk mengurangi kecemasan sosial dan memperoleh rasa keterlibatan dalam kelompok sosial (Hodkinson, 2019).

Secara empiris, FoMO terbukti memiliki pengaruh positif terhadap keputusan pembelian, terutama pada produk yang dipromosikan melalui media sosial (Wahida et al., 2024; Lim et al., 2024). Namun demikian, pengaruh FoMO tidak selalu dominan, karena keputusan pembelian juga dipengaruhi oleh faktor rasional seperti persepsi harga dan kualitas produk. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis yang diajukan adalah:

H2: FoMO berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pembelian produk Coklat Dubai.

Model penelitian menggambarkan hubungan antara persepsi harga dan FoMO sebagai variabel independen terhadap keputusan pembelian sebagai variabel dependen.



Gambar 1 Model Penelitian

Sumber: dikembangkan dalam penelitian ini berdasarkan *Theory of Planned Behavior* (Ajzen, 1991)

Model penelitian ini menggambarkan hubungan antara persepsi harga dan *fear of missing out* (FoMO) sebagai determinan utama keputusan pembelian. Persepsi harga direpresentasikan sebagai faktor kognitif yang mencerminkan evaluasi nilai terhadap produk, sedangkan FoMO merepresentasikan faktor psikologis yang berkaitan dengan tekanan sosial dan dorongan emosional. Secara konseptual, model ini mengasumsikan bahwa keputusan pembelian tidak hanya dibentuk melalui pertimbangan rasional, tetapi juga melalui mekanisme sosial-psikologis yang dipicu oleh eksposur media sosial. Persepsi harga diharapkan memengaruhi keputusan pembelian melalui penilaian terhadap kesesuaian antara harga dan manfaat produk, sementara FoMO mendorong keputusan pembelian melalui keinginan untuk menghindari ketertinggalan dalam tren konsumsi.

Meskipun demikian, hubungan antara kedua variabel tersebut tidak selalu bersifat seimbang. Pada produk dengan karakteristik viral dan eksklusif, harga tidak hanya berfungsi sebagai indikator nilai, tetapi juga sebagai sinyal status, sehingga dapat memperkuat atau bahkan menggantikan pengaruh faktor psikologis. Di sisi lain, FoMO dapat berfungsi sebagai pemicu awal (*trigger*), namun tidak selalu menjadi determinan utama dalam keputusan akhir ketika konsumen tetap melakukan evaluasi rasional terhadap harga.

Dengan demikian, model ini menekankan adanya interaksi implisit antara faktor rasional dan emosional dalam membentuk keputusan pembelian, meskipun hubungan yang diuji dalam penelitian ini masih bersifat langsung (*direct effect*).

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain survei. Pendekatan ini dipilih untuk memperoleh data empiris melalui penyebaran kuesioner yang dirancang guna mengukur persepsi responden terhadap variabel yang diteliti (Sujarweni, 2015; Ningtyas & Fauzi, 2023). Data yang digunakan terdiri atas data primer yang diperoleh langsung dari responden, serta data sekunder yang bersumber dari literatur relevan seperti buku dan jurnal ilmiah.

Populasi dalam penelitian ini adalah konsumen produk Coklat Dubai. Teknik pengambilan sampel menggunakan non-probability sampling dengan pendekatan purposive sampling. Kriteria

sampel yang ditetapkan meliputi: (1) responden berusia minimal 17 tahun, (2) responden pernah membeli produk Coklat Dubai, dan (3) responden melakukan pembelian dengan tujuan memperoleh pengalaman konsumsi yang serupa dengan yang ditampilkan dalam tren sosial. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 100 responden. Pengumpulan data dilakukan melalui penyebaran kuesioner secara daring menggunakan platform *Google Form*. Instrumen penelitian disusun menggunakan skala Likert lima poin untuk mengukur tingkat persetujuan responden terhadap pernyataan yang diajukan, dengan rentang nilai 1 (sangat tidak setuju) hingga 5 (sangat setuju) (Sujarweni, 2015).

Analisis data dilakukan menggunakan perangkat lunak IBM SPSS. Tahapan analisis meliputi uji kualitas data, uji asumsi klasik, dan pengujian hipotesis. Uji kualitas data mencakup uji validitas dan reliabilitas. Uji validitas dilakukan dengan membandingkan nilai r hitung dengan r tabel, di mana indikator dinyatakan valid apabila nilai r hitung lebih besar dari r tabel (Ghozali, 2016). Uji reliabilitas dilakukan menggunakan koefisien *Cronbach's Alpha*, dengan kriteria bahwa nilai di atas 0,70 menunjukkan tingkat konsistensi yang baik (Ghozali, 2016). Selanjutnya, uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan kelayakan model regresi, yang meliputi uji normalitas, multikolinearitas, dan heteroskedastisitas. Uji multikolinearitas dievaluasi berdasarkan nilai tolerance ($>0,10$) dan Variance Inflation Factor ($VIF <10$), sedangkan uji heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat signifikansi residual terhadap variabel independen.

Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan analisis regresi linier berganda. Uji parsial (*uji t*) digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen, dengan kriteria signifikansi $<0,05$ (Ghozali, 2016). Uji simultan (*uji F*) digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Selain itu, koefisien determinasi (*Adjusted R²*) digunakan untuk mengukur kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen, di mana nilai yang lebih mendekati 1 menunjukkan kemampuan penjelasan model yang lebih baik (Ghozali, 2016).

HASIL PENELITIAN

Bagian ini menyajikan hasil pengolahan data yang diperoleh dari 100 responden. Analisis dilakukan secara bertahap yang meliputi karakteristik responden, uji kualitas instrumen, uji asumsi klasik, serta pengujian hipotesis. Penyajian hasil tidak hanya bersifat deskriptif, tetapi juga diarahkan untuk mengidentifikasi pola data yang relevan dengan model penelitian (Ghozali, 2016).

Tabel 1. Ringkasan Karakteristik Responden

Karakteristik	Kategori Dominan	Persentase
Jenis Kelamin	Perempuan	68%
Usia	17–26 tahun	79%
Pendidikan	SMA/SMK	52%
Penghasilan	< Rp2.000.000	41%

Sumber: data diolah (2025)

Distribusi responden menunjukkan dominasi kelompok perempuan dan usia muda. Pola ini mengindikasikan bahwa segmen konsumen yang diteliti memiliki karakteristik yang relatif homogen, khususnya dalam hal keterpaparan terhadap tren digital. Kelompok usia muda diketahui memiliki tingkat adopsi media sosial yang tinggi, sehingga lebih rentan terhadap pengaruh tren viral dan

tekanan sosial dalam konsumsi (Przybylski et al., 2013). Selain itu, dominasi responden dengan tingkat penghasilan rendah hingga menengah mengindikasikan bahwa keputusan pembelian tidak semata ditentukan oleh daya beli absolut, tetapi juga oleh persepsi nilai dan dorongan psikologis.

Tabel 2. Ringkasan Uji Validitas dan Reliabilitas

Variabel	Rentang hitung	r	Keterangan Validitas	Cronbach's Alpha	Keterangan
Persepsi Harga	0,214–0,655		Valid	0,833	Reliabel
FoMO	0,675–0,860		Valid	0,917	Reliabel
Keputusan Pembelian	0,362–0,741		Valid	0,879	Reliabel

Sumber: data diolah (2025)

Seluruh indikator dinyatakan valid karena memiliki nilai *r* hitung lebih besar dibandingkan *r* tabel, serta memenuhi kriteria reliabilitas dengan nilai Cronbach's Alpha di atas 0,70 (Ghozali, 2016). Meskipun demikian, terdapat beberapa indikator dengan nilai korelasi yang relatif rendah pada variabel persepsi harga, yang mengindikasikan bahwa tidak semua item memiliki kekuatan representasi yang sama terhadap konstruk. Kondisi ini menunjukkan adanya variasi dalam persepsi responden terhadap dimensi harga, yang berpotensi memengaruhi konsistensi pengukuran.

Tabel 3. Ringkasan Uji Asumsi Klasik

Uji	Hasil	Kriteria	Keterangan
Multikolinearitas	Tolerance = 0,656; VIF = 1,524	Tolerance > 0,10; VIF < 10	Tidak terjadi multikolinearitas
Heteroskedastisitas	Sig > 0,05	Sig > 0,05	Tidak terjadi heteroskedastisitas

Sumber: data diolah (2025)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa model regresi memenuhi asumsi klasik. Nilai tolerance dan VIF mengindikasikan tidak adanya korelasi tinggi antar variabel independen, sehingga masing-masing variabel dapat menjelaskan variabel dependen secara independen. Selain itu, tidak ditemukan indikasi heteroskedastisitas, yang menunjukkan bahwa varians residual bersifat konstan (Ghozali, 2016). Hal ini memperkuat kelayakan model untuk digunakan dalam analisis regresi.

Tabel 4. Hasil Analisis Regresi, Uji Model, dan Uji Hipotesis

Variabel / Kriteria	Koefisien (B)	t hitung	Sig	Keterangan
Persepsi Harga	0,810	10,507	0,000	Signifikan
FoMO	0,216	2,759	0,007	Signifikan
F hitung	-	115,853	0,000	Model signifikan
R	-	-	0,840	Hubungan kuat
Adjusted R ²	-	-	0,699	Daya jelaskan 69,9%

Sumber: data diolah (2025)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan memiliki tingkat signifikansi yang tinggi, yang ditunjukkan oleh nilai signifikansi uji F sebesar 0,000 ($<0,05$). Hal ini mengindikasikan bahwa model yang dibangun layak digunakan untuk menjelaskan hubungan antara persepsi harga dan FoMO terhadap keputusan pembelian (Ghozali, 2016). Nilai koefisien determinasi (Adjusted R^2) sebesar 0,699 menunjukkan bahwa model memiliki kemampuan penjelasan yang kuat, di mana sebesar 69,9% variasi keputusan pembelian dapat dijelaskan oleh kedua variabel independen.

Secara parsial, kedua variabel menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap keputusan pembelian. Persepsi harga memiliki koefisien sebesar 0,810 dengan nilai t hitung 10,507, yang menunjukkan pengaruh yang sangat kuat. Sementara itu, FoMO memiliki koefisien sebesar 0,216 dengan nilai t hitung 2,759, yang menunjukkan pengaruh yang lebih lemah meskipun tetap signifikan.

Temuan ini menunjukkan adanya perbedaan karakter pengaruh antara faktor kognitif dan faktor psikologis. Persepsi harga sebagai representasi evaluasi rasional memiliki peran dominan dalam menentukan keputusan pembelian. Sebaliknya, FoMO sebagai faktor psikologis lebih berperan sebagai pemicu tambahan, bukan sebagai determinan utama.

Secara analitis, hasil ini mengindikasikan bahwa perilaku konsumsi pada produk yang bersifat viral tidak sepenuhnya didorong oleh impuls atau tekanan sosial. Evaluasi terhadap nilai produk tetap menjadi pertimbangan utama sebelum keputusan pembelian dilakukan. Hal ini menunjukkan bahwa konsumen masih mempertahankan rasionalitas dalam proses pengambilan keputusan, meskipun berada dalam lingkungan yang dipengaruhi oleh tren sosial.

PEMBAHASAN

Hasil pengujian menunjukkan bahwa persepsi harga berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pembelian produk Coklat Dubai. Temuan ini mengindikasikan bahwa keputusan pembelian cenderung dibentuk oleh evaluasi konsumen terhadap kewajaran, keterjangkauan, serta kesesuaian antara harga dan manfaat yang diperoleh. Harga tidak semata dipersepsikan sebagai pengorbanan moneter, melainkan juga sebagai indikator nilai dan kualitas produk. Ketika harga dinilai sebanding dengan manfaat yang diterima, maka probabilitas pembelian akan meningkat karena nilai yang dirasakan menjadi lebih tinggi (Zeithaml, 1988; Monroe, 2003). Dengan demikian, persepsi harga berfungsi sebagai mekanisme evaluasi nilai yang menentukan kelayakan keputusan pembelian.

Apabila diinterpretasikan melalui Theory of Planned Behavior, pengaruh persepsi harga dapat dijelaskan melalui dimensi evaluasi kognitif sebelum perilaku aktual terbentuk. Dalam kerangka tersebut, perilaku dipengaruhi oleh niat, sedangkan niat dibentuk oleh sikap, norma subjektif, dan perceived behavioral control (Ajzen, 1991). Persepsi terhadap keterjangkauan harga dapat diposisikan sebagai bagian dari perceived behavioral control, karena kemampuan untuk membeli suatu produk akan dipertimbangkan sebelum keputusan aktual diambil. Ketika harga dipersepsikan berada dalam batas yang dapat diterima, hambatan perilaku menjadi lebih rendah sehingga kemungkinan pembelian meningkat. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa persepsi harga berpengaruh positif terhadap keputusan pembelian (Clarita & Khalid, 2023; Paludi, 2021).

Meskipun demikian, interpretasi berbasis *Theory of Planned Behavior* perlu dilakukan secara hati-hati. Model empiris yang digunakan tidak memasukkan variabel niat sebagai mediator utama

sebagaimana diasumsikan dalam teori tersebut. Oleh karena itu, hubungan antara persepsi harga dan keputusan pembelian lebih tepat dipahami sebagai penyederhanaan jalur perilaku, bukan sebagai representasi utuh dari struktur Theory of Planned Behavior. Dengan demikian, teori tersebut lebih berfungsi sebagai kerangka interpretatif daripada sebagai model yang diuji secara langsung (Ajzen, 1991).

Secara empiris, besarnya nilai koefisien dan t hitung pada variabel persepsi harga menunjukkan bahwa faktor rasional memiliki pengaruh yang lebih dominan dibandingkan faktor emosional. Temuan ini menjadi signifikan karena objek penelitian merupakan produk yang bersifat viral dan diasosiasikan dengan tren media sosial. Konsumsi produk viral umumnya diasumsikan didorong oleh faktor emosional dan sosial. Namun demikian, hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan pembelian tetap didominasi oleh pertimbangan nilai. Hal ini mengindikasikan bahwa viralitas tidak secara otomatis menghilangkan rasionalitas konsumen. Harga premium tetap dapat diterima selama produk dipersepsikan memiliki kualitas atau nilai simbolik yang sepadan, yang sejalan dengan konsep price-quality signaling dalam literatur pemasaran (Rao & Monroe, 1989).

Selanjutnya, hasil pengujian menunjukkan bahwa FoMO berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pembelian. Temuan ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat kecemasan untuk tidak tertinggal dari pengalaman sosial, semakin besar kecenderungan individu untuk melakukan pembelian. FoMO merepresentasikan kondisi psikologis yang ditandai oleh dorongan untuk tetap terhubung dengan pengalaman yang dianggap bernilai oleh lingkungan sosial. Paparan media sosial yang intens memperkuat kondisi tersebut, karena aktivitas konsumsi orang lain terus ditampilkan dan dibandingkan secara berulang (Przybylski et al., 2013; Hodgkinson, 2019).

Apabila dikaitkan dengan Theory of Planned Behavior, FoMO dapat dijelaskan melalui norma subjektif, yaitu tekanan sosial yang dirasakan individu untuk mengikuti perilaku yang dianggap umum dalam lingkungan sosialnya (Ajzen, 1991). Ketika suatu produk memperoleh popularitas tinggi, norma sosial implisit terbentuk dan mendorong individu untuk melakukan konsumsi serupa. Dalam kondisi tersebut, FoMO berfungsi sebagai representasi tekanan sosial yang memengaruhi perilaku pembelian. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa FoMO berpengaruh positif terhadap keputusan pembelian, khususnya dalam konteks konsumsi berbasis media sosial (Wahida et al., 2024; Syamer & Setyawati, 2024).

Namun demikian, FoMO tidak sepenuhnya identik dengan norma subjektif. Norma subjektif berfokus pada persepsi terhadap harapan sosial, sedangkan FoMO mencakup dimensi intrapsikis berupa kecemasan dan kebutuhan akan keterhubungan sosial. Dengan demikian, FoMO tidak hanya merepresentasikan tekanan normatif, tetapi juga mengandung aspek afektif yang lebih kompleks. Oleh karena itu, penggunaan *Theory of Planned Behavior* dalam menjelaskan FoMO memiliki keterbatasan, sehingga interpretasi yang lebih komprehensif memerlukan integrasi dengan perspektif psikologis terkait kebutuhan akan keterhubungan sosial (Przybylski et al., 2013).

Meskipun FoMO terbukti signifikan, kekuatan pengaruhnya lebih rendah dibandingkan persepsi harga. Temuan ini menunjukkan bahwa konsumsi produk viral tidak sepenuhnya didorong oleh tekanan sosial atau faktor emosional. FoMO cenderung berperan sebagai pemicu tambahan yang mempercepat keputusan, namun bukan sebagai determinan utama. Keputusan pembelian tetap ditentukan oleh evaluasi nilai yang dilakukan oleh konsumen. Dengan demikian, perilaku konsumsi dalam fenomena viral menunjukkan adanya rasionalitas terbatas, di mana faktor emosional dan sosial berinteraksi dengan pertimbangan kognitif dalam membentuk keputusan pembelian (Zeithaml, 1988; Przybylski et al., 2013).

Secara keseluruhan, keputusan pembelian produk Coklat Dubai dibentuk oleh kombinasi faktor rasional dan psikologis, dengan dominasi tetap berada pada faktor rasional. Viralitas dan tekanan sosial mampu meningkatkan ketertarikan dan keinginan, namun pembelian aktual tetap bergantung pada penilaian terhadap nilai produk. Temuan ini menegaskan bahwa konsumsi berbasis tren tidak sepenuhnya bersifat impulsif, melainkan tetap dimediasi oleh evaluasi nilai. Dengan demikian, perilaku konsumen dalam fenomena viral dapat dipahami sebagai hasil interaksi antara evaluasi rasional dan dorongan sosial-emosional yang terjadi secara simultan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Pengaruh persepsi harga terhadap keputusan pembelian produk Coklat Dubai telah terbukti positif dan signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa evaluasi konsumen terhadap kewajaran dan kesesuaian harga dengan nilai yang diperoleh menjadi determinan utama dalam keputusan pembelian. Semakin tinggi persepsi bahwa harga mencerminkan nilai yang sepadan, maka semakin besar kecenderungan pembelian yang dilakukan.

Selain itu, pengaruh *fear of missing out* (FoMO) terhadap keputusan pembelian juga terbukti positif dan signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa dorongan psikologis yang muncul akibat keinginan untuk tidak tertinggal dari tren sosial turut memengaruhi perilaku konsumsi. Namun demikian, jika dibandingkan secara relatif, pengaruh FoMO cenderung lebih lemah dibandingkan persepsi harga, sehingga keputusan pembelian lebih dominan dibentuk oleh pertimbangan rasional dibandingkan tekanan sosial.

Secara keseluruhan, keputusan pembelian pada produk yang bersifat viral tidak sepenuhnya didorong oleh faktor emosional, melainkan tetap melibatkan evaluasi nilai yang dilakukan oleh konsumen. Temuan ini menunjukkan bahwa perilaku konsumsi dalam fenomena viral tetap berada dalam kerangka rasionalitas terbatas, di mana faktor psikologis berperan sebagai penguat, bukan sebagai penentu utama.

Pengembangan penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas model dengan memasukkan variabel lain yang relevan, seperti kualitas produk, citra merek, promosi, serta faktor sosial yang lebih spesifik, sehingga kemampuan model dalam menjelaskan keputusan pembelian dapat ditingkatkan secara komprehensif. Selain itu, penggunaan variabel mediasi seperti *purchase intention* perlu dipertimbangkan guna memperkuat keterkaitan antara model empiris dengan kerangka teori, khususnya Theory of Planned Behavior, sehingga alur pengaruh antar variabel menjadi lebih terstruktur. Dari sisi metodologis, penyusunan instrumen penelitian perlu dilakukan secara lebih cermat dengan memastikan setiap indikator tidak mengandung unsur kausalitas serta mampu merepresentasikan konstruk secara konsisten. Di samping itu, penggunaan teknik pengambilan sampel berbasis probabilitas disarankan untuk meningkatkan tingkat generalisasi temuan, mengingat karakteristik responden dalam penelitian ini masih relatif homogen.

DAFTAR PUSTAKA

- Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179–211. [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(91\)90020-T](https://doi.org/10.1016/0749-5978(91)90020-T)
- Azhary, C. A., Brabo, A., & Heni, I. (2023). Pengaruh fear of missing out (FoMO), brand image, dan promosi sosial media terhadap keputusan pembelian. *Jurnal Manajemen*, 1(2), 1155–1161.
- Clarita, N. (2023). Pengaruh persepsi harga, citra merek, dan lokasi terhadap keputusan pembelian di CFC Grande Karawaci. *AKSIOMA: Jurnal Manajemen*, 2(1), 37–53. <https://doi.org/10.30822/aksioma.v2i1.2081>

- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 23*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hodkinson, C. (2019). Fear of missing out (FoMO) marketing appeals: A conceptual model. *Journal of Marketing Communications*, 25(1), 65–88. <https://doi.org/10.1080/13527266.2016.1234504>
- Khaira, N., Saputra, F., & Syarief, F. (2022). Pengaruh persepsi harga dan kualitas pelayanan terhadap keputusan pembelian di kafe Sudut Halaman. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen Bisnis*, 2(3), 24–30. <https://doi.org/10.56127/jaman.v2i3.350>
- Maslim, A. S. W., & Andayani, S. (2023). Penerapan metode *Theory of Planned Behavior* untuk tingkat kepercayaan pelanggan terhadap minat belanja online. *JuSiTik: Jurnal Sistem dan Teknologi Informasi Komunikasi*, 7(1), 7–14. <https://doi.org/10.32524/jusitik.v7i1.1038>
- Mendur, M. E. M., Tawas, H. N., & Arie, F. V. (2021). Pengaruh persepsi harga, kualitas produk dan atmosfer toko terhadap keputusan pembelian pada Toko Immanuel Sonder. *Jurnal EMBA*, 9(3), 1079–1088. <https://ejournal.unsrat.ac.id/index.php/emba/article/view/35296>
- Monroe, K. B. (2003). *Pricing: Making profitable decisions* (3rd ed.). McGraw-Hill.
- Ningtyas, Y. P., & Fauzi, R. U. A. (2023). Pengaruh promosi, motivasi hedonis, FoMO, dan desain produk terhadap keputusan pembelian pada pengguna Shopee di Kota Madiun. *SIMBA*, 5, 1–12.
- Paludi, S., & Juwita, R. (2021). Pengaruh persepsi harga, lokasi dan kualitas produk terhadap keputusan pembelian. *Equilibrium: Jurnal Penelitian Pendidikan dan Ekonomi*, 18(1), 41–53. <https://doi.org/10.25134/equi.v18i1.3498>
- Przybylski, A. K., Murayama, K., DeHaan, C. R., & Gladwell, V. (2013). Motivational, emotional, and behavioral correlates of fear of missing out. *Computers in Human Behavior*, 29(4), 1841–1848. <https://doi.org/10.1016/j.chb.2013.02.014>
- Rao, A. R., & Monroe, K. B. (1989). The effect of price, brand name, and store name on buyers' perceptions of product quality. *Journal of Marketing Research*, 26(3), 351–357. <https://doi.org/10.1177/002224378902600309>
- Sulistiyawati, B. S., Istiqomah, F. N., Mustofa, H., Diski, K. M., Melati, N. V. S., & Rahadhini, M. D. (2023). Pengaruh persepsi harga dan brand image terhadap keputusan pembelian. *Jambura: Jurnal Ilmiah Manajemen dan Bisnis*, 6(2), 770–778.
- Syamer, D. M., & Setyawati, I. (2024). Pengaruh FoMO, persepsi harga dan promosi media sosial terhadap kepuasan konsumen melalui keputusan pembelian. *Edunomika*, 8(3), 1–9.
- Wahida, N., Burhanuddin, Haeruddin, M. I. W., Musa, M. I., & Aslam, A. P. (2024). Pengaruh fear of missing out dan brand trust terhadap keputusan pembelian produk The Originote. *EBISMAN*, 2(1), 30–43.
- Zeithaml, V. A. (1988). Consumer perceptions of price, quality, and value. *Journal of Marketing*, 52(3), 2–22. <https://doi.org/10.1177/002224298805200302>

**PENGARUH AKTIVITAS SOSIAL MEDIA *MARKETING* TERHADAP
NIAT BELI: PERAN MEDIASI KESADARAN MEREK DI KALANGAN
KONSUMEN INDONESIA**

Mohamat Basori¹

(24220010@pertiwi.ac.id)

Arif Nugroho²

(arif.nugroho@pertiwi.ac.id)

Arif Hidayat³

(arif.hidayat@pertiwi.ac.id)

^{1,2,3} Magister Management, Faculty of Business and Technology, Pertiwi University, Indonesia

Abstract

Purpose: This study aims to examine the effects of *social media marketing activities*, namely entertainment, personalization, and trendiness, on *purchase intention*, with *brand awareness* positioned as a mediating variable within the Indonesian market context.

Design Methodology Approach: A quantitative research design was employed using a survey method. Data were collected from respondents in Indonesia who actively engage with social media and have prior experience in online purchasing. Measurement items were assessed using a Likert scale. The proposed model was analyzed using Covariance Based Structural Equation Modeling with LISREL to evaluate both measurement and structural models.

Findings: The findings indicate that entertainment exerts a significant positive effect on *purchase intention*, whereas personalization and trendiness do not demonstrate direct effects. However, all dimensions of *social media marketing activities* significantly enhance *brand awareness*. Furthermore, *brand awareness* is found to fully mediate the relationship between trendiness and *purchase intention*, while no mediating effect is observed for entertainment and personalization.

Practical Implications: The results suggest that marketing strategies should prioritize the development of engaging and trend oriented content to strengthen *brand awareness*, which subsequently drives *purchase intention*. The absence of a direct effect of personalization indicates a potential misalignment between current personalization practices and consumer expectations, thereby requiring a more context sensitive and culturally adaptive approach.

Originality Value: This study contributes to the literature by providing empirical evidence on the mediating role of *brand awareness* in the relationship between *social media marketing activities* and

Page 58 of 72

© [Mohamat Basori]. Published in Jurnal Keuangan dan Bisnis (JKB). Published by LPPM, Universitas Katolik Musi Charitas. This article is published under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 (CC BY-NC 4.0) licence. Anyone may reproduce, distribute, translate, and create derivative works of this article, subject to full attribution to the original publication and authors. The full terms of this licence may be seen at <http://creativecommons.org/licences/by/4.0/legalcode>

brand awareness in an emerging market setting. The use of a covariance based structural modeling approach strengthens the robustness of model validation and extends methodological rigor in this research stream.

Keywords: *Brand awareness*; Entertainment; Personalization; *Purchase intention*; *Social media marketing*; Trendiness

PENDAHULUAN

Perkembangan media sosial di Indonesia menunjukkan dinamika yang semakin intensif dan telah mengubah secara signifikan pola interaksi antara konsumen dan merek. Jumlah pengguna internet yang mencapai lebih dari dua ratus juta orang mencerminkan tingginya penetrasi digital, yang diikuti oleh dominasi platform seperti *Instagram*, *TikTok*, dan *Facebook* dalam aktivitas sehari-hari masyarakat (We Are Social, 2025). Transformasi ini tidak hanya memperluas akses informasi, tetapi juga menggeser fungsi media sosial menjadi kanal pemasaran yang strategis, di mana proses pencarian informasi, evaluasi produk, hingga keputusan pembelian *increasingly mediated* oleh konten digital (Kemp Simon, 2023).

Fenomena tersebut diperkuat oleh integrasi fitur perdagangan dalam platform media sosial, seperti *TikTok Shop* dan *Instagram Shopping*, yang memungkinkan terjadinya konvergensi antara hiburan, interaksi sosial, dan aktivitas transaksi dalam satu ekosistem digital (Afkar & Yusmaneli, 2023). Implikasi dari perubahan ini adalah meningkatnya kompleksitas perilaku konsumen, di mana keputusan pembelian tidak lagi semata-mata dipengaruhi oleh faktor rasional, tetapi juga oleh stimulus emosional dan pengalaman digital yang dihasilkan melalui aktivitas *social media marketing*.

Meskipun demikian, peningkatan intensitas penggunaan media sosial tidak secara otomatis menghasilkan efektivitas pemasaran yang optimal. Paparan konten yang tinggi berpotensi menimbulkan kejenuhan kognitif, sehingga tidak semua bentuk aktivitas pemasaran mampu menciptakan respons perilaku yang diharapkan. Oleh karena itu, perhatian perlu diarahkan pada dimensi spesifik dari *social media marketing activities*, khususnya hiburan, personalisasi, dan kekinian, yang diasumsikan memiliki kemampuan berbeda dalam membentuk persepsi dan respons konsumen (Kim & Ko, 2012; Yang et al., 2022).

Literatur sebelumnya menunjukkan bahwa hubungan antara *social media marketing activities* dan *brand awareness* masih menghasilkan temuan yang tidak konsisten. Sejumlah penelitian mengindikasikan adanya pengaruh langsung yang signifikan (Majeed et al., 2021), sementara studi lain menunjukkan bahwa pengaruh tersebut lebih bersifat tidak langsung dan dimediasi oleh variabel kognitif seperti *brand awareness* (Lima et al., 2024). Ketidakkonsistenan ini mengindikasikan bahwa mekanisme hubungan antara stimulus pemasaran dan respons konsumen belum sepenuhnya terjelaskan secara komprehensif.

Selain itu, dominasi penelitian terdahulu yang dilakukan di luar konteks Indonesia menimbulkan keterbatasan dalam generalisasi temuan. Karakteristik konsumen Indonesia yang ditandai oleh tingkat interaksi sosial yang tinggi, kecenderungan kolektivitas, serta adopsi teknologi yang cepat berpotensi menghasilkan pola respons yang berbeda dibandingkan dengan pasar lain (Alalwan et al., 2017). Oleh karena itu, pengujian empiris dalam konteks

Indonesia menjadi penting untuk memberikan pemahaman yang lebih kontekstual terhadap efektivitas aktivitas pemasaran digital.

Brand awareness diposisikan sebagai mekanisme kognitif yang berperan dalam menjembatani hubungan antara stimulus pemasaran dan respons perilaku konsumen. Berdasarkan *Brand Equity Theory*, kesadaran merek merupakan tahap awal dalam pembentukan ekuitas merek yang memengaruhi proses evaluasi dan keputusan pembelian (Keller, 1993). Eksposur yang berulang melalui media sosial memungkinkan terbentuknya pengenalan dan penguatan merek dalam memori konsumen, yang selanjutnya meningkatkan probabilitas suatu merek untuk dipertimbangkan dalam proses pembelian (Shafiq et al., 2024). Namun demikian, peran mediasi *brand awareness* masih menunjukkan hasil yang beragam dalam literatur empiris, sehingga memerlukan pengujian lebih lanjut.

Dari perspektif kognitif, *Bartlett's schema theory* menjelaskan bahwa informasi baru akan diproses dan diintegrasikan ke dalam struktur pengetahuan yang telah ada sebelumnya (Iran-Nejad & Winsler, 2000). Dalam lingkungan media sosial, konten yang menghibur, relevan secara personal, dan selaras dengan tren memiliki potensi lebih besar untuk membentuk dan memperkuat skema kognitif konsumen terhadap suatu merek. Namun demikian, belum terdapat konsensus empiris mengenai dimensi mana yang paling efektif dalam membangun kesadaran merek dan mendorong niat beli, khususnya pada pasar berkembang.

Berdasarkan uraian tersebut, terdapat dua celah penelitian utama yang dapat diidentifikasi. Pertama, masih terbatasnya pemahaman mengenai peran diferensial dari dimensi *social media marketing activities* dalam memengaruhi *purchase intention*, baik secara langsung maupun tidak langsung. Kedua, belum jelasnya peran *brand awareness* sebagai mediator dalam menjelaskan hubungan tersebut dalam konteks konsumen Indonesia.

Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh hiburan, personalisasi, dan kekinian sebagai dimensi *social media marketing activities* terhadap *purchase intention*, dengan mempertimbangkan peran mediasi *brand awareness*. Kontribusi penelitian ini diharapkan tidak hanya memperkaya literatur pemasaran digital melalui pengujian model yang lebih integratif, tetapi juga memberikan implikasi praktis bagi perancangan strategi pemasaran yang lebih efektif dan kontekstual di Indonesia.

TINJAUAN PUSTAKA

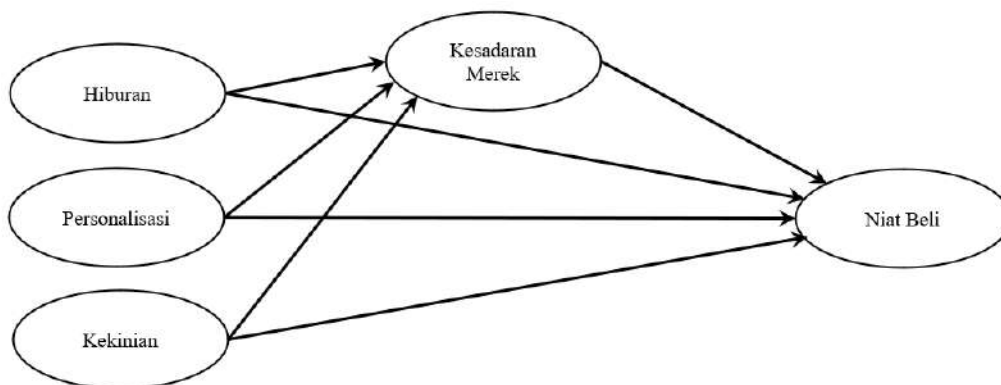
Penelitian ini dibangun atas integrasi dua perspektif teoretis utama, yaitu *Bartlett's schema theory* dan *Brand Equity Theory*. *Bartlett's schema theory* menjelaskan bahwa individu memproses informasi baru dengan mengaitkannya pada struktur kognitif yang telah terbentuk sebelumnya, sehingga informasi yang relevan, menarik, dan emosional memiliki probabilitas lebih tinggi untuk disimpan dalam memori jangka panjang (Iran-Nejad & Winsler, 2000). Dalam lingkungan media sosial yang sarat informasi, hanya stimulus yang mampu menarik perhatian dan sesuai dengan skema kognitif yang akan diproses secara mendalam dan diingat oleh konsumen.

Di sisi lain, *Brand Equity Theory* menempatkan kesadaran merek sebagai fondasi awal dalam pembentukan nilai merek yang memengaruhi keputusan pembelian (Keller, 1993).

Kesadaran merek memungkinkan suatu merek dikenali dan diingat, sehingga meningkatkan kemungkinan masuk ke dalam *consideration set* konsumen. Dengan demikian, keberhasilan aktivitas pemasaran tidak hanya ditentukan oleh eksposur, tetapi juga oleh kemampuan menciptakan kesadaran merek yang kuat. Aktivitas social media marketing dipahami sebagai serangkaian tindakan yang dilakukan oleh merek untuk berinteraksi dengan konsumen melalui platform digital (Kim & Ko, 2012). Aktivitas ini mencerminkan bagaimana merek menyampaikan stimulus yang dirancang untuk menarik perhatian, membangun hubungan, dan memengaruhi persepsi konsumen. Dalam penelitian ini, aktivitas tersebut difokuskan pada tiga dimensi utama, yaitu hiburan, personalisasi, dan kekinian .

Dimensi hiburan berkaitan dengan kemampuan konten dalam memberikan pengalaman emosional yang menyenangkan serta menciptakan keterlibatan yang lebih tinggi. Konten yang menghibur cenderung lebih mudah menarik perhatian dan meningkatkan interaksi, sehingga berpotensi membentuk sikap positif terhadap merek (Bushara et al., 2023). Dimensi personalisasi mencerminkan kemampuan merek dalam menyajikan konten yang sesuai dengan preferensi individu. Secara teoretis, personalisasi meningkatkan relevansi informasi dan kedekatan psikologis antara konsumen dan merek (Yang et al., 2022). Namun demikian, efektivitas personalisasi tidak selalu konsisten karena bergantung pada persepsi konsumen terhadap relevansi dan privasi.

Dimensi kekinian menunjukkan kemampuan merek dalam mengikuti atau menciptakan tren yang relevan dengan audiens. Konten yang kekinian memiliki visibilitas yang lebih tinggi karena lebih sering dibagikan dan dibicarakan, sehingga meningkatkan eksposur merek di media sosial (Yang et al., 2022). Kesadaran merek merujuk pada kemampuan konsumen untuk mengenali dan mengingat suatu merek dalam kategori tertentu (Keller, 1993). Dalam lingkungan digital, kesadaran merek sangat dipengaruhi oleh frekuensi dan kualitas eksposur yang diterima konsumen melalui media sosial (Shafiq et al., 2024) . Kesadaran merek berfungsi sebagai mekanisme kognitif yang menghubungkan stimulus pemasaran dengan respons perilaku. Niat beli didefinisikan sebagai kecenderungan subjektif konsumen untuk melakukan pembelian terhadap suatu produk atau layanan (Majeed et al., 2021). Dalam konteks media sosial, niat beli tidak hanya dipengaruhi oleh informasi rasional, tetapi juga oleh pengalaman emosional dan persepsi yang terbentuk melalui interaksi digital (Lima et al., 2024).



Gambar 1. Kerangka Penelitian

Hiburan dalam aktivitas *social media marketing* dipahami sebagai stimulus afektif yang mampu menciptakan pengalaman emosional positif, seperti kesenangan, relaksasi, dan keterlibatan psikologis. Berdasarkan *Bartlett's schema theory*, stimulus yang bersifat emosional lebih mudah diproses dan diintegrasikan ke dalam memori jangka panjang, sehingga meningkatkan kemungkinan terbentuknya asosiasi positif terhadap merek (Iran-Nejad & Winsler, 2000). Dalam lingkungan media sosial yang kompetitif, konten yang menghibur memiliki peluang lebih besar untuk menarik perhatian dan meningkatkan interaksi, yang pada akhirnya memperluas eksposur merek dan memperkuat pengenalan dalam memori konsumen. Secara empiris, konten hiburan terbukti mampu meningkatkan sikap terhadap merek dan mendorong perilaku impulsif yang berujung pada niat beli (Bushara et al., 2023). Dengan demikian, hiburan tidak hanya berfungsi sebagai pemicu respons emosional, tetapi juga sebagai mekanisme yang memperkuat kesadaran merek melalui peningkatan eksposur dan keterlibatan.

H1: Hiburan berpengaruh positif terhadap niat beli.

H4: Hiburan berpengaruh positif terhadap kesadaran merek.

Personalisasi mencerminkan kemampuan merek dalam menyajikan konten yang sesuai dengan preferensi, kebutuhan, dan karakteristik individu konsumen. Dari perspektif kognitif, personalisasi meningkatkan relevansi informasi, sehingga mendorong pemrosesan yang lebih dalam dan memperkuat pembentukan memori terhadap merek (Yang et al., 2022). Dalam kerangka *Brand Equity Theory*, peningkatan relevansi ini berkontribusi pada penguatan kesadaran merek, karena konsumen lebih mudah mengenali dan mengingat merek yang dianggap dekat dengan kebutuhan pribadi. Namun demikian, literatur menunjukkan bahwa personalisasi tidak selalu menghasilkan efek positif secara langsung terhadap niat beli. Ketika personalisasi dipersepsikan sebagai tidak akurat atau terlalu invasif, efek yang dihasilkan justru dapat melemahkan respons konsumen (Muharram & Abdurrahman, 2024). Oleh karena itu, personalisasi lebih mungkin beroperasi melalui jalur kognitif dengan meningkatkan kesadaran merek terlebih dahulu sebelum memengaruhi niat beli.

H2: Personalisasi berpengaruh positif terhadap niat beli.

H5: Personalisasi berpengaruh positif terhadap kesadaran merek.

Kekinian atau *trendiness* merefleksikan kemampuan merek dalam mengikuti atau menciptakan tren yang relevan dengan audiens. Konten yang kekinian cenderung memiliki tingkat visibilitas yang tinggi karena lebih sering dibagikan dan menjadi bagian dari percakapan sosial. Berdasarkan *Bartlett's schema theory*, informasi yang selaras dengan konteks sosial terkini memiliki probabilitas lebih tinggi untuk diproses dan diingat karena dianggap relevan dengan lingkungan konsumen. Hal ini menyebabkan kekinian berperan penting dalam meningkatkan kesadaran merek melalui peningkatan frekuensi eksposur dan *top-of-mind awareness* (Supartiwi et al., 2022). Namun demikian, peningkatan visibilitas tidak selalu diikuti oleh peningkatan niat beli secara langsung. Sejumlah studi menunjukkan bahwa kekinian lebih berfungsi sebagai pemicu perhatian awal, yang kemudian harus diperkuat

melalui mekanisme kognitif seperti kesadaran merek agar dapat memengaruhi keputusan pembelian (Lin et al., 2024).

H3: Kekinian berpengaruh positif terhadap niat beli.

H6: Kekinian berpengaruh positif terhadap kesadaran merek.

Kesadaran merek merupakan mekanisme kognitif yang memainkan peran sentral dalam menjembatani stimulus pemasaran dan respons perilaku. Dalam kerangka *Brand Equity Theory*, kesadaran merek dipandang sebagai tahap awal yang menentukan apakah suatu merek akan dipertimbangkan dalam proses pengambilan keputusan (Keller, 1993). Merek yang lebih dikenal memiliki probabilitas lebih tinggi untuk dipilih karena lebih mudah diakses dalam memori konsumen. Dalam lingkungan media sosial, eksposur yang berulang dan relevan memungkinkan terbentuknya pengenalan yang lebih kuat terhadap merek, yang kemudian meningkatkan niat beli (Shafiq et al., 2024). Dengan demikian, kesadaran merek tidak hanya berperan sebagai hasil dari aktivitas pemasaran, tetapi juga sebagai determinan utama dalam membentuk perilaku pembelian.

H7: Kesadaran merek berpengaruh positif terhadap niat beli.

Hubungan antara aktivitas *social media marketing* dan niat beli tidak selalu bersifat langsung, melainkan seringkali dimediasi oleh proses kognitif. Dalam hal ini, kesadaran merek berperan sebagai mekanisme yang mengubah stimulus pemasaran menjadi respons perilaku. Hiburan, meskipun memiliki pengaruh langsung melalui jalur afektif, juga dapat meningkatkan kesadaran merek melalui peningkatan perhatian dan keterlibatan. Namun, karena kekuatan jalur afektif tersebut, peran mediasi kesadaran merek pada hubungan ini diperkirakan tidak dominan (Majeed et al., 2021). Sebaliknya, personalisasi dan kekinian lebih bergantung pada proses kognitif dalam memengaruhi niat beli. Personalisasi meningkatkan relevansi dan kedekatan, sementara kekinian meningkatkan visibilitas dan eksposur, yang keduanya berkontribusi pada pembentukan kesadaran merek sebelum memengaruhi keputusan pembelian. Dengan demikian, kesadaran merek diperkirakan memainkan peran mediasi yang lebih kuat pada hubungan antara kekinian dan niat beli dibandingkan dengan dimensi lainnya.

H8: Kesadaran merek memediasi pengaruh positif hiburan terhadap niat beli.

H9: Kesadaran merek memediasi pengaruh positif personalisasi terhadap niat beli.

H10: Kesadaran merek memediasi pengaruh positif kekinian terhadap niat beli.

METODE PENELITIAN

Pendekatan kuantitatif digunakan dengan desain survei eksplanatori untuk menguji hubungan kausal antar variabel serta memverifikasi hipotesis yang telah dirumuskan. Desain ini dipilih karena memungkinkan pengujian model teoritis secara empiris melalui pengukuran terstruktur terhadap persepsi responden. Populasi penelitian didefinisikan sebagai konsumen di Indonesia yang aktif menggunakan media sosial dan memiliki pengalaman melakukan pembelian daring. Mengingat populasi tidak dapat diidentifikasi secara pasti, pendekatan penentuan ukuran sampel dilakukan berdasarkan rekomendasi analisis *structural equation*

modeling, yang mensyaratkan jumlah sampel yang memadai untuk estimasi parameter yang stabil. Ukuran sampel yang terkumpul sebanyak 471 responden dinilai telah memenuhi kriteria kecukupan untuk analisis berbasis *Covariance-Based Structural Equation Modeling* (Hair et al., 2019).

Teknik pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* dengan kriteria responden yang aktif menggunakan media sosial dan pernah melakukan transaksi pembelian secara daring. Data dikumpulkan melalui kuesioner daring yang disebarakan selama periode Desember dua ribu dua puluh lima. Instrumen penelitian menggunakan skala Likert enam poin yang dirancang tanpa kategori netral untuk meminimalkan kecenderungan *central tendency bias* dan mendorong respon yang lebih tegas (Preston & Colman, 2000).

Operasionalisasi variabel dilakukan dengan mengadaptasi instrumen dari penelitian terdahulu yang telah teruji validitas dan reliabilitasnya. Variabel aktivitas social media marketing diukur melalui empat belas indikator yang mencakup dimensi hiburan, personalisasi, dan kekinian, yang diadaptasi dari Yang et al. dan Bushara et al. Variabel kesadaran merek diukur menggunakan lima indikator yang mengacu pada pengukuran yang dikembangkan oleh Yang et al. Sementara itu, variabel niat beli diukur melalui lima indikator yang diadaptasi dari Majeed et al. serta Lima et al.

Analisis data dilakukan menggunakan pendekatan *Covariance-Based Structural Equation Modeling* dengan bantuan perangkat lunak LISREL 10.2. Pendekatan ini dipilih karena sesuai untuk penelitian konfirmatori yang bertujuan menguji kesesuaian model teoritis dengan data empiris, serta mampu menganalisis hubungan langsung dan tidak langsung secara simultan. Prosedur analisis meliputi pengujian model pengukuran melalui uji validitas konvergen dan diskriminan, pengujian reliabilitas konstruk, evaluasi *goodness-of-fit* model, serta analisis jalur untuk menguji hubungan struktural antar variabel.

HASIL PENELITIAN

Bagian ini menyajikan hasil analisis data yang diperoleh dari responden penelitian melalui pengolahan statistik menggunakan pendekatan *Covariance-Based Structural Equation Modeling*. Penyajian dilakukan secara bertahap, dimulai dari deskripsi karakteristik responden, dilanjutkan dengan evaluasi model pengukuran untuk memastikan validitas dan reliabilitas instrumen, kemudian pengujian kesesuaian model, serta analisis hubungan struktural antar variabel sesuai dengan hipotesis yang telah dirumuskan. Seluruh hasil disajikan secara objektif dan sistematis sebagai dasar empiris untuk penarikan kesimpulan pada bagian selanjutnya.

Karakteristik responden menunjukkan distribusi yang cukup beragam dan relevan dengan konteks penelitian. Proporsi responden perempuan sedikit lebih tinggi dibandingkan laki-laki. Kelompok usia didominasi oleh kategori dewasa muda, dengan tingkat pendidikan mayoritas pada jenjang sarjana. Dari sisi pekerjaan, responden didominasi oleh karyawan, khususnya pada sektor BUMN atau BUMD, dengan tingkat penghasilan pada kategori menengah. Perilaku penggunaan media sosial menunjukkan frekuensi akses yang tinggi, di mana sebagian besar responden mengakses media sosial beberapa kali dalam sehari. Aktivitas belanja daring juga relatif aktif dengan nilai transaksi pada kategori rendah hingga menengah.

Tabel 1. Profil Responden (Ringkasan)

Karakteristik	Kategori Dominan	Persentase
Jenis Kelamin	Perempuan	52.65%
Usia	21–28 tahun	31.63%
Pendidikan	Sarjana	56.90%
Pekerjaan	Karyawan BUMN/BUMD	55.41%
Penghasilan	5–7,5 juta	30.57%
Akses Media Sosial	5–10 kali per hari	43.10%
Belanja Online	100–250 ribu per bulan	38.22%

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2025)

Data menunjukkan bahwa responden didominasi oleh kelompok usia dewasa muda dengan tingkat pendidikan sarjana dan pekerjaan sebagai karyawan. Intensitas penggunaan media sosial tergolong tinggi, dengan frekuensi akses harian yang cukup sering. Selain itu, aktivitas belanja daring berada pada kategori rutin dengan nilai transaksi relatif moderat. Temuan ini mengindikasikan bahwa responden memiliki tingkat keterpaparan dan pengalaman digital yang memadai untuk mendukung analisis hubungan antar variabel.

Tabel 2. Ringkasan Validitas dan Reliabilitas Konstruk

Variabel	Rentang Loading	Composite Reliability	AVE
Hiburan	0.745 – 0.851	0.894	0.628
Personalisasi	0.807 – 0.871	0.929	0.724
Kekinian	0.832 – 0.849	0.906	0.706
Kesadaran Merek	0.763 – 0.854	0.899	0.640
Niat Beli	0.761 – 0.876	0.903	0.651

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2025)

Pengujian model pengukuran dilakukan untuk memastikan bahwa indikator yang digunakan mampu merepresentasikan konstruk penelitian secara valid dan reliabel. Seluruh indikator menunjukkan nilai loading factor yang berada di atas batas minimum yang direkomendasikan, sehingga memenuhi kriteria validitas konvergen. Nilai Average Variance Extracted untuk setiap konstruk juga berada pada tingkat yang memadai, yang menunjukkan kemampuan konstruk dalam menjelaskan varians indikatornya. Selain itu, nilai composite reliability yang tinggi mengindikasikan konsistensi internal yang baik. Dengan demikian, seluruh konstruk dinyatakan layak untuk digunakan dalam analisis lebih lanjut.

Tabel 3. Goodness of Fit Model

Indeks	Nilai	Kriteria	Evaluasi
Chi-square per df	2.976	≤ 3	Baik
RMSEA	0.065	≤ 0.08	Baik
CFI	0.985	≥ 0.90	Sangat Baik
GFI	0.890	≥ 0.90	Diterima
NFI	0.961	≥ 0.90	Baik
SRMR	0.038	≤ 0.05	Baik

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2025)

Pengujian kesesuaian model dilakukan untuk menilai sejauh mana model teoritis yang diajukan mampu merepresentasikan data empiris secara keseluruhan. Nilai indeks kesesuaian menunjukkan bahwa model memiliki tingkat kecocokan yang baik. Rasio chi-square terhadap derajat kebebasan berada dalam batas yang dapat diterima, sedangkan nilai RMSEA, CFI, dan NFI menunjukkan tingkat kesesuaian yang tinggi. Meskipun nilai GFI sedikit berada di bawah batas ideal, nilai tersebut masih dapat diterima dalam model yang kompleks. Secara keseluruhan, model dinyatakan memiliki kecocokan yang memadai dengan data.

Tabel 4. Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Hubungan	Koefisien	Signifikansi	Keputusan
H1	Hiburan terhadap Niat Beli	0.364	Signifikan	Diterima
H2	Personalisasi terhadap Niat Beli	Negatif	Tidak signifikan	Ditolak
H3	Kekinian terhadap Niat Beli	Mendekati nol	Tidak signifikan	Ditolak
H4	Hiburan terhadap Kesadaran Merek	Rendah	Tidak signifikan	Ditolak
H5	Personalisasi terhadap Kesadaran Merek	Rendah	Tidak signifikan	Ditolak
H6	Kekinian terhadap Kesadaran Merek	0.428	Signifikan	Diterima
H7	Kesadaran Merek terhadap Niat Beli	0.571	Signifikan	Diterima
H8	Hiburan melalui Kesadaran Merek terhadap Niat Beli	Rendah	Tidak signifikan	Ditolak
H9	Personalisasi melalui Kesadaran Merek terhadap Niat Beli	Rendah	Tidak signifikan	Ditolak
H10	Kekinian melalui Kesadaran Merek terhadap Niat Beli	0.244	Signifikan	Diterima

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2025)

Pengujian hipotesis dilakukan untuk mengidentifikasi hubungan langsung dan tidak langsung antar variabel sesuai dengan model penelitian yang telah dirumuskan. Hasil analisis menunjukkan bahwa tidak seluruh hubungan yang diuji memiliki signifikansi statistik. Hiburan terbukti memberikan pengaruh positif yang signifikan terhadap niat beli. Sebaliknya, personalisasi dan kekinian tidak menunjukkan pengaruh langsung yang signifikan terhadap niat beli. Pada hubungan menuju kesadaran merek, hanya kekinian yang menunjukkan pengaruh signifikan, sementara hiburan dan personalisasi tidak memberikan pengaruh yang berarti. Selanjutnya, kesadaran merek terbukti memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap niat beli. Dalam pengujian efek tidak langsung, hanya hubungan antara kekinian dan niat beli yang dimediasi secara signifikan oleh kesadaran merek. Sementara itu, mediasi pada hubungan hiburan dan personalisasi terhadap niat beli tidak terbukti signifikan.

Tabel 5. Nilai Koefisien Determinasi

Variabel Dependen	Nilai R Square	Interpretasi
Niat Beli	0.601	Kuat
Kesadaran Merek	0.633	Kuat

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2025)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur kemampuan model dalam menjelaskan variasi pada variabel dependen. Nilai koefisien determinasi menunjukkan bahwa model memiliki kemampuan prediktif yang cukup kuat. Variabel niat beli dapat dijelaskan secara substansial oleh variabel independen dalam model. Demikian pula, kesadaran merek menunjukkan tingkat penjelasan varians yang tinggi, yang mengindikasikan bahwa model memiliki daya jelaskan yang baik terhadap konstruk yang diteliti.

PEMBAHASAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak seluruh dimensi *social media marketing activities* memiliki pengaruh langsung terhadap niat beli. Penolakan hipotesis terkait personalisasi dan kekinian mengindikasikan bahwa relevansi konten dan keberadaan tren tidak secara otomatis diterjemahkan menjadi keputusan pembelian. Temuan ini menunjukkan adanya keterbatasan asumsi linearitas dalam hubungan antara aktivitas pemasaran digital dan respons perilaku konsumen.

Secara empiris, hasil ini tidak sepenuhnya sejalan dengan temuan Yang et al. (2022) yang menekankan peran positif personalisasi dan kekinian terhadap niat beli. Namun demikian, hasil penelitian ini konsisten dengan Lima et al. (2024) yang menunjukkan bahwa dalam pasar berkembang, konsumen cenderung lebih mempertimbangkan faktor fungsional dan kepercayaan dibandingkan dengan aspek personalisasi atau tren. Personalisasi yang tidak sesuai dengan preferensi aktual konsumen berpotensi dipersepsikan sebagai intrusi, sehingga tidak menghasilkan respons perilaku yang diharapkan.

Sebaliknya, hiburan terbukti memiliki pengaruh langsung yang signifikan terhadap niat beli. Temuan ini menguatkan perspektif *uses and gratifications*, yang menjelaskan bahwa konsumsi media sosial tidak hanya didorong oleh kebutuhan informasi, tetapi juga oleh kebutuhan akan kesenangan dan pelarian psikologis (Haridakis & Humphries, 2019). Dalam hal ini, konten yang menghibur mampu memicu respons afektif yang secara langsung memengaruhi kecenderungan pembelian tanpa melalui proses evaluasi kognitif yang kompleks.

Pada jalur yang mengarah pada kesadaran merek, hanya dimensi kekinian yang menunjukkan pengaruh signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa konten yang selaras dengan tren memiliki kemampuan lebih tinggi dalam menarik perhatian dan memperkuat pengenalan merek. Dari perspektif *Bartlett's schema theory*, informasi yang relevan dengan konteks sosial terkini lebih mudah diintegrasikan ke dalam struktur kognitif konsumen, sehingga meningkatkan kemungkinan diingat dalam memori jangka panjang. Sebaliknya, hiburan dan personalisasi tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap kesadaran merek, yang mengindikasikan bahwa kedua dimensi tersebut cenderung menghasilkan efek yang bersifat sementara dan kurang berkontribusi terhadap pembentukan memori merek yang stabil.

Temuan utama penelitian ini terletak pada peran mediasi kesadaran merek. Hasil menunjukkan bahwa kesadaran merek secara signifikan memediasi hubungan antara kekinian dan niat beli, namun tidak memediasi hubungan pada dimensi hiburan dan personalisasi. Hal ini menunjukkan bahwa kekinian beroperasi melalui jalur kognitif, di mana peningkatan visibilitas dan eksposur menghasilkan kesadaran merek yang kemudian memengaruhi keputusan pembelian. Sebaliknya, hiburan cenderung bekerja melalui jalur afektif yang langsung memengaruhi niat beli tanpa melalui mekanisme kesadaran merek. Personalisasi, di sisi lain, tidak menunjukkan efektivitas baik melalui jalur langsung maupun tidak langsung, yang mengindikasikan adanya ketidaksesuaian antara strategi personalisasi dan persepsi konsumen.

Secara keseluruhan, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa hubungan antara aktivitas pemasaran media sosial dan niat beli tidak bersifat homogen, melainkan bergantung pada mekanisme psikologis yang mendasarinya. Temuan ini sebagian mendukung dan sebagian menantang literatur sebelumnya. Majeed et al. (2021) menyatakan bahwa seluruh dimensi *social media marketing activities* berpengaruh langsung terhadap niat beli, namun hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh tersebut tidak bersifat universal dan dipengaruhi oleh konteks pasar. Sebaliknya, temuan terkait peran mediasi kesadaran merek sejalan dengan Shafiq et al. (2024), yang menekankan pentingnya faktor kognitif dalam menjembatani stimulus pemasaran dan respons perilaku.

Kontribusi teoretis penelitian ini dapat dirumuskan dalam tiga aspek utama. Pertama, penelitian ini memperkuat integrasi *Bartlett's schema theory* dan *Brand Equity Theory* dalam menjelaskan mekanisme pemasaran digital, khususnya dalam membedakan jalur afektif dan kognitif. Kedua, penelitian ini menunjukkan bahwa tidak seluruh dimensi *social media marketing activities* memiliki pengaruh langsung terhadap niat beli, sehingga menantang asumsi linearitas yang dominan dalam literatur. Ketiga, penelitian ini memberikan bukti

empiris bahwa dalam konteks Indonesia, kekinian lebih berperan dalam membangun kesadaran merek, sementara hiburan lebih efektif dalam mendorong niat beli secara langsung.

KESIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh aktivitas *social media marketing* terhadap niat beli tidak bersifat seragam, melainkan bergantung pada dimensi aktivitas dan mekanisme psikologis yang mendasarinya. Dimensi hiburan terbukti memberikan pengaruh langsung yang signifikan terhadap niat beli, yang mengindikasikan dominasi jalur afektif dalam mendorong respons perilaku konsumen. Sebaliknya, dimensi personalisasi dan kekinian tidak menunjukkan pengaruh langsung terhadap niat beli, yang menegaskan bahwa relevansi konten dan keberadaan tren tidak secara otomatis diterjemahkan menjadi keputusan pembelian.

Pada jalur kognitif, dimensi kekinian terbukti berpengaruh signifikan terhadap kesadaran merek, yang menunjukkan bahwa konten yang selaras dengan tren memiliki kemampuan lebih tinggi dalam meningkatkan visibilitas dan pengenalan merek. Selain itu, kesadaran merek terbukti berperan sebagai determinan utama dalam membentuk niat beli, sekaligus sebagai mediator yang signifikan pada hubungan antara kekinian dan niat beli. Temuan ini mengindikasikan bahwa proses pembentukan niat beli dapat terjadi melalui dua mekanisme yang berbeda, yaitu jalur afektif yang bersifat langsung dan jalur kognitif yang dimediasi oleh kesadaran merek.

Secara praktis, implikasi penelitian ini menegaskan pentingnya diferensiasi strategi konten dalam pemasaran media sosial. Konten yang bersifat menghibur perlu dioptimalkan untuk mendorong respons pembelian secara langsung melalui keterlibatan emosional. Sementara itu, pemanfaatan tren perlu diarahkan untuk meningkatkan kesadaran merek sebagai prasyarat terbentuknya niat beli. Di sisi lain, penerapan personalisasi perlu dilakukan secara lebih selektif dan berbasis pada preferensi aktual konsumen, mengingat potensi persepsi intrusif apabila tidak sesuai dengan kebutuhan. Selain itu, strategi konten tidak hanya perlu mempertimbangkan aspek viralitas, tetapi juga kemampuan dalam membangun pengenalan merek yang berkelanjutan dalam memori konsumen.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan. Penggunaan teknik pengambilan sampel non-probabilitas membatasi tingkat generalisasi temuan terhadap populasi yang lebih luas. Selain itu, model penelitian hanya mengakomodasi sebagian dimensi *social media marketing*, sehingga belum sepenuhnya merepresentasikan kompleksitas aktivitas pemasaran digital. Desain penelitian yang bersifat potong lintang juga membatasi kemampuan dalam menangkap dinamika perubahan persepsi dan perilaku konsumen dari waktu ke waktu.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, penelitian selanjutnya disarankan untuk mengembangkan model yang lebih komprehensif dengan memasukkan variabel tambahan, seperti keterlibatan produk, kepercayaan merek, atau faktor budaya sebagai variabel moderasi. Penggunaan pendekatan longitudinal juga diperlukan untuk memahami perubahan perilaku konsumen secara dinamis. Selain itu, pendekatan kualitatif dapat digunakan untuk menggali lebih dalam mekanisme psikologis yang mendasari ketidakefektifan personalisasi, sehingga

memberikan pemahaman yang lebih kontekstual terhadap perilaku konsumen di pasar berkembang.

DAFTAR PUSTAKA

- Afkar, M. A., & Yusmaneli. (2023). Model Bisnis *TikTok Shop* dan Implikasinya terhadap Ekonomi Digital di Indonesia. *Journal of Law and Economics*, 2(1), 41–51. <https://doi.org/10.56347/jle.v2i1.180>
- Al Badar, S., & Endri Listiani. (2023). Strategi Pengelolaan *Social media marketing* dalam Meningkatkan *Brand awareness*. *Bandung Conference Series: Communication Management*, 3(1). <https://doi.org/10.29313/bcscm.v3i1.5989>
- Alalwan, A. A., Rana, N. P., Dwivedi, Y. K., & Algharabat, R. (2017). Social media in marketing: A review and analysis of the existing literature. In *Telematics and Informatics* (Vol. 34, Issue 7, pp. 1177–1190). Elsevier Ltd. <https://doi.org/10.1016/j.tele.2017.05.008>
- Amalia, A. Z., & Kurniawati. (2023). Pengaruh Positif *Social media marketing Activities* Terhadap *Rebrand awareness* Melalui *Brand awareness* Dan *Brand Image*. *Jurnal Ekonomi Trisakti*, 3(1), 427–438. <https://doi.org/10.25105/jet.v3i1.15602>
- Azzari, V., & Pelissari, A. (2020). Does *brand awareness* influences *purchase intention*? The mediation role of brand equity dimensions. *Brazilian Business Review*, 17(6), 669–685. <https://doi.org/10.15728/BBR.2020.17.6.4>
- Bushara, M. A., Abdou, A. H., Hassan, T. H., Sobaih, A. E. E., Albohnayh, A. S. M., Alshammari, W. G., Aldoreeb, M., Elsaed, A. A., & Elsaied, M. A. (2023). Power of *Social media marketing*: How Perceived Value Mediates the Impact on Restaurant Followers' *Purchase intention*, Willingness to Pay a Premium Price, and E-WoM? *Sustainability (Switzerland)*, 15(6). <https://doi.org/10.3390/su15065331>
- Cheung, M. L., Pires, G., & Rosenberger, P. J. (2020). The influence of perceived *social media marketing* elements on consumer–brand engagement and brand knowledge. *Asia Pacific Journal of Marketing and Logistics*, 32(3), 695–720. <https://doi.org/10.1108/APJML-04-2019-0262>
- Dhewi, T. S., Prasasti, A., Kurnianto, M. ., & Rachmadana, S. L. (2021). How *social media marketing activities* affect consumer equity: A study in culinary brand with brand equity as a mediating factor. *International Journal of Business Ecosystem & Strategy*, 3(4), 13–19. <https://doi.org/10.36096/ijbes.v3i4.245>
- Du, H. S., Xu, J., Tang, H., & Jiang, R. (2022). *Rebrand awareness* in Online Knowledge Service: The *Brand awareness* Perspective. *Journal of Computer Information Systems*, 62(1), 174–185. <https://doi.org/10.1080/08874417.2020.1759159>
- Ellitan, L. (2022). The Role of *Social media marketing*, *Brand awareness* and E-WoM to Increase Purchase Decision. *EKOMA : Jurnal Ekonomi*, 2(1).
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis Eighth Edition*. www.cengage.com/highered

- Haridakis, P., & Humphries, Z. (2019). Uses and gratifications. In *An Integrated Approach to Communication Theory and Research, Third Edition*.
<https://doi.org/10.4324/9780203710753-13>
- Iran-Nejad, A., & Winsler, A. (2000). Bartlett's schema theory and modern accounts of learning and remembering. In *Journal of Mind and Behavior* (Vol. 21, Issues 1–2).
- Kakar, R. A., Shahzad, S., & Khoso, L. (2024). The Impact Of *Social media marketing* Dimensions: Interaction, Entertainment, Customization, Trendiness, And Word Of Mouth On *Brand awareness* With The Mediating Role Of Brand Image And Brand Trust For *Smartphone* Users In Quetta City. *International Journal of Contemporary Issues in Social Sciences*, 2, 2023. <https://ijciss.org/>
- Keller, K. L. (1993). *Conceptualizing, Measuring, and Managing Customer-Based Brand Equity*.
- Kemp Simon. (2023). *Digital 2023: Indonesia — DataReportal – Global Digital Insights*.
<https://datareportal.com/reports/digital-2023-indonesia>
- Kim, A. J., & Ko, E. (2012). Do *social media marketing activities* enhance customer equity? An empirical study of luxury fashion brand. *Journal of Business Research*, 65(10), 1480–1486. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2011.10.014>
- Lima, A., Cruz, M., & Pacheco, J. (2024). The impact of *social media marketing* efforts on buying intentions within the brewing sector. *Management and Marketing*, 19(4), 618–643. <https://doi.org/10.2478/mmcks-2024-0028>
- Lin, X., Al Mamun, A., Masukujjaman, M., & Yang, Q. (2024). Unveiling the effect of *social media marketing activities* on logistics brand equity and reuse intention. *Humanities and Social Sciences Communications*, 11(1). <https://doi.org/10.1057/s41599-024-04022-0>
- Majeed, M., Owusu-Ansah, M., & Ashmond, A. A. (2021). The influence of social media on *purchase intention*: The mediating role of brand equity. *Cogent Business and Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1944008>
- Muhammad Nasyith Muharram, & Agus Abdurrahman. (2024). Pengaruh Aktivitas Pemasaran Media Sosial terhadap Niat Pembelian pada Mahasiswa : Peran Brand Equity dan Social Brand Engagement, study kasus produk Kahf. *Lokawati : Jurnal Penelitian Manajemen Dan Inovasi Riset*, 3(1), 102–123.
<https://doi.org/10.61132/lokawati.v3i1.1457>
- Muhammad Ridwan, & Jatmiko Jatmiko. (2024). Pengaruh *Social media marketing Activities*, Brand Experience, Brand Reputation and Brand Equity Terhadap *Brand awareness* Produk Uniqlo JABODETABEK. *Lokawati : Jurnal Penelitian Manajemen Dan Inovasi Riset*, 2(3), 63–77. <https://doi.org/10.61132/lokawati.v2i3.863>
- Peng, L., Adeel, I., Ayub, A., & Rasool, Z. (2024). Investigating the Roles of Word of Mouth and Brand Image Between *Social media marketing Activities* and Brand Equity. *SAGE Open*, 14(1). <https://doi.org/10.1177/21582440231220113>
- Preston, C. C., & Colman, A. M. (2000). *Optimal number of response categories in rating scales: reliability, validity, discriminating power, and respondent preferences*.
www.elsevier.com/locate/actpsy

- Shafiq, M. A., Khan, M. S., Mehmood, S., & Ur Rehman, Z. (2024). Exploring the Connection between *Social media marketing Activities* and Purchase Decisions, Focusing on Electronic Word of Mouth and *Brand awareness*. *International Journal of Experiential Learning & Case Studies*, 9(2), 217–248. <https://doi.org/10.22555/ijelcs.v9i2.1132>
- Supartiwi, H. A., Ariyanti, M., & Trianasari, N. (2022). The effect of *social media marketing* with digital platform as the communication media of *brand awareness* on SME products. In *Sustainable Future: Trends, Strategies and Development* (pp. 93–96). Routledge. <https://doi.org/10.1201/9781003335832-24>
- We Are Social. (2025, February 5). *Digital 2025: The Essential Guide to the Global State of Digital*. <https://wearesocial.com/id/blog/2025/02/digital-2025-the-essential-guide-to-the-global-state-of-digital/>
- Yang, Q., Hayat, N., Mamun, A. Al, Makhbul, Z. K. M., & Zainol, N. R. (2022). Sustainable customer retention through *social media marketing activities* using hybrid SEM-neural network approach. *PLoS ONE*, 17(3 March). <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0264899>

THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE ON FINANCIAL DISTRESS WITH FINANCIAL RATIO AS CONTROL VARIABLE

Natalis Christian¹

(natalis.christian@uib.ac.id)

Cindy Valentina²

(2242042.cindy@uib.edu)

^{1,2} Faculty of Business and Management, Universitas Internasional Batam, Indonesia

Abstract

Purpose - This research aims to examine the effect corporate governance mechanisms, encompassing board independence, CEO tenure, ownership concentration, board size, board diversity, and audit committee size influence corporate financial distress, while incorporating financial ratio control mechanisms that encompass leverage, profitability, and liquidity metrics in companies with the availability of corporate governance data and financial ratios for five years (2019-2023).

Design/Methodology/Approach - This study applies a quantitative paradigm in its implementation. The total population that is the object of the study reaches 938 corporate entities, while the sample resulting in 153 companies as the unit of analysis, determination is carried out through a purposive sampling technique.

Findings - Panel data regression methodology serves as the analytical approach employed in this study, utilizing EViews software as the computational instrument for data processing and statistical estimation. This investigation seeks to address research gaps identified in prior scholarly work examining the corporate governance-financial distress relationship by integrating financial metrics, specifically leverage, liquidity, and profitability indicators as control mechanisms within the analytical framework. Furthermore, this study integrates a comprehensive spectrum of corporate governance dimensions, including board independence, CEO tenure, ownership concentration, board size, board diversity, and audit committee size.

Practical Implications - This research has implications for company management, not only to establish a structural corporate governance framework but also to ensure that decision-making and oversight functions are carried out effectively.

Originality/Value - This study integrates a comprehensive spectrum of corporate governance dimensions, including board size, CEO tenure, board independence, ownership concentration, board diversity, and audit committee size.

Keywords: Corporate Governance, Financial Distress, and Financial Ratio

Page 73 of 87

© [Natalis Christian]. Published in Jurnal Keuangan dan Bisnis (JKB). Published by LPPM, Universitas Katolik Musi Charitas. This article is published under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 (CC BY-NC 4.0) licence. Anyone may reproduce, distribute, translate, and create derivative works of this article, subject to full attribution to the original publication and authors. The full terms of this licence may be seen at <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode>

INTRODUCTION

Corporate governance is a concept that regulates the relationships between various parties within a company that play a role of the company in determining the direction, control, and performance (Abbas & Frihatni, 2023). In Indonesia, attention to corporate governance has intensified since the Asian financial crisis, which led to the establishment of the National Committee for Governance Policy (KNKG) in 1999 as an effort to improve the company's perceived weakness (Tasman & Ulfanora, 2024). However, various international reports indicate that serious challenges in Indonesia the implementation of corporate governance still faces, characterized by weak policy reforms and the low quality of corporate oversight mechanisms (Wardani et al., 2023).

Financial distress can be identified in which a business entity faces a significant decline in its financial capacity. Primary manifestation of which is the failure to fulfill various contractual obligations previously agreed upon with creditors and other stakeholders (Edi & Eilyn, 2023). It is important to understand that the implications of such a situation are not limited to short-term disruptions to a company's operational processes, but also have the potential to trigger ongoing threats in the form of bankruptcy or liquidation if the situation is not immediately mitigated through the implementation of appropriate and comprehensive financial management strategies (Kebede et al., 2024). Financial distress is often triggered by weak corporate governance, inappropriate financial decisions, and suboptimal managerial oversight (Yuliani & Rahmatiasari, 2021). Corporate governance should ensure that company managers act appropriately and selflessly and protect all stakeholders (Krisyadi & Kelly, 2021). The impact of this situation raises significant concerns for various parties, including investors, creditors, regulators, and the government (Lau, 2021).

Corporate governance mechanisms, including CEO tenure, board independence, ownership concentration, board size, board diversity, and audit committee size, play in maintaining a crucial role a balance of interests between principals and agents (Krisyadi & Anastasya, 2023). An independent board serves as a supervisor of management policies to guarantee they align with the company's interests (Mettana et al., 2021). CEO tenure reflects managerial experience, which can influence the quality of a company's strategic decision- (Saputri, 2021). Ownership concentration indicates a company's control structure, which can strengthen or weaken oversight mechanisms (Amalia & Matusin, 2016). Board size and board diversity are related to decision-making monitoring effectiveness and supervisory quality are influenced by governance structures, whereas audit committee size serves as a critical determinant in sustaining internal control systems and financial reporting integrity (Sinaga, 2023). When these governance mechanisms operate suboptimally, they may elevate the probability of encountering financial distress conditions (Farooque, 2021).

Beyond corporate governance considerations, the financial health of an organization constitutes another essential element in forecasting financial distress scenarios. Financial ratio assessment, encompassing leverage, profitability, and liquidity indicators functions as an evaluative tool for determining an enterprise's capability to fulfill immediate and extended

financial obligations while maintaining steady and viable profit generation (Sati & Prasetyo, 2019). Earlier scholarly substantially affect investigations demonstrate that leverage, profitability, and liquidity metrics the possibility of experiencing financial distress (Yoganata, 2023).

Considering the situation described, this research was designed with the objective of investigating the impact of corporate governance mechanisms on financial distress by incorporating financial ratios as control variables into the analytical framework. This research contributes to the gaps addressing in previous analysis by simultaneously examining all elements of corporate governance and comprehensively considering a company's financial condition. By utilizing empirical data from entities listed on the Indonesia Stock Exchange from 2019 to 2023, this study is projected to yield more comprehensive insights into the contribution of corporate governance and financial performance in preventing financial distress. Furthermore, these findings are also expected to provide significant theoretical contributions to the development of corporate governance and corporate finance literature.

LITERATURE REVIEW

Corporate governance can be interpreted and understood as an integrated series of various managerial processes as well as organizational structures that are systematically functioned and operationalized with the aim of orienting the company's strategic direction as well as regulating and controlling all operational and tactical aspects of the business entity (Kuswandi & Indriyani, 2020). The fundamental objective of implementing corporate governance is to maximize and increase the value received by shareholders in a sustainable long-term perspective, but at the same time, it must also ensure that the interests of other stakeholders (stakeholders) who have relationships with the company are not ignored or set aside in the strategic decision-making process (Bui & Krajcsák, 2024).

The most fundamental and primary conceptual foundation or basis in an effort to understand the importance dan significance of corporate governance implementation in the context of modern organizations is agency theory, or what is known as agency theory. Agency theory essentially describes and explains the existence of a contractual working relationship between the party granting authority which in the corporate context is the investor or shareholder with capital ownership, and the party receiving the authority or mandate to run the company (agent), in this case the managers or executive management (Jamal & Enre, 2023). Both parties are bound by an agreement or cooperation contract that regulates the rights and obligations of each party. In the previously described contractual relationship configuration, managers or executive management are delegated authority and broad powers to carry out management, regulation, and operational and strategic decision-making activities related to the company. All of these activities are carried out on behalf of and for the benefit of the capital owners or shareholders who have granted them the mandate.

However, agency theory also assumes to maximize their own interests that each individual acts (Manzaneque et al., 2016). Shareholders, as principals, are generally oriented towards increasing financial returns and investment value, while managers, as agents, tend to

pursue personal satisfaction in the form of financial compensation and other benefits inherent in the working relationship. These differing interests have the potential to give rise to agency conflicts and information asymmetry, particularly when oversight mechanisms are ineffective. If the working relationship between principal and agent is not managed effectively, the company's goals will be difficult to achieve, financial distress will increase, and the risk of declining financial performance.

Financial distress risk may escalate when corporate governance practices are inadequately executed. As articulated (Kebede et al., 2024), financial distress denotes an organizational fiscal state undergoing deterioration or transitioning into a crisis stage, marked by the organization's incapacity to honor diverse financial obligations within stipulated timeframes. This conceptual framework spans a wide continuum, extending from deteriorating fiscal outcomes and operational breakdowns through insolvency and obligation non-performance (Rahim et al., 2023). Predictive assessment of financial distress can be accomplished via financial ratio examination, exemplified by the Altman Z-Score methodology, which evaluates insolvency probability through the integration of designated financial metrics (Christian & Purba, 2023).

Multiple corporate governance instruments are theorized to shape the probability of encountering financial distress. Board independence, representing the ratio of independent commissioners within the board composition, is regarded as having the potential to enhance managerial monitoring efficacy and reduce agency-related (Manzaneque et al., 2016). Multiple investigations have revealed that board independence exerts an inverse relationship with financial distress (Wiranti & Andreas, 2024), though certain empirical evidence suggests the absence of a statistically meaningful impact (Deviacita & Achmad, 2015).

H1: Board independence has a significant negative effect on financial distress.

Another relevant aspect is CEO tenure, which represents the duration of a CEO's leadership. This construct is associated with accumulated competence and experience in formulating strategic decisions. CEOs with longer tenures generally demonstrate a superior understanding of the dynamics of the organization's internal conditions and the company's external landscape. This longitudinal experience facilitates more informed and contextually relevant decision-making, thus enabling more effective financial risk management and reducing the likelihood of financial distress (Mahardini, 2023). However, excessively long tenures also have the potential to weaken the oversight function and negatively impact financial performance (Hazzaa et al., 2024).

H2: CEO tenure has a significant negative effect on financial distress.

Ownership concentration also serves as a crucial mechanism in corporate governance structures. Concentrated share ownership among a few dominant shareholders has the potential to intensify the monitoring function of management performance and mitigate agency conflicts arising from the separation of control and ownership. This ownership concentration creates a stronger incentive for majority shareholders to actively supervise managerial decisions (Medioli et al., 2022). However, Sarker and Hossain, (2023) majority shareholder dominance

also has the potential to encourage abuse of power, which can harm the company and increase the risk of financial distress.

H3: Ownership concentration has a significant negative effect on financial distress.

Furthermore, board size, which reflects the number of board members within a company, influences the effectiveness of decision-making. An excessively large board can potentially reduce the effectiveness of coordination and oversight, thereby increasing the likelihood of financial distress (Listari & Karina, 2021). Several studies support the positive effect of board size on financial distress (Abbas & Frihatni, 2023; Darryl & Yusbardini, 2023) although there are contradictory findings (Manzaneque et al., 2016).

H4: Board size has a significant positive effect on financial distress.

Furthermore, board diversity is increasingly viewed as a crucial element of modern corporate governance. Diverse board member characteristics are believed to enrich perspectives in decision-making and improve a company's responsiveness to changes in the business environment (Sarhan et al., 2019). Diverse boards tend to be more adaptive in facing financial challenges, potentially reducing the likelihood of financial (Khan & Abdul Subhan, 2019). Empirical findings show that companies with higher levels of board diversity have a lower risk of financial distress (Khan & Abdul Subhan, 2019; Rosadi & Dillak, 2023; Prihatiningtias & Adiwicaksana, 2024).

H5: Board diversity has a significant negative effect on financial distress.

Another significant mechanism dimension is the existence of an audit committee, which serves as a supporting mechanism for the board of commissioners in safeguarding shareholder interests by accelerating the quality of financial reporting (Christian & Haryono, 2021). Although several empirical studies indicate a moderate correlation between audit committee dimensions and company performance (Fariha et al., 2022) (Salloum et al., 2015), other empirical evidence demonstrates that audit committees with a larger membership composition have the capability to reduce exposure to financial distress risk, mediated by the presence of members with adequate expertise and competence (Alqatamin, 2018).

H6: Audit committee size has a significant negative effect on financial distress.

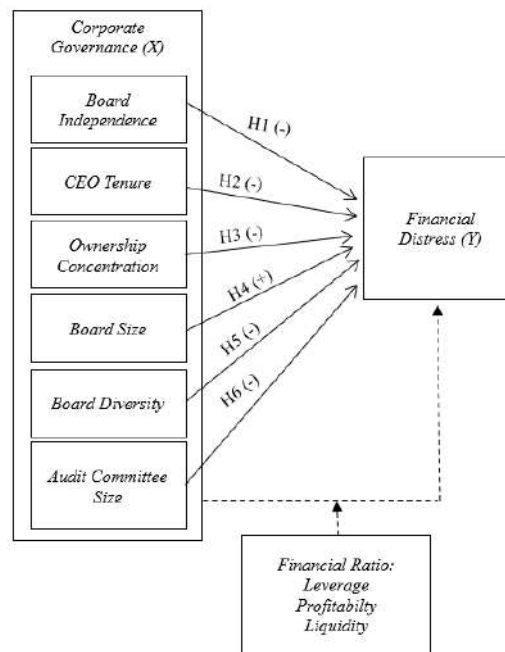


Figure 1. Conceptual Framework

RESEARCH METHODS

This study adopts and implements the causality research paradigm as an epistemological framework used to understand the causal relationship between variables, where the paradigm is operationalized through a quantitative approach that emphasizes the use of numerical data and statistical analysis. The method of data collection or technique implemented is the documentary method, where researchers utilize and extract information from secondary data that is already available in the form of annual financial reports of companies that have been published and can be accessed by the public. The analysis process of the collected research data begins with the descriptive statistical analysis stage, where the purpose of this stage is to provide a comprehensive picture or description of the characteristics and profiles of the research data through the calculation of various statistical measures including the average value (mean) as a measure of central tendency, the minimum value as the lower limit of the data, and the maximum value as the upper limit of the data. Following the descriptive stage, the research hypothesis testing process was carried out using multiple linear regression analysis techniques based on a panel data structure. The entire model estimation and data processing process utilized EViews statistical software as the primary computational (Sugiyono, 2022).

The target population focused on in this empirical study totaling 938 companies operating across various industrial sectors. Encompasses all business entities officially listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). The selection process for determining the research sample was operationalized using purposive sampling, also known as judgment sampling. This is a non-probabilistic sampling technique or procedure where observation units are deliberately selected based on a set of specific criteria that are highly relevant to the predetermined research objectives and needs (Surahman et al., 2019). The sample criteria included the availability of

corporate governance data and financial ratios for the 2019–2023 period, the completeness of corporate governance information, and the consistency of audited financial statements. Based on the selection process and outlier testing, a final sample of 153 companies was obtained, which was analyzed using a panel method to examine trends and relationships between variables over the five years of observation.

RESULTS

Descriptive statistical analysis was conducted to provide an overview of the dataset. The results, computed using EViews software, are presented in this section in a structured manner. The analysis begins with descriptive statistics, followed by classical assumption tests to ensure the adequacy of the regression model. Subsequently, model selection procedures are applied to determine the most appropriate estimation approach, and regression results are reported to examine the relationships among the variables. All findings are presented objectively as the basis for further interpretation in the discussion section.

Table 1. Descriptive Analysis Results

Variable	Mean	Min	Max
Financial Distress	1.746	-1.43	7.49
Board Independence	0.804	-	-
CEO Tenure	9.097	-	-
Ownership Concentration	52.64	-	-
Board Size	5	-	-
Board Diversity	0.147	-	-
Audit Committee Size	3	-	-

Source: Processed Result (2025)

The descriptive statistics presented in Table 1 provide an overview of the characteristics of the variables included in the study. The mean value of Financial Distress is 1.746, indicating that, on average, firms are positioned in a moderate financial condition rather than in extreme states of financial health or distress. The observed range, from -1.43 to 7.49, reflects substantial variation in financial conditions across firms.

Board Independence shows a relatively high mean value of 0.804, suggesting that a large proportion of board members are independent. CEO Tenure averages 9.097 years, indicating relatively stable leadership within firms. Ownership Concentration, with a mean value of 52.64, reflects a considerable level of share ownership concentration among dominant shareholders. Board Size and Audit Committee Size, with average values of 5 and 3 members respectively, represent common governance structures across firms. In contrast, Board Diversity remains relatively low, as indicated by a mean value of 0.147, suggesting limited heterogeneity in board composition. Overall, these results indicate variability in both financial conditions and corporate governance structures, which provides a relevant basis for further analysis of the relationships among the variables.

Table 2. Classical Assumption Tests

Test	Indicator	Result
Normality	Prob > 0.05	Normal
Multicollinearity	Correlation < 0.8	No issue
Heteroskedasticity	Prob > 0.05	No issue
Autocorrelation	DW \approx 1.9	No issue

Source: Processed Result (2025)

The results of the classical assumption tests presented in Table 2 indicate that the regression model satisfies the required statistical assumptions. The normality test shows that the probability value exceeds the significance level, suggesting that the residuals are normally distributed. The multicollinearity test reveals that all correlation values among the independent variables are below the acceptable threshold, indicating the absence of strong linear relationships between variables.

Furthermore, the heteroskedasticity test confirms that the variance of the residuals is constant, as all probability values are above the significance level. The autocorrelation test, as indicated by the Durbin–Watson value of approximately 1.9, suggests that there is no autocorrelation in the model. Overall, these results imply that the regression model is statistically adequate and suitable for further analysis.

Table 3. Model Selection

Category	Indicator	Value	Interpretation
Model Selection	Chow Test (Prob)	0.000	Fixed Effect preferred
Model Selection	Hausman Test (Prob)	0.000	Fixed Effect selected
Model Fit	F-statistic	17.671	Model is significant
Model Fit	Prob (F)	0.000	Statistically significant
Model Fit	Adjusted R ²	0.783	Strong explanatory power

Source: Processed Result (2025)

The results presented in Table 3 indicate that the appropriate panel data model for this study is the fixed effect model. The Chow test yields a probability value of 0.000, which is below the significance level, indicating that the fixed effect model is preferred over the pooled model. This result is further supported by the Hausman test, which also shows a probability value of 0.000, confirming that the fixed effect model is more suitable than the random effect model. In terms of model fit, the F-statistic value of 17.671 with a probability of 0.000 indicates that the independent variables jointly have a statistically significant effect on the dependent variable. Additionally, the adjusted R-squared value of 0.783 suggests that the model is able to explain a substantial proportion of the variation in financial distress. Overall, these results indicate that the selected model is both appropriate and statistically robust for further analysis.

Table 4. Regression Results (Summary)

Variable	Coefficient	Result
Board Independence	-1.516	Significant
CEO Tenure	-0.019	Significant
Ownership Concentration	-0.049	Not Significant
Board Size	0.470	Significant
Board Diversity	-0.436	Not Significant
Audit Committee Size	-0.340	Significant

Source: Processed Result (2025)

The regression results presented in Table 4 indicate that several corporate governance variables have statistically significant effects on financial distress. Board Independence shows a negative and significant coefficient, suggesting that a higher proportion of independent board members is associated with lower levels of financial distress. Similarly, CEO Tenure exhibits a negative and significant relationship, indicating that longer executive experience contributes to improved financial stability.

In contrast, Board Size displays a positive and significant coefficient, implying that larger boards are associated with higher levels of financial distress, which may reflect reduced coordination or monitoring efficiency. Audit Committee Size also shows a negative and significant effect, indicating that stronger oversight mechanisms are associated with a reduction in financial distress. Meanwhile, Ownership Concentration and Board Diversity do not demonstrate statistically significant effects, suggesting that their influence on financial distress is not supported within this model. Overall, the findings highlight the importance of specific governance mechanisms in explaining variations in financial distress among firms.

DISCUSSION

The empirical findings reveal that corporate governance mechanisms do not uniformly influence financial distress, indicating that their effectiveness depends on specific structural and contextual conditions. The results provide important insights into how governance attributes shape financial stability through both monitoring effectiveness and decision-making dynamics.

Board independence is found to have a significant negative effect on financial distress, suggesting that a higher proportion of independent directors strengthens oversight and reduces the likelihood of financial difficulties. This finding supports the perspective of agency theory, which emphasizes the role of independent boards in mitigating conflicts of interest between management and shareholders (Jensen & Meckling, 1976). Independent directors are more likely to provide objective evaluations and constrain opportunistic managerial behavior, thereby improving financial discipline. This result is consistent with prior empirical studies demonstrating that stronger board independence contributes to lower financial distress risk (Permana & Serly, 2021; Prasetya & Carolina, 2023).

CEO tenure also exhibits a significant negative relationship with financial distress. Longer tenure is associated with accumulated managerial experience and firm-specific knowledge, which enhance strategic decision-making and financial risk management. From the perspective of upper echelons theory, executive characteristics, including tenure, shape organizational outcomes (Hambrick & Mason, 1984). Experienced CEOs are better equipped to anticipate risks and implement adaptive strategies, thereby reducing financial vulnerability. This finding aligns with previous research indicating that longer CEO tenure contributes to organizational stability and lower distress probability (Mahardini, 2023).

In contrast, ownership concentration does not demonstrate a significant effect on financial distress. This finding suggests that the presence of dominant shareholders does not necessarily guarantee effective monitoring. Although concentrated ownership is often associated with stronger control, it may also lead to entrenchment, where controlling shareholders prioritize private benefits over firm performance (Shleifer & Vishny, 1997). The absence of a significant effect indicates that ownership structure alone is insufficient to influence financial outcomes without complementary governance mechanisms. Similar findings have been reported in prior studies showing that ownership concentration does not always reduce financial distress (Rosifah, 2023).

Board size is found to have a significant positive effect on financial distress, indicating that larger boards may reduce governance effectiveness. While larger boards are expected to provide diverse expertise, they may also suffer from coordination problems and slower decision-making processes (Lipton & Lorsch, 1992). Increased board size can lead to communication inefficiencies and weaker monitoring, which may negatively impact financial performance. This finding supports previous studies suggesting that excessively large boards may hinder effective governance and increase financial risk (Pratiwi & Venusita, 2020).

Board diversity does not show a significant effect on financial distress. This result suggests that diversity, particularly gender diversity, has not yet translated into measurable financial outcomes within the observed firms. One possible explanation is the relatively low level of diversity, which limits its influence on decision-making processes. From a theoretical perspective, diversity is expected to enhance cognitive perspectives and improve governance quality (Carter et al., 2003). However, its impact may depend on the extent to which diversity is meaningfully integrated into strategic decision-making. Similar findings have been reported in studies indicating that board diversity does not always have a direct impact on financial performance or distress (Nisa & Anshari, 2025).

Audit committee size demonstrates a significant negative effect on financial distress, highlighting the importance of effective oversight mechanisms. A larger audit committee enhances monitoring capacity, improves financial reporting quality, and reduces information asymmetry. From an agency perspective, the audit committee plays a critical role in minimizing opportunistic behavior and ensuring accountability (DeZoort et al., 2002). This finding supports prior research indicating that stronger audit committee structures contribute to reduced financial distress risk (Adityatama & Hermi, 2023).

Overall, the findings emphasize that governance effectiveness is not determined solely by structural attributes but also by how these mechanisms function in practice. Board independence, CEO tenure, and audit committee size emerge as critical factors in reducing financial distress, while ownership concentration and board diversity do not show direct effects. The positive relationship between board size and financial distress further suggests that governance complexity may undermine effectiveness if not properly managed.

These results contribute to the literature by highlighting the differentiated roles of governance mechanisms in emerging market contexts. The findings suggest that monitoring quality and managerial experience are more influential than ownership structure or diversity alone in shaping financial stability. This implies that corporate governance reforms should prioritize strengthening oversight functions and enhancing leadership quality to mitigate financial distress.

CONCLUSIONS AND RECOMMENDATIONS

The findings of this study demonstrate that corporate governance mechanisms do not exert a uniform influence on financial distress, but rather operate through differentiated roles depending on their functional effectiveness. Board independence, CEO tenure, and audit committee size are found to significantly reduce financial distress, indicating the importance of effective monitoring, leadership stability, and oversight quality in maintaining financial stability. In contrast, board size shows a positive relationship with financial distress, suggesting that larger governance structures may reduce coordination efficiency and weaken monitoring effectiveness. Meanwhile, ownership concentration and board diversity do not exhibit significant effects, indicating that structural presence alone is insufficient to influence financial outcomes without effective implementation.

These results contribute to the corporate governance literature by highlighting that governance effectiveness is contingent not merely on formal structures, but on how these mechanisms function in practice. The findings reinforce agency theory by demonstrating the importance of monitoring mechanisms in mitigating financial risk (Jensen & Meckling, 1976), while also supporting the perspective that managerial characteristics, such as CEO tenure, influence organizational outcomes (Hambrick & Mason, 1984). Furthermore, the results suggest that governance complexity, as reflected in larger board size, may introduce inefficiencies that counteract its intended benefits.

From a practical perspective, the study provides important implications for managers, investors, and regulators. Companies should prioritize strengthening governance quality by enhancing the effectiveness of independent boards and audit committees, rather than merely increasing the number of board members. Leadership continuity should also be considered as a strategic asset, given its role in reducing financial risk. For investors, the findings emphasize the need to evaluate firms comprehensively, not only based on governance structure but also on the effectiveness of its implementation, financial performance, and risk management practices.

Despite its contributions, this study has several limitations. The use of non-probability sampling may limit the generalizability of the findings. Additionally, the study focuses on selected governance variables and does not fully capture the complexity of corporate governance mechanisms. The cross-sectional nature of the data also restricts the ability to observe dynamic changes over time. Future research is encouraged to extend this model by incorporating additional variables such as managerial ownership, institutional ownership, or risk management practices. The use of longitudinal data may provide deeper insights into the dynamic relationship between governance and financial distress. Furthermore, qualitative approaches could be employed to explore how governance mechanisms operate in practice, particularly in emerging market contexts.

REFERENCES

- Abbas, A., & Frihatni, A. A. (2023). Gender Diversity And Firm Performances Suffering From Financial Distress: Evidence From Indonesia. *Journal Of Capital Markets Studies*, 7(1), 91–107. <https://doi.org/10.1108/Jcms-12-2022-0045>
- Adityatama, G. B., & Hermi. (2023). *Pengaruh Board Of Director, Audit Committee Size, Arus Kas Operasi, Dan Inventory Turnover Terhadap Financial Distress*. 3(2), 3331–3340.
- Alqatamin, R. M. (2018). Audit Committee Effectiveness And Company Performance: Evidence From Jordan. *Accounting And Finance Research*, 7(2), 48–60.
- Amalia, K., & Matusin, A. R. (2016). Analisis Pengaruh Ownership Concentration Dan Ownership Composition Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Perusahaan Non Financial Di Indonesia. *Seminar Nasional Cendekiawan*, 2(1), 1–13.
- Bui, H., & Krajcsák, Z. (2024). The Impacts Of Corporate Governance On Firms' Performance: From Theories And Approaches To Empirical Findings. *Journal Of Financial Regulation And Compliance*, 32(1), 18–46. <https://doi.org/10.1108/Jfrc-01-2023-0012>
- Christian, N., & Haryono, E. (2021). *Analisis Pengaruh Keefektifan Komite Audit Dan Struktur Modal Terhadap Kesulitan Keuangan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. 1(1).
- Christian, N., & Hermanto. (2021). *Analisis Pengaruh Karakteristik Dewan Yang Mempengaruhi Perusahaan Dalam Periode Kesulitan Keuangan Di Antara Perusahaan Non Finansial Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. 1(1), 1652–1665.
- Christian, N., & Purba, H. G. (2023). *Pengaruh Pelanggaran Perjanjian , Leverage , Dan Financial Distress Terhadap Audit Delay*. 4(1), 11–19. <https://doi.org/10.47065/Jtear.V4i1.757>
- Darryl, & Yusbardini. (2023). Corporate Governance Effect On Financial Distress In Indonesian Fmcg Companies. *Internasional Journal Of Social Science Humanity & Management Research*, 2(1), 84–89.
- Deviacita, A. W., & Achmad, T. (2015). Analisis Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Financial Distress. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 1(1), 1–14.
- Edi, E., & Eilyn, E. (2023). Predicting Financial Distress In Indonesia Property Sector

- Company. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, 5(9), 2023.
- Fariha, R., Hossain, M. M., & Ghosh, R. (2022). Board Characteristics, Audit Committee Attributes And Firm Performance: Empirical Evidence From Emerging Economy. *Asian Journal Of Accounting Research*, 7(1), 84–96. <https://doi.org/10.1108/Ajar-11-2020-0115>
- Farooque, O. Al. (2021). Agency-Linked Risk Management With Ownership And Board Sub-Committee Governance: Evidence From An Oecd Economy. *Journal Of Risk And Financial Management*, 14(10), 1–16. <https://doi.org/10.3390/Jrfm14100472>
- Hazzaa, O. T., Abdullah, D. F., & Sadaa, A. M. (2024). Influence Of Ceo Characteristics And Audit Committee On Financial Performance: Evidence From Iraq. *Journal Of Open Innovation: Technology, Market, And Complexity*, 10(2), 1–10.
- Jamal, J., & Enre, A. (2023). Konstruksi Agency Theory Untuk Meminimalisir Asymmetry Information Dalam Teori Keuangan Syariah Perspektif Tabligh. *Point: Jurnal Ekonomi Dan Manajemen*, 5(2), 163–171. <https://doi.org/10.46918/Point.V5i2.2092>
- Kebede, T. N., Tesfaye, G. D., & Erana, O. T. (2024). Determinants Of Financial Distress: Evidence From Insurance Companies In Ethiopia. *Journal Of Innovation And Entrepreneurship*, 13(1), 1–23. <https://doi.org/10.1186/S13731-024-00369-5>
- Khan, A. W., & Abdul Subhan, Q. (2019). Impact Of Board Diversity And Audit On Firm Performance. *Taylor & Francis: Cogent Business And Management*, 6(1), 1–16. <https://doi.org/10.1080/23311975.2019.1611719>
- Krisyadi, R., & Anastasya, A. (2023). Pengaruh Corporate Governance, Capital Sturcture, Dan Gender Diversity Terhadap Firm Performance. *Jurnal Maneksi*, 12(1), 29–42. <https://doi.org/10.31959/Jm.V12i1.1193>
- Krisyadi, R., & Kelly. (2021). Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Kesulitan Keuangan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2020. *Financial: Jurnal Akuntansi*, 7(2), 163–183.
- Kuswandi, N., & Indriyani, R. (2020). Analisis Penerapan Good Corporate Governance Pada Perusahaan Keluarga Pt. X. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 1(3), 1–5. <https://doi.org/10.31933/Jemsi.V1i3.106>
- Lau, E. A. (2021). Financial Distress Dan Faktor-Faktor Prediksinya. *Jurnal Exchall: Economic Challenge*, 3(2), 1–17. <https://doi.org/10.47685/Exchall.V3i2.202>
- Listari, D. A., & Karina, R. (2021). Analisis Pengaruh Karakteristik Dewan Terhadap Kesulitan Keuangan Pada Perusahaan Di Indonesia. 10(2).
- Mahardini, N. Y. (2023). An Analysis Of Factors Affecting The Financial Distress: The Case Of Soes In Indonesia. *Jak (Jurnal Akuntansi) Kajian Ilmiah Akuntansi*, 10(1), 172–185. <https://doi.org/10.30656/Jak.V10i1.6144>
- Manzaneque, M., Priego, A. M., & Merino, E. (2016). Corporate Governance Effect On Financial Distress Likelihood: Evidence From Spain. *Revista De Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 19(1), 111–121. <https://doi.org/10.1016/J.Rcsar.2015.04.001>
- Medioli, A., Azzali, S., & Mazza, T. (2022). High Ownership Concentration And Income Shifting In Multinational Groups. *Jurnal Emerald : Management Research Review*, 46(1),

82–99.

- Mettana, J., Anom, P., & Silvia, B. (2021). Good Corporate Governance Leverage Dan Firm Size Terhadap Financial Distress Pada Sektor Perdagangan, Jasa Dan Investasi. *Calyptra*, 9(2), 1–13.
- Nisa, F., & Anshari, R. (2025). *Pengaruh Board Gender Diversity Terhadap Financial Distress*. 3(2), 2025–2033.
- Permana, F. D., & Serly, V. (2021). Pengaruh Karakteristik Dewan Komisaris Terhadap Kemampuan Memprediksi Financial Distress: Studi Pada Perusahaan Bumh. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi (Jea)*, 3(4), 908–921.
- Prasetya, F., & Carolina, Y. (2023). Analisis Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Financial Distress Dimoderasi Kinerja Keuangan. *Jurnal Akuntansi*, 15(1), 153–176. <https://doi.org/10.28932/jam.v15i1.6226>
- Pratiwia, D. W., & Venusita, L. (2020). *Pengaruh Kepemilikan Saham Oleh Direksi Dan Jumlah Dewan Direksi Terhadap Financial Distress*. 09(01).
- Prihatiningtias, Y. W., & Adiwicaksana, S. (2024). The Role Of Political Connections In Moderating The Effect Of Board Diversity On Financial Distress. *Journal Of Applied Finance And Accounting*, 11(2), 83–93. <https://doi.org/10.21512/jafa.v11i2.12271>
- Rahim, N. T. A., Noholo, S., & Husain, S. P. (2023). Pengaruh Laba Bersih Dan Arus Kas Operasi Terhadap Financial Distress. *Jurnal Ekonomi*, 28(3), 407–425. <https://doi.org/10.24912/je.v28i3.1689>
- Rosadi, R. R. D. C., & Dillak, V. J. (2023). Pengaruh Gender Diversity, Expertise Diversity, Ceo Duality Dan Board Size Terhadap Prediksi Financial Distress. *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi*, 23(3), 3328–3333. <https://doi.org/10.33087/jiubj.v23i3.3972>
- Rosifah, R., Zulfikar, R., & Yulianto, A. S. (2023). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Financial Distress Serta Implikasinya Kepada Manajemen Laba*. 6(2).
- Salloum, C., Azzi, G., & Gebrayel, E. (2015). Audit Committee And Financial Distress In The Middle East Context: Evidence Of The Lebanese Financial Institutions. *International Strategic Management Review*, 2(1), 39–45. <https://doi.org/10.1016/j.ism.2014.09.001>
- Samudra, G. D. (2021). *Gender Diversity Dan Good Corporate Governance Terhadap Financial Distress*. 8(2), 52–60.
- Saputri, M. S. (2021). Pengaruh Jenis Kelamin, Usia Dan Tenure Ceo (Chief Executive Officers) Terhadap Praktik Manajemen Laba. *Jurnal Akuntansi Akunesa*, 10(1), 81–91.
- Sarhan, A., Ntim, C., & Al-Najjar, B. (2019). Board Diversity, Corporate Governance, Performance And Executive Pay. *International Journal Of Finance And Economics*, 24(2), 761–786. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3534932>
- Sarker, N., & Hossain, S. M. K. (2023). Ownership Structure And Financial Distress: Investigating The Moderating Effect Of Audit Quality. *International Journal Of Economics And Financial Issues*, 13(6), 187–202.
- Sati, Y. L., & Prasetyo, A. B. (2019). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Kinerja

- Keuangan Perusahaan Dan Financial Distress (Studi Empiris Pada Perusahaan Non-Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017). *Diponegoro Journal Of Accounting*, 8(2), 1–7.
- Sinaga, J. T. G. (2023). Audit Committee Size And Audit Committee Activity On Financial Performance. *Jurnal Terapan Ilmu Manajemen*, 6(2), 130–150.
- Sugiyono. (2022). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, Dan R&D*. Alfabeta.
- Surahman, Rachmat, M., & Supardi, S. (2019). Metodologi Penelitian. In *Pusdik Sdm Kesehatan* (Vol. 11, Issue 1).
- Tasman, & Ulfanora. (2024). Tata Kelola Perusahaan (Good Corporate Governance) Sebagai Budaya Hukum Perbankan Di Indonesia. *Jurnal Ilmu Hukum, Humaniora Dan Politik (Jihhp)*, 4(3), 351–362. <https://doi.org/10.38035/Jihhp.V4i3.1933>
- Wardani, W., Nirawati, Y. A., & Djasuli, M. (2023). Dampak Penerapan Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Manajemen Dan Bisnis (Jemb)*, 1(2), 75–78. <https://doi.org/10.47233/Jemb.V1i2.476>
- Wiranti, D. P., & Andreas, H. H. (2024). Cash Flow, Board Independence, Financial Distress In State Owned Enterprises (Soe) Companies In Indonesia. *Jurnal Krisna : Kumpulan Riset Akuntansi*, 16(1), 1–12.
- Yoganata, M. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Leverage Dan Likuiditas Terhadap Fibrnancial Distress Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*.
- Yuliani, R., & Rahmatiasari, A. (2021). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Financial Distress Dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Moderating (Perusahaan Manufaktur Di Bei). *Reviu Akuntansi Dan Bisnis Indonesia*, 5(1), 38–54. <https://doi.org/10.18196/Rabin.V5i1.11333>

**MELAMPAUI AGILITAS: PERAN AMBIDEKSTERITAS INOVASI
DALAM MENDORONG PERTUMBUHAN SKALABEL BISNIS
STARTUP SAAS**

Robertus Adi Nugroho^{1*}
(robertusadi@ukdc.ac.id)
Maria Indah Lestari Sepungan²
(maria231108008@student.ac.id)

^{1,2} Program Studi Manajemen, Universitas Katolik Darma Cendika, Surabaya, Jawa Timur, Indonesia

Abstract

Purpose: This study aims to examine how *strategic agility* contributes to *startup* scalability through innovation ambidexterity, comprising exploration and exploitation, in Software as a Service (SaaS) *startups*. Although *strategic agility* has been widely recognized as a critical capability in dynamic environments, limited empirical evidence explains how it is translated into scalable growth, particularly within emerging digital ecosystems.

Design/Methodology/Approach: A quantitative approach was employed using a survey method. Data were collected from 181 strategic decision-makers in SaaS *startups* operating in Jakarta and Surabaya. The proposed research model was analyzed using Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) to assess direct, indirect, and mediation effects among the constructs.

Findings: The results indicate that *strategic agility* does not have a significant direct effect on *startup* scalability. However, *strategic agility* significantly influences both dimensions of innovation ambidexterity. Exploration demonstrates a strong and positive effect on *startup* scalability, whereas exploitation shows a non-significant relationship. Further analysis reveals that exploration fully mediates the relationship between *strategic agility* and *startup* scalability, while exploitation does not serve as a mediating mechanism.

Practical Implications: The findings suggest that SaaS *startups* should not rely solely on *strategic agility* to achieve scalable growth. Instead, *agility* needs to be effectively translated into exploratory innovation activities, such as experimentation, new feature development, and market exploration. While exploitation remains important for operational efficiency, its role in driving scalability appears limited at early growth stages.

Originality/Value: This study provides empirical evidence that exploration functions as a full mediating mechanism linking *strategic agility* to *startup* scalability. The findings extend Dynamic

Page 88 of 107

© [Robertus Adi Nugroho]. Published in Jurnal Keuangan dan Bisnis (JKB). Published by LPPM, Universitas Katolik Musi Charitas. This article is published under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 (CC BY-NC 4.0) licence. Anyone may reproduce, distribute, translate, and create derivative works of this article, subject to full attribution to the original publication and authors. The full terms of this licence may be seen at <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode>

Capability Theory by clarifying how higher-order capabilities are translated into growth outcomes through innovation processes. Additionally, the study highlights the asymmetric roles of exploration and exploitation within the context of SaaS *startups* in emerging markets.

Keywords: *Strategic agility; Innovation ambidexterity; Startup Scalability; SAAS; Kapabilitas Dinamis*

PENDAHULUAN

Dalam satu dekade terakhir, ekosistem *startup* berbasis Software as a Service (SAAS) mengalami pertumbuhan pesat di Indonesia, dengan konsentrasi utama di kota-kota seperti Jakarta dan Surabaya. Jakarta sebagai pusat bisnis dan teknologi nasional, serta Surabaya yang berkembang sebagai poros kewirausahaan digital di kawasan timur Indonesia, telah melahirkan berbagai *startup* SAAS yang beroperasi di sektor keuangan digital, logistik, pendidikan daring, hingga sistem manajemen bisnis. Pertumbuhan ini didorong oleh peningkatan penetrasi internet, adopsi teknologi cloud, serta dukungan dari inkubator dan akselerator lokal (Criscuolo, Calvino, & Menon, 2015; Ehsan, 2021; Prashantham & Yip, 2016). Namun demikian, di balik pertumbuhan tersebut, terdapat tantangan struktural yang signifikan, yaitu ketidakmampuan sebagian besar *startup* SAAS untuk bertahan dan mencapai pertumbuhan yang skalabel dalam jangka menengah hingga panjang (Vonoga, 2018).

Permasalahan utama tidak semata terletak pada inovasi awal atau akses terhadap pendanaan, melainkan pada keterbatasan kapasitas organisasi dalam merespons dinamika pasar yang cepat dan penuh ketidakpastian. Banyak *startup* SAAS mengalami kegagalan dalam menavigasi transisi dari tahap validasi produk menuju pertumbuhan yang terkendali, akibat kurangnya kemampuan dalam menghasilkan keputusan strategis yang responsif dan berbasis data (Reed, 2021; Widjajani & Nurjaman, 2020). Dalam kondisi tersebut, *strategic agility* dipandang sebagai kapabilitas penting yang memungkinkan organisasi merespons perubahan secara cepat, mengalokasikan ulang sumber daya, serta menyesuaikan arah strategis secara fleksibel (Clauss, Abebe, Tangpong, & Hock, 2019; Doz & Kosonen, 2010). Meskipun demikian, bukti empiris menunjukkan bahwa *strategic agility* belum secara langsung menjamin tercapainya pertumbuhan yang berkelanjutan, terutama pada sektor teknologi yang menuntut inovasi berkelanjutan dan adaptasi model bisnis secara terus-menerus (Nurjaman, Rahayu, Wibowo, & Widjajani, 2021).

Peran *Innovation ambidexterity* menjadi krusial sebagai mekanisme yang menjembatani hubungan antara kelincahan strategis dan kemampuan penskalaan *startup*. *Innovation ambidexterity* merujuk pada kemampuan organisasi dalam menjalankan eksplorasi peluang baru (exploration) dan eksploitasi kapabilitas yang telah dimiliki (exploitation) secara simultan (Choi, Ha, & Kim, 2022; Korpysa, 2021). Pada *startup* SAAS, eksplorasi diwujudkan melalui eksperimen teknologi, pengujian pasar, dan pengembangan model bisnis baru, sedangkan eksploitasi tercermin dalam optimalisasi proses, pemanfaatan data pengguna, serta peningkatan efisiensi operasional. Keseimbangan kedua dimensi tersebut tidak hanya bersifat

operasional, tetapi mencerminkan mekanisme strategis yang memungkinkan organisasi mempertahankan inovasi sekaligus menjaga efisiensi eksekusi (Farzaneh, Wilden, Afshari, & Mehralian, 2022; Müller, Päske, & Rodil, 2019; Ryu, Baek, & Yoon, 2022).

Hubungan antara *strategic agility* dan *Innovation ambidexterity* tidak bersifat linear, melainkan dinamis dan saling memperkuat. Organisasi dengan tingkat kelincahan strategis yang tinggi cenderung mampu membentuk struktur dan proses yang mendukung praktik ambideksteritas, sementara ambideksteritas inovasi yang efektif meningkatkan kualitas respons strategis dan ketepatan pengambilan keputusan (Xia, Q., Zhu, Tan, & Xie, 2024). Sinergi antara kedua kapabilitas tersebut membentuk fondasi bagi *startup scalability*, yaitu kemampuan untuk memperluas pasar, meningkatkan basis pengguna, dan mendorong pertumbuhan pendapatan tanpa kehilangan efisiensi atau keunggulan kompetitif (Li, Li, & Ding, 2025). Oleh karena itu, pemahaman mengenai keterkaitan antara *strategic agility*, *innovation ambidexterity*, dan *startup scalability* menjadi semakin penting dalam menjelaskan dinamika pertumbuhan *startup SAAS* di Indonesia.

Penelitian ini mengusulkan bahwa *Innovation ambidexterity* berperan sebagai mekanisme mediasi yang menjelaskan bagaimana *strategic agility* dikonversikan menjadi pertumbuhan yang skalabel. Tanpa integrasi antara eksplorasi dan eksploitasi, kelincahan strategis berpotensi kehilangan arah, sementara inovasi yang tidak terhubung dengan strategi dapat menimbulkan inefisiensi (Cantamessa, Gatteschi, Perboli, & Rosano, 2018; Teixeira, Moura, Lopes, Marconatto, & Fischmann, 2021). Dengan demikian, *startup* yang memiliki *agility* namun tidak mampu mengelola ambideksteritas inovasi belum tentu mencapai skalabilitas. Sebaliknya, organisasi yang mampu mengintegrasikan eksplorasi dan eksploitasi dalam kerangka strategi yang adaptif memiliki peluang lebih besar untuk memperluas pasar dan mempertahankan keberlanjutan pertumbuhan (Choi et al., 2022).

Penelitian ini merupakan kelanjutan dari riset berkelanjutan yang telah dimulai sejak tahun 2023 (Nugroho, 2021, 2023; Nugroho, Ferdinan, & Rosyadi, 2024). Tahap awal penelitian berfokus pada kapabilitas inovasi dan ketahanan bisnis *startup*, kemudian berkembang pada orientasi kewirausahaan dan keunggulan bersaing, serta dilanjutkan dengan eksplorasi *strategic agility* dan *strategic renewal*. Penelitian ini mensintesis temuan-temuan sebelumnya dengan menempatkan *Innovation ambidexterity* sebagai mekanisme kunci dalam menjelaskan transformasi dari agilitas menuju skalabilitas. Dengan demikian, kontribusi penelitian tidak hanya terletak pada pengembangan model konseptual, tetapi juga pada penyediaan kerangka strategis bagi *startup SAAS* dalam mengelola pertumbuhan secara berkelanjutan.

Meskipun *strategic agility* dan *Innovation ambidexterity* telah banyak dikaji secara terpisah, pemahaman mengenai interaksi keduanya dalam mendorong *startup scalability* masih terbatas, khususnya pada *startup SAAS* di Indonesia. Lingkungan yang dinamis dan keterbatasan sumber daya menuntut organisasi tidak hanya adaptif secara strategis, tetapi juga mampu mengelola keseimbangan antara eksplorasi dan eksploitasi inovasi secara simultan. Namun demikian, peran *Innovation ambidexterity* sebagai mekanisme mediasi dalam

hubungan antara *strategic agility* dan scalability masih belum banyak diuji secara empiris dalam konteks *startup* digital di negara berkembang.

Berangkat dari uraian tersebut, rumusan masalah dalam penelitian ini difokuskan pada pengujian hubungan antara *strategic agility*, *innovation ambidexterity*, dan *startup scalability*, termasuk peran mediasi yang mungkin terjadi di antara ketiga konstruk tersebut.

LITERATURE REVIEW

Pendekatan teoritis dalam penelitian ini berpijak pada Dynamic Capabilities Theory yang menekankan pentingnya kemampuan organisasi dalam merespons perubahan melalui pengelolaan dan rekombinasi kapabilitas internal (Leih & Teece, 2012; Teece, 2007a; Teece, Pisano, & Shuen, 2009). Teori ini menjelaskan bahwa organisasi tidak hanya dituntut memiliki sumber daya, tetapi juga kemampuan untuk secara dinamis mengonfigurasi ulang sumber daya tersebut agar tetap relevan dalam lingkungan yang berubah cepat. Dalam konteks *startup SAAS*, kemampuan ini tercermin dalam *strategic agility*, yaitu kapasitas organisasi untuk mengidentifikasi peluang dan ancaman secara cepat, serta menyesuaikan arah strategis secara fleksibel (Doz & Kosonen, 2010; Nugroho et al., 2024). *Strategic agility* memungkinkan organisasi melakukan sensing terhadap perubahan pasar, melakukan seizing terhadap peluang yang muncul, serta melakukan transforming terhadap struktur dan proses internal untuk mempertahankan relevansi organisasi dalam lingkungan yang dinamis.

Meskipun *strategic agility* telah diakui sebagai kapabilitas penting dalam lingkungan yang dinamis, hubungan langsung antara *agility* dan kinerja organisasi tidak selalu menunjukkan hasil yang konsisten. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa *agility* meningkatkan kemampuan organisasi dalam merespons perubahan pasar, mempercepat proses pengambilan keputusan, serta meningkatkan fleksibilitas organisasi dalam menghadapi ketidakpastian (Clauss et al., 2019; Doz & Kosonen, 2010). Namun demikian, penelitian lain menunjukkan bahwa *agility* tidak secara otomatis menghasilkan pertumbuhan yang berkelanjutan tanpa adanya mekanisme yang mampu menerjemahkan kapabilitas tersebut ke dalam aktivitas yang menciptakan nilai (Nurjaman, Rahayu, Wibowo, & Widjajani, 2021). Kondisi ini mengindikasikan bahwa *strategic agility* lebih bersifat enabling capability yang memerlukan proses operasional lanjutan agar dapat berdampak pada kinerja organisasi, khususnya dalam konteks *startup* yang menghadapi keterbatasan sumber daya dan tekanan pertumbuhan yang tinggi.

Berdasarkan argumentasi tersebut, hubungan antara pembaharuan strategis atau *strategic agility* dan *startup scalability* dipandang sebagai hubungan yang relevan untuk diuji. Dynamic Capabilities Theory menyatakan bahwa organisasi dengan tingkat *agility* yang tinggi memiliki kemampuan sensing, seizing, dan transforming yang lebih baik dalam merespons perubahan lingkungan (Teece, 2007b). Penelitian empiris menunjukkan bahwa *strategic agility* memungkinkan organisasi memperluas pasar, meningkatkan kapasitas layanan, serta mempercepat respons terhadap dinamika kompetisi (Clauss et al., 2019; Olaleye, Anifowose,

Efuntade, & Arije, 2021). Oleh karena itu, pembaharuan strategis diasumsikan memiliki keterkaitan dengan kemampuan *startup* dalam mencapai pertumbuhan yang skalabel.

H1: Pembaharuan Strategis berpengaruh signifikan terhadap Skalabilitas *Start-up*.

Dalam kerangka tersebut, *Innovation ambidexterity* dipandang sebagai mekanisme yang mampu menjembatani hubungan antara *strategic agility* dan kinerja organisasi. *Innovation ambidexterity* merujuk pada kemampuan organisasi dalam mengelola eksplorasi dan eksploitasi secara simultan (Choi, Ha, & Kim, 2022; Korpysa, 2021). Eksplorasi mencerminkan aktivitas pencarian peluang baru, eksperimen, dan inovasi radikal yang berorientasi pada penciptaan nilai jangka panjang. Sebaliknya, eksploitasi berfokus pada optimalisasi proses, peningkatan efisiensi, serta pemanfaatan kapabilitas yang telah dimiliki untuk menghasilkan kinerja yang stabil (Ryu, Baek, & Yoon, 2022). Kedua dimensi ini tidak hanya bersifat komplementer, tetapi juga seringkali berada dalam ketegangan karena memerlukan orientasi strategis dan alokasi sumber daya yang berbeda (Farzaneh, Wilden, Afshari, & Mehralian, 2022; Müller, Páske, & Rodil, 2019).

Hubungan antara *strategic agility* dan eksplorasi dalam ambidekssteritas inovasi dapat dijelaskan melalui kemampuan organisasi dalam menciptakan ruang bagi eksperimen dan inovasi. Organisasi yang *agile* memiliki fleksibilitas strategis yang memungkinkan perubahan arah secara cepat, sehingga mendukung aktivitas eksploratif seperti pengembangan produk baru dan pencarian peluang pasar (Doz & Kosonen, 2010; Kortmann, 2015). Selain itu, kemampuan dalam merespons perubahan secara cepat memungkinkan organisasi mengalokasikan sumber daya untuk aktivitas inovatif yang bersifat eksploratif. Oleh karena itu, pembaharuan strategis dipandang memiliki keterkaitan dengan peningkatan eksplorasi dalam *startup* SAAS.

H2: Pembaharuan Strategis berpengaruh signifikan terhadap Eksplorasi dalam Ambidexteritas Inovasi.

Selain mendorong eksplorasi, *strategic agility* juga memiliki implikasi terhadap eksploitasi dalam ambidekssteritas inovasi. Kemampuan organisasi dalam beradaptasi secara cepat memungkinkan optimalisasi proses internal, peningkatan efisiensi, serta pemanfaatan sumber daya secara lebih efektif (Schnellbaecher et al., 2018; Korpysa, 2021). Penelitian menunjukkan bahwa organisasi yang memiliki tingkat *agility* tinggi cenderung lebih mampu memperkuat aktivitas eksploitasi melalui peningkatan produktivitas dan stabilitas operasional (Xia, Q. et al., 2024). Dengan demikian, pembaharuan strategis dipandang memiliki hubungan dengan peningkatan aktivitas eksploitasi dalam organisasi.

H3: Pembaharuan Strategis berpengaruh signifikan terhadap Eksploitasi dalam Ambidexteritas Inovasi.

Dalam konteks *startup* SAAS, eksplorasi memiliki peran penting dalam mendorong pertumbuhan yang skalabel. Aktivitas eksploratif memungkinkan organisasi mengembangkan inovasi produk, memperluas pasar, serta menciptakan model bisnis baru yang dapat meningkatkan daya saing (Schnellbaecher et al., 2018; Choi et al., 2022). Eksplorasi juga memungkinkan organisasi merespons perubahan kebutuhan pelanggan dan dinamika teknologi

secara lebih adaptif. Oleh karena itu, eksplorasi dipandang memiliki keterkaitan dengan kemampuan *startup* dalam mencapai skalabilitas.

H4: Eksplorasi dalam Ambidexteritas Inovasi berpengaruh signifikan terhadap Skalabilitas *Start-up*.

Di sisi lain, eksploitasi berperan dalam meningkatkan efisiensi operasional dan memastikan stabilitas proses yang mendukung pertumbuhan organisasi. Aktivitas eksploitasi memungkinkan organisasi melakukan standarisasi, meningkatkan produktivitas, serta mereplikasi model bisnis yang telah terbukti efektif (Farzaneh et al., 2022; Li et al., 2025). Dalam konteks penskalaan *startup*, efisiensi menjadi faktor penting untuk menjaga keseimbangan antara pertumbuhan dan biaya operasional. Oleh karena itu, eksploitasi dipandang memiliki hubungan dengan kemampuan *startup* dalam mencapai skalabilitas.

H5: Eksploitasi dalam Ambidexteritas Inovasi berpengaruh signifikan terhadap Skalabilitas *Start-up*.

Lebih lanjut, *Innovation ambidexterity* diposisikan sebagai mekanisme mediasi dalam hubungan antara *strategic agility* dan *startup scalability*. *Strategic agility* mendorong terbentuknya aktivitas eksploratif yang memungkinkan organisasi menciptakan nilai baru dan menemukan peluang pertumbuhan (Ryu et al., 2022; Korpysa, 2021). Aktivitas eksploratif tersebut kemudian berkontribusi terhadap peningkatan kinerja dan pertumbuhan organisasi. Dengan demikian, eksplorasi dipandang sebagai mekanisme yang menjembatani hubungan antara pembaharuan strategis dan skalabilitas.

H6: Eksplorasi dalam Ambidexteritas Inovasi memediasi pengaruh Pembaharuan Strategis terhadap Skalabilitas *Start-up*.

Selain melalui eksplorasi, jalur mediasi juga dapat terjadi melalui eksploitasi. *Strategic agility* memungkinkan organisasi meningkatkan efisiensi operasional dan memperkuat stabilitas proses internal, yang pada gilirannya mendukung pertumbuhan organisasi (Seepana et al., 2022; Xia, Q. et al., 2024). Eksploitasi memungkinkan organisasi mempercepat replikasi model bisnis serta meningkatkan efisiensi dalam proses penskalaan. Oleh karena itu, eksploitasi dipandang sebagai mekanisme alternatif dalam menjembatani hubungan antara pembaharuan strategis dan skalabilitas.

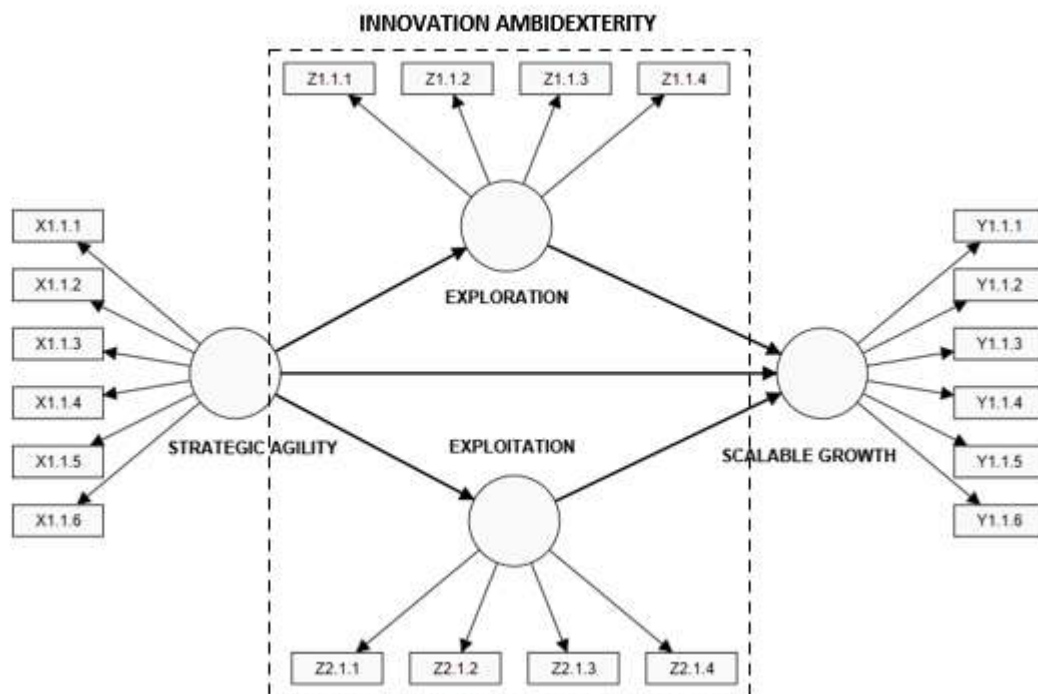
H7: Eksploitasi dalam Ambidexteritas Inovasi memediasi pengaruh Pembaharuan Strategis terhadap Skalabilitas *Start-up*.

METODOLOGI

Desain penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode survei. Secara khusus, penelitian ini mengadopsi desain *explanatory research* yang bertujuan untuk menjelaskan hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis. Hubungan antar variabel diposisikan sebagai relasi terarah yang dianalisis menggunakan pendekatan statistik inferensial untuk mengidentifikasi keterkaitan yang signifikan antar konstruk (Joseph F. Hair et al., 2021; Joseph F Hair, Risher, Sarstedt, & Ringle, 2019; Joseph F Hair et al., 2017; Joseph Franklin Hair, Ringle, Hult, & Sarstedt, 2021).

Desain ini dipilih karena selaras dengan tujuan penelitian yang berupaya menguji secara empiris pengaruh *strategic agility* terhadap *startup scalability* dengan *Innovation ambidexterity* sebagai variabel mediasi yang terdiri atas dua dimensi, yaitu eksplorasi dan eksploitasi. Pendekatan kuantitatif memungkinkan pengumpulan data dalam skala yang lebih luas dari pelaku *startup* SAAS di Indonesia serta memberikan dasar yang objektif untuk menganalisis hubungan antar variabel menggunakan teknik statistik multivariat.

Analisis data dilakukan menggunakan Structural Equation Modeling–Partial Least Squares (SEM–PLS), mengingat kompleksitas model yang melibatkan variabel laten dan hubungan mediasi. Pendekatan SEM–PLS dipilih karena mampu menguji model pengukuran dan model struktural secara simultan serta tetap *robust* pada ukuran sampel yang relatif terbatas, sebagaimana umum ditemukan dalam penelitian berbasis *startup* (Joseph F. Hair et al., 2021; Joseph F Hair et al., 2019). Kerangka konseptual penelitian ini disajikan dalam Gambar 1 sebagai representasi hubungan antar variabel yang diuji.



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

Penelitian ini difokuskan pada *startup* di sektor Software as a Service (SAAS) yang beroperasi di Jakarta dan Surabaya sebagai pusat pertumbuhan teknologi digital di Indonesia. Kedua kota tersebut dipilih karena merepresentasikan ekosistem *startup* yang berkembang pesat dengan dukungan infrastruktur digital, inkubator bisnis, serta akses terhadap sumber pendanaan. Kriteria populasi mencakup *startup* berbasis SAAS yang telah berbadan hukum,

beroperasi minimal dua tahun, belum memasuki tahap pendanaan lanjutan, serta memiliki produk digital aktif yang digunakan oleh publik.

Penentuan ukuran sampel mengacu pada pedoman Hair et al. (2017) yang merekomendasikan jumlah minimal lima kali jumlah indikator dalam model struktural. Dengan jumlah indikator sebanyak dua puluh, ukuran sampel minimum yang diperlukan adalah seratus responden. Untuk meningkatkan reliabilitas analisis, jumlah sampel ditetapkan di atas batas minimum tersebut. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah snowball sampling, yaitu pendekatan non-probabilistik yang memungkinkan identifikasi responden melalui jaringan profesional. Pendekatan ini dipilih karena keterbatasan akses langsung terhadap populasi *startup* SAAS serta karakteristik komunitas *startup* yang terhubung secara informal melalui jejaring bisnis dan teknologi.

Pengumpulan data dilakukan melalui survei berbasis kuesioner daring yang disusun menggunakan skala Likert lima poin, mulai dari sangat tidak setuju hingga sangat setuju. Instrumen disebarluaskan melalui berbagai media digital seperti email, Google Form, serta platform profesional seperti LinkedIn dan komunitas *startup*. Pendekatan ini dinilai sesuai dengan karakteristik responden yang terbiasa menggunakan teknologi digital, sehingga memungkinkan efisiensi distribusi dan cakupan responden yang lebih luas.

Responden dalam penelitian ini adalah individu yang memiliki peran strategis dalam organisasi, seperti founder, co-founder, atau CEO, yang memiliki pemahaman menyeluruh mengenai arah strategis, aktivitas inovasi, dan pola pertumbuhan *startup*. Untuk memastikan kualitas data, dilakukan uji coba terbatas terhadap instrumen penelitian kepada sejumlah responden awal guna mengevaluasi kejelasan pertanyaan, konsistensi bahasa, serta reliabilitas awal instrumen.

Instrumen penelitian disusun dalam bentuk kuesioner tertutup yang mengukur tiga variabel utama. *Strategic agility* diukur menggunakan enam indikator yang diadaptasi dari Clauss et al. (2019), yang mencerminkan kemampuan organisasi dalam merespons perubahan pasar dan menyesuaikan strategi secara fleksibel. *Innovation ambidexterity* diukur melalui dua dimensi, yaitu eksplorasi dan eksploitasi, masing-masing menggunakan empat indikator yang diadaptasi dari Kortmann (2015) dan Korpysa (2021). *Startup scalability* diukur menggunakan enam indikator yang diadaptasi dari Ismail et al. (2019), yang mencakup aspek pertumbuhan pengguna, efisiensi operasional, serta kemampuan ekspansi organisasi. Seluruh instrumen melalui proses alih bahasa dan *back-translation* untuk memastikan kesesuaian makna, serta diuji validitas dan reliabilitasnya menggunakan *Cronbach's Alpha*, *Composite Reliability*, dan *Average Variance Extracted* (J F Hair et al., 2019; Joseph F Hair et al., 2017).

Prosedur penelitian diawali dengan penyusunan kerangka konseptual dan hipotesis berdasarkan kajian literatur, dilanjutkan dengan pengembangan instrumen dan uji coba awal. Tahap berikutnya adalah pengumpulan data melalui survei daring, kemudian dilakukan proses pembersihan dan pengolahan data. Analisis dilakukan menggunakan SEM-PLS dengan bantuan perangkat lunak SmartPLS 4. Pengujian dilakukan pada dua tahap, yaitu model pengukuran untuk menilai validitas dan reliabilitas konstruk melalui indikator seperti *outer*

loading, Cronbach's Alpha, Composite Reliability, dan Average Variance Extracted, serta model struktural untuk menguji hubungan antar variabel melalui estimasi koefisien jalur, nilai R^2 , dan uji signifikansi menggunakan metode *bootstrapping* dengan 5000 sampel ulang.

HASIL PENELITIAN

Sebanyak 230 kuesioner disebarikan kepada responden yang memenuhi kriteria inklusi sebagai pengambil keputusan strategis pada *startup* berbasis Software as a Service (SAAS) di Jakarta dan Surabaya. Dari jumlah tersebut, 194 kuesioner berhasil dikumpulkan, dan setelah dilakukan proses pemeriksaan kelengkapan serta pembersihan data, sebanyak 181 kuesioner dinyatakan valid dan layak untuk dianalisis. Proses penyaringan dilakukan untuk mengeliminasi respons yang tidak konsisten, pola jawaban seragam, serta data yang tidak lengkap, sehingga kualitas data yang digunakan memenuhi standar analisis statistik yang memadai.

Distribusi responden menunjukkan komposisi yang relatif seimbang antara Jakarta dan Surabaya, yang mengindikasikan bahwa temuan penelitian tidak didominasi oleh satu wilayah tertentu, melainkan mencerminkan dua ekosistem *startup* utama di Indonesia. Dari sisi jabatan, responden terdiri dari manajer menengah, manajer senior, serta CEO atau direktur, sehingga data yang diperoleh tidak hanya mencerminkan perspektif operasional, tetapi juga mencakup sudut pandang strategis organisasi. Distribusi usia yang didominasi kelompok 30–40 tahun menunjukkan kombinasi antara kematangan pengalaman profesional dan kemampuan adaptasi terhadap perubahan teknologi, sementara variasi pengalaman kerja memperlihatkan keberagaman tingkat kematangan organisasi yang menjadi objek penelitian. Secara keseluruhan, karakteristik responden ini memberikan landasan yang kuat untuk menginterpretasikan dinamika *strategic agility*, *innovation ambidexterity*, dan *startup scalability* dalam konteks yang realistis.

Tabel 1. Karakteristik Responden

Kategori	Sub-kategori	Frekuensi	Persentase (%)
Lokasi Perusahaan	Jakarta	93	51,4
	Surabaya	88	48,6
Jabatan	Manajer Menengah	59	32,6
	Manajer Senior	57	31,5
	CEO/Direktur	65	35,9
Usia Responden	<30 tahun	52	28,7
	30–40 tahun	84	46,4

	>40 tahun	45	24,9
Pengalaman Kerja	<5 tahun	55	30,4
	5–10 tahun	76	42,0
	>10 tahun	50	27,6

Sumber: data penelitian, diolah (2025)

Deskripsi variabel menunjukkan bahwa seluruh konstruk memiliki nilai rata-rata yang relatif tinggi, dengan rentang antara 3,91 hingga 4,12. Hal ini mengindikasikan bahwa responden menilai organisasi mereka memiliki tingkat kelincuhan strategis yang baik, aktivitas inovasi yang aktif, serta kesiapan untuk bertumbuh. Namun demikian, interpretasi yang lebih mendalam tidak hanya berfokus pada kategori tinggi, melainkan pada pola relatif antar variabel. *Strategic agility* memiliki nilai tertinggi, yang menunjukkan bahwa kemampuan merespons perubahan telah menjadi kapabilitas utama pada *startup* SAAS. Akan tetapi, nilai exploitation yang lebih rendah dibandingkan eksplorasi menunjukkan bahwa organisasi cenderung lebih berorientasi pada pencarian peluang dibandingkan optimalisasi proses internal. Pola ini mengindikasikan bahwa *startup* berada pada fase pertumbuhan yang masih didominasi oleh eksplorasi, bukan stabilisasi.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	Mean	SD	Minimum	Maksimum
<i>Strategic Agility</i>	4,12	0,52	2,80	5,00
Exploration	4,05	0,56	2,70	5,00
Exploitation	3,91	0,61	2,60	5,00
<i>Startup Scalability</i>	4,08	0,49	2,90	5,00

Sumber: data penelitian, diolah (2025)

Nilai standar deviasi yang relatif rendah menunjukkan bahwa persepsi responden cenderung homogen, sehingga mengindikasikan stabilitas data untuk analisis lanjutan. Namun homogenitas ini juga dapat mencerminkan bias persepsi yang optimistik, yang sering muncul pada penelitian berbasis self-assessment dalam organisasi *startup*. Oleh karena itu, hasil deskriptif perlu dipahami sebagai indikasi awal, bukan sebagai representasi absolut kondisi organisasi.

Hasil uji validitas konvergen menunjukkan bahwa seluruh indikator memiliki nilai *loading factor* di atas 0,70 dan nilai AVE di atas 0,50, yang menandakan bahwa indikator mampu merefleksikan konstruk secara konsisten. Meskipun demikian, terdapat pola menarik pada indikator variabel Skalabilitas *Start-up* yang menunjukkan kemiripan nilai dengan

indikator eksploitasi. Pola ini berpotensi mengindikasikan adanya overlap persepsi antara efisiensi operasional dan kemampuan *scaling*, yang secara konseptual seharusnya berbeda. Kondisi ini perlu dicermati karena dapat memengaruhi interpretasi hasil pada tahap model struktural.

Tabel 3. Validitas Konvergen

Variabel	Indikator	Loading Factor	AVE	Hasil
PS	PS1	0,755	0,622	valid
	PS2	0,758		
	PS3	0,728		valid
	PS4	0,784		
	PS5	0,736		valid
	PS6	0,762		
PR	PR1	0,776	0,536	valid
	PR2	0,824		
	PR3	0,823		valid
	PR4	0,773		
PT	PT1	0,868	0,639	valid
	PT2	0,780		
	PT3	0,817		valid
	PT4	0,855		
SS	SS1	0,868	0,536	valid
	SS2	0,780		
	SS3	0,817		valid
	SS4	0,855		
	SS5	0,868		valid
	SS6	0,780		

Sumber: data penelitian, diolah (2025)

Pengujian model struktural menunjukkan pola hubungan yang tidak sepenuhnya linier. Pembaharuan Strategis tidak berpengaruh signifikan terhadap Skalabilitas *Start-up*, yang

menunjukkan bahwa kelincahan strategis tidak secara langsung menghasilkan pertumbuhan. Sebaliknya, Pembaharuan Strategis memiliki pengaruh yang sangat kuat terhadap eksplorasi dan eksploitasi, yang mengindikasikan bahwa *agility* berfungsi sebagai penggerak proses inovasi, bukan sebagai hasil akhir. Temuan ini mempertegas bahwa *agility* harus diterjemahkan terlebih dahulu ke dalam aktivitas operasional sebelum menghasilkan dampak terhadap kinerja.

Tabel 8. Hasil Uji Model Struktural

Path	T-Statistic	P-Values	Hipotesis
PS→SS	1,773	0,076	Ditolak
PS→PR	15,050	0,000	Diterima
PS→PT	11,259	0,000	Diterima
PR→SS	34,643	0,000	Diterima
PT→SS	1,018	0,309	Ditolak
PS→PR→SS	13,721	0,000	Diterima
PS→PT→SS	1,016	0,310	Ditolak

Sumber: data penelitian, diolah (2025)

Eksplorasi menunjukkan pengaruh yang sangat dominan terhadap skalabilitas, yang menegaskan bahwa pertumbuhan *startup* SAAS sangat bergantung pada kemampuan menciptakan inovasi baru dan membuka pasar. Sebaliknya, eksploitasi tidak menunjukkan pengaruh signifikan, bahkan memiliki arah negatif meskipun tidak dapat diinterpretasikan secara kuat. Hal ini mengindikasikan bahwa efisiensi operasional belum menjadi faktor utama dalam mendorong pertumbuhan pada fase perkembangan *startup*. Dengan kata lain, pertumbuhan lebih ditentukan oleh kemampuan ekspansi dan inovasi dibandingkan stabilisasi proses.

Analisis mediasi memperlihatkan bahwa eksplorasi berperan sebagai jalur utama dalam mengonversi *strategic agility* menjadi skalabilitas, sementara eksploitasi tidak memainkan peran tersebut. Temuan ini menunjukkan bahwa hubungan antara *agility* dan growth tidak bersifat langsung, melainkan bergantung pada kemampuan organisasi dalam menghasilkan inovasi eksploratif. Dengan demikian, pola hubungan yang terbentuk bukanlah ambidexterity yang seimbang, melainkan dominasi eksplorasi sebagai mekanisme utama pertumbuhan.

PEMBAHASAN

Pengaruh Pembaharuan Strategis terhadap Skalabilitas *Start-up* (H1)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa pengaruh Pembaharuan Strategis terhadap

Skalabilitas *Start-up* tidak terbukti signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa kelincuhan strategis belum dapat secara langsung dikonversikan menjadi pertumbuhan yang bersifat skalabel. Dengan demikian, Pembaharuan Strategis tidak berfungsi sebagai determinan langsung dari skalabilitas, melainkan sebagai kapabilitas yang bersifat potensial dan memerlukan mekanisme perantara agar dapat menghasilkan dampak terhadap kinerja organisasi.

Dalam kerangka Dynamic Capabilities Theory, kemampuan sensing, seizing, dan transforming dipahami sebagai kapabilitas yang memungkinkan organisasi merespons perubahan lingkungan, tetapi tidak secara otomatis menghasilkan kinerja (Teece, 2007a; Teece, Pisano, & Shuen, 2009). Oleh karena itu, ketiadaan pengaruh langsung menunjukkan bahwa kapabilitas tersebut belum sepenuhnya dioperasionalkan dalam bentuk aktivitas yang menghasilkan nilai, seperti inovasi produk, pengembangan pasar, atau transformasi proses internal.

Ketidaksignifikanan hubungan ini juga mencerminkan adanya kesenjangan antara kapabilitas strategis dan hasil kinerja, khususnya dalam konteks *startup* SAAS yang masih berada pada fase pertumbuhan awal. Pada fase tersebut, struktur organisasi, model bisnis, dan basis pelanggan belum cukup stabil untuk memungkinkan kapabilitas strategis memberikan dampak langsung terhadap pertumbuhan. Kondisi ini sejalan dengan temuan bahwa hubungan antara *agility* dan kinerja cenderung dimediasi oleh mekanisme inovasi (Clauss et al., 2019; Nurjaman, Rahayu, Wibowo, & Widjajani, 2021).

Temuan ini memperkuat pandangan bahwa Pembaharuan Strategis berfungsi sebagai enabling capability yang memerlukan proses konversi sebelum menghasilkan dampak terhadap skalabilitas. Kapabilitas tersebut perlu diwujudkan dalam bentuk aktivitas eksploratif yang memungkinkan organisasi menciptakan nilai baru dan membuka peluang pasar. Tanpa proses tersebut, *agility* tidak memberikan kontribusi nyata terhadap pertumbuhan organisasi.

Implikasi dari temuan ini menunjukkan bahwa dalam konteks *startup* SAAS, penekanan pada kelincuhan strategis tanpa diikuti dengan aktivitas inovasi yang konkret tidak akan menghasilkan pertumbuhan yang berarti. Oleh karena itu, hubungan antara Pembaharuan Strategis dan Skalabilitas *Start-up* lebih tepat dipahami sebagai hubungan tidak langsung yang bergantung pada mekanisme inovasi sebagai penghubung utama.

Pengaruh Pembaharuan Strategis terhadap Eksplorasi (H2)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa Pembaharuan Strategis memiliki pengaruh yang signifikan terhadap eksplorasi dalam ambideksteritas inovasi. Temuan ini mengindikasikan bahwa kelincuhan strategis berperan dalam mendorong organisasi untuk terlibat dalam aktivitas pencarian peluang baru, eksperimen, serta pengembangan inovasi yang berorientasi pada penciptaan nilai.

Dalam perspektif Dynamic Capabilities Theory, kemampuan sensing dan seizing memungkinkan organisasi untuk mengidentifikasi peluang serta merespons perubahan secara adaptif (Teece, 2007a; Teece, Pisano, & Shuen, 2009). Kondisi ini menciptakan ruang bagi

aktivitas eksploratif, di mana organisasi tidak hanya bereaksi terhadap perubahan, tetapi juga secara aktif membentuk arah inovasi. Oleh karena itu, peningkatan eksplorasi dapat dipahami sebagai konsekuensi dari meningkatnya kemampuan organisasi dalam mengelola ketidakpastian.

Temuan ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang menunjukkan bahwa organisasi yang memiliki tingkat *agility* tinggi cenderung lebih inovatif dan lebih terbuka terhadap eksperimen (Clauss et al., 2019; Doz & Kosonen, 2010). Namun demikian, dalam konteks *startup* SAAS, eksplorasi tidak hanya merupakan pilihan strategis, melainkan menjadi kebutuhan mendasar untuk bertahan dalam lingkungan yang kompetitif dan dinamis. Implikasi dari temuan ini menunjukkan bahwa Pembaharuan Strategis berfungsi sebagai katalisator bagi aktivitas eksploratif. Tanpa *agility*, kemampuan organisasi untuk mengidentifikasi peluang dan melakukan inovasi akan terbatas. Dengan demikian, eksplorasi dapat diposisikan sebagai manifestasi operasional dari kapabilitas strategis yang dimiliki organisasi.

Pengaruh Pembaharuan Strategis terhadap Eksploitasi (H3)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Pembaharuan Strategis memiliki pengaruh signifikan terhadap eksploitasi. Temuan ini menunjukkan bahwa kelincahan strategis tidak hanya mendorong eksplorasi, tetapi juga memperkuat kemampuan organisasi dalam mengoptimalkan proses internal serta meningkatkan efisiensi operasional. Dalam kerangka teori, kemampuan transforming memungkinkan organisasi untuk menyesuaikan struktur dan proses internal agar lebih efisien dan responsif terhadap perubahan (Teece, 2007a). Oleh karena itu, peningkatan eksploitasi dapat dipahami sebagai bentuk penyesuaian internal yang dilakukan organisasi untuk meningkatkan efektivitas penggunaan sumber daya.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa organisasi yang agile mampu menjalankan eksplorasi dan eksploitasi secara simultan (Schnellbaecher et al., 2018; Seepana et al., 2022). Namun demikian, dalam konteks *startup*, kemampuan ini tidak selalu menghasilkan keseimbangan yang optimal, karena keterbatasan sumber daya dan tekanan pertumbuhan dapat menyebabkan dominasi salah satu dimensi. Implikasi dari temuan ini menunjukkan bahwa Pembaharuan Strategis memang mendorong terbentuknya ambideksteritas inovasi, tetapi tidak menjamin bahwa kedua dimensi tersebut memiliki kontribusi yang setara terhadap kinerja. Dengan demikian, eksploitasi perlu dipahami sebagai konsekuensi dari *agility*, bukan sebagai tujuan utama dalam fase pertumbuhan awal.

Pengaruh Eksplorasi terhadap Skalabilitas (H4)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa eksplorasi memiliki pengaruh signifikan terhadap Skalabilitas *Start-up*. Temuan ini mengindikasikan bahwa aktivitas eksploratif berperan sebagai pendorong utama dalam pertumbuhan *startup* berbasis teknologi. Secara konseptual, eksplorasi berkaitan dengan kemampuan organisasi dalam menciptakan inovasi baru, mengembangkan produk, serta memperluas pasar (Choi et al., 2022; Ryu et al., 2022). Aktivitas ini memungkinkan organisasi menghasilkan nilai baru yang menjadi dasar pertumbuhan. Oleh

karena itu, eksplorasi tidak hanya berfungsi sebagai aktivitas inovasi, tetapi sebagai mekanisme utama dalam proses scaling.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa eksplorasi merupakan sumber utama keunggulan kompetitif dalam lingkungan yang dinamis (Schnellbaeher et al., 2018). Dalam konteks *startup* SAAS, ketergantungan terhadap eksplorasi menjadi lebih tinggi karena organisasi masih berada pada tahap pencarian peluang dan validasi model bisnis. Implikasi dari temuan ini menunjukkan bahwa pertumbuhan *startup* lebih ditentukan oleh kemampuan menciptakan nilai baru dibandingkan mengoptimalkan nilai yang sudah ada. Dengan demikian, eksplorasi dapat diposisikan sebagai determinan utama dalam mendorong skalabilitas.

Pengaruh Eksploitasi terhadap Skalabilitas (H5)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa eksploitasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap Skalabilitas *Start-up*. Temuan ini menunjukkan bahwa efisiensi operasional tidak berkontribusi secara langsung terhadap pertumbuhan dalam konteks yang diteliti. Secara teoretis, eksploitasi berfokus pada optimalisasi proses dan stabilitas operasional, yang lebih relevan pada organisasi yang telah mencapai tingkat kematangan tertentu (Li et al., 2025; Farzaneh et al., 2022). Dalam konteks *startup*, aktivitas ini belum menjadi faktor utama dalam mendorong pertumbuhan karena organisasi masih berfokus pada eksplorasi peluang.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa eksploitasi dapat memberikan dampak positif pada organisasi yang telah stabil, tetapi pada *startup*, dominasi eksploitasi dapat mengurangi fleksibilitas inovasi (Müller et al., 2019). Hal ini menunjukkan adanya trade-off antara efisiensi dan adaptasi yang tidak selalu dapat diselesaikan secara simultan. Implikasi dari temuan ini menunjukkan bahwa eksploitasi tidak dapat diposisikan sebagai driver pertumbuhan pada fase awal *startup*. Dengan demikian, strategi yang terlalu berorientasi pada efisiensi perlu dipertimbangkan secara hati-hati agar tidak menghambat proses inovasi.

Pengaruh Mediasi Eksplorasi (H6)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa eksplorasi memediasi hubungan antara Pembaharuan Strategis dan Skalabilitas *Start-up*. Temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh *agility* terhadap pertumbuhan terjadi melalui aktivitas eksploratif yang dilakukan organisasi. Dalam perspektif teori, kapabilitas dinamis tidak menghasilkan kinerja secara langsung, tetapi melalui mekanisme operasional tertentu (Teece, 2007a). Eksplorasi dalam hal ini berfungsi sebagai mekanisme yang mengonversi kapabilitas strategis menjadi nilai ekonomi.

Penelitian terdahulu juga menunjukkan bahwa inovasi berperan sebagai mediator antara kapabilitas dan kinerja (Ryu et al., 2022; Korpysa, 2021). Dalam konteks *startup*, eksplorasi menjadi jalur utama karena pertumbuhan bergantung pada kemampuan menciptakan peluang baru. Implikasi dari temuan ini menunjukkan bahwa tanpa eksplorasi, Pembaharuan Strategis tidak memiliki kontribusi terhadap pertumbuhan. Dengan demikian, eksplorasi dapat diposisikan sebagai mekanisme inti dalam hubungan antara *agility* dan scalability.

Pengaruh Mediasi Eksploitasi (H7)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa eksploitasi tidak memediasi hubungan antara Pembaharuan Strategis dan Skalabilitas *Start-up*. Temuan ini menunjukkan bahwa efisiensi operasional tidak berfungsi sebagai mekanisme yang menghubungkan *agility* dengan pertumbuhan. Secara teoretis, eksploitasi lebih berkaitan dengan stabilitas dibandingkan pertumbuhan, sehingga perannya sebagai mediator menjadi terbatas. Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa eksploitasi lebih relevan pada organisasi yang telah matang (Seepana et al., 2022; Xia et al., 2024).

Dalam konteks *startup* SAAS, hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan efisiensi tidak secara otomatis menghasilkan pertumbuhan. Oleh karena itu, eksploitasi tidak dapat diposisikan sebagai jalur utama dalam proses scaling. Implikasi dari temuan ini menunjukkan bahwa hubungan antara Pembaharuan Strategis dan Skalabilitas lebih bersifat eksploratif dibandingkan ambidekster. Dengan demikian, keseimbangan antara eksplorasi dan eksploitasi belum menjadi kebutuhan utama pada fase awal perkembangan *startup*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini diarahkan untuk menjelaskan peran Pembaharuan Strategis dalam mendorong Skalabilitas *Start-up* melalui mekanisme Ambideksteritas Inovasi pada *startup* berbasis Software as a Service di Jakarta dan Surabaya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Pembaharuan Strategis tidak memberikan pengaruh langsung terhadap Skalabilitas *Start-up*, sehingga kelincuhan strategis tidak dapat diposisikan sebagai determinan utama pertumbuhan. Dampak Pembaharuan Strategis baru teraktualisasi ketika kapabilitas tersebut dikonversikan ke dalam aktivitas eksplorasi inovasi. Dengan demikian, hubungan antara kapabilitas strategis dan pertumbuhan bersifat tidak langsung dan sangat bergantung pada kemampuan organisasi dalam menciptakan nilai baru melalui inovasi.

Temuan penelitian juga menunjukkan bahwa Pembaharuan Strategis berkontribusi terhadap kedua dimensi Ambideksteritas Inovasi, yaitu eksplorasi dan eksploitasi. Namun demikian, hanya eksplorasi yang terbukti memiliki relevansi terhadap Skalabilitas *Start-up*, sedangkan eksploitasi tidak menunjukkan kontribusi yang signifikan. Kondisi ini mengindikasikan bahwa pada fase perkembangan *startup*, pertumbuhan lebih ditentukan oleh kemampuan eksploratif dibandingkan optimalisasi proses internal. Dengan demikian, struktur ambideksteritas inovasi yang terbentuk tidak bersifat seimbang, melainkan menunjukkan dominasi eksplorasi sebagai mekanisme utama pertumbuhan.

Secara teoretis, temuan ini memperkuat pandangan bahwa Dynamic Capability tidak bekerja secara langsung terhadap kinerja, melainkan melalui mekanisme operasional tertentu. Eksplorasi dalam hal ini berfungsi sebagai jalur utama yang mengonversi kapabilitas strategis menjadi nilai ekonomi. Selain itu, penelitian ini menunjukkan bahwa konsep ambideksteritas inovasi dalam konteks *startup* tidak dapat diasumsikan sebagai keseimbangan ideal antara

eksplorasi dan eksploitasi, melainkan perlu dipahami secara kontekstual sesuai dengan tahap perkembangan organisasi.

Secara praktis, temuan ini menunjukkan bahwa pengelolaan *startup* berbasis teknologi perlu menempatkan eksplorasi sebagai prioritas utama dalam strategi pertumbuhan. Kemampuan *agility* perlu diarahkan secara eksplisit pada aktivitas inovatif yang berorientasi pada penciptaan peluang baru, seperti pengembangan produk, eksperimen model bisnis, dan ekspansi pasar. Penekanan yang terlalu dini pada efisiensi operasional perlu dihindari, karena berpotensi mengurangi fleksibilitas organisasi dalam berinovasi dan menghambat proses pertumbuhan.

Rekomendasi yang dihasilkan dari penelitian ini mengarah pada perlunya penguatan pendekatan inovasi eksploratif dalam pengembangan *startup*, baik pada level organisasi maupun kebijakan. Bagi praktisi, strategi pengembangan sebaiknya difokuskan pada peningkatan kapasitas eksploratif sebelum mengoptimalkan efisiensi internal. Bagi pembuat kebijakan dan lembaga pendukung *startup*, dukungan terhadap aktivitas eksplorasi seperti riset dan pengembangan, eksperimen produk, serta fasilitasi pencarian pasar perlu diprioritaskan sebagai bagian dari upaya mendorong pertumbuhan yang bersifat skalabel.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk mengembangkan model yang lebih komprehensif dengan memasukkan variabel kontekstual yang dapat memengaruhi hubungan antar kapabilitas, seperti dinamika pasar, tingkat persaingan, serta orientasi kewirausahaan. Selain itu, pendekatan longitudinal diperlukan agar dinamika perubahan kapabilitas strategis dan inovasi dapat diamati secara lebih mendalam, sehingga hubungan kausal yang lebih kuat dapat diidentifikasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Box, P. O., & Kuopio, F.-. (2011). *Start-up* Motivations and Growth Orientation of Owners of Family Business - A Care Entrepreneurship Approach. *Electronic Journal of Family Business Studies (EJFBS)*, 5(1–2), 55–73.
- Cantamessa, M., Gatteschi, V., Perboli, G., & Rosano, M. (2018). *Startups'* roads to failure. *Sustainability (Switzerland)*, 10(7), 1–19. <https://doi.org/10.3390/su10072346>
- Chen, J., & Liu, L. (2020). Reconciling temporal conflicts in innovation ambidexterity: the role of TMT temporal leadership. *Journal of Knowledge Management*, 24(8), 1899–1920. <https://doi.org/10.1108/JKM-10-2019-0555>
- Choi, Y. R., Ha, S., & Kim, Y. (2022). Innovation ambidexterity, resource configuration and firm growth: is smallness a liability or an asset? *Small Business Economics*, 58(4), 2183–2209. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00507-3>
- Clauss, T., Abebe, M., Tangpong, C., & Hock, M. (2019). Strategic *Agility*, Business Model Innovation, and Firm Performance: An Empirical Investigation. *IEEE Transactions on Engineering Management*, 68(3), 767–784. <https://doi.org/10.1109/TEM.2019.2910381>
- Criscuolo, C., Calvino, F., & Menon, C. (2015). Cross-Country Evidence on *Startup* Dynamics.

- OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, (6), 1--61. Retrieved from <https://www.oecd.org/economy/growth/Cross-country-evidence-on-Start-up-dynamics.pdf>
- Doz, Y. L., & Kosonen, M. (2010). Embedding strategic *agility*: A leadership agenda for accelerating business model renewal. *Long Range Planning*, 43(2–3), 370–382. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2009.07.006>
- Ehsan, Z.-A. (2021). Defining a *Startup* - A Critical Analysis. *SSRN Electronic Journal*, (April). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3823361>
- Farzaneh, M., Wilden, R., Afshari, L., & Mehralian, G. (2022). Dynamic capabilities and innovation ambidexterity: The roles of intellectual capital and innovation orientation. *Journal of Business Research*, 148(April), 47–59. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.04.030>
- Hair, J F, Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (2019). *Multivariate Data Analysis*, Multivariate Data Analysis. In *Cengage* (8th Editio). Andover, Hampshire: Cengage.
- Hair, Joseph F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., Sarstedt, M., Danks, N. P., & Ray, S. (2021). *Mediation Analysis*. https://doi.org/10.1007/978-3-030-80519-7_7
- Hair, Joseph F, Risher, J. J., Sarstedt, M., & Ringle, C. M. (2019). The Results of PLS-SEM Article information. *European Business Review*, 31(1), 2–24.
- Hair, Joseph F, Sarstedt, M., & Ringle, C. M. (2017). Partial Least Squares Structural Equation Modeling. In *Springer International Publishing*. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-05542-8>
- Hair, Joseph Franklin, Ringle, C. M., Hult, G. T. M., & Sarstedt, M. (2021). Review of Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) Using R: A Workbook. In *Springer* (Vol. 30). <https://doi.org/10.1080/10705511.2022.2108813>
- Ismail, A., Kamel, S., & Wahba, K. (2019). The Impact of Technology-Based Incubators in Creating a Sustianable and Scalable *Start-up* Culture in Emerging Economies: A System Thinking Model. *Communications of the IBIMA*, 2019, 1943–7765. <https://doi.org/10.5171/2019.364776>
- Korpysa, J. (2021). Process ambidexterity in *startups* innovation. *Management Systems in Production Engineering*, 29(1), 27–32. <https://doi.org/10.2478/mspe-2021-0004>
- Kortmann, S. (2015). The Mediating Role of Strategic Orientations on the Relationship between Ambidexterity-Oriented Decisions and Innovative Ambidexterity. *Journal of Product Innovation Management*, 32(5), 666–684. <https://doi.org/10.1111/jpim.12151>
- Leih, S., & Teece, D. J. (2012). The Functions of Middle and Top Management in the Dynamic Capabilities Framework. *SSRN Electronic Journal*, 1–23.
- Li, X., Li, X., & Ding, S. (2025). Digital transformation and innovation ambidexterity: perspectives on accumulation and resilience effects. *European Journal of Innovation Management*, 28(4), 1601–1624. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/EJIM-07-2023->

0526

- Müller, S. D., Päske, N., & Rodil, L. (2019). Managing ambidexterity in *startups* pursuing digital innovation. *Communications of the Association for Information Systems*, 44(1), 273–298. <https://doi.org/10.17705/1CAIS.04418>
- Nugroho, R. A. (2021). Mengelola SDM dalam Dunia Digital Untuk Memperoleh SDM Yang Unggul dalam Mengelola Bisnis *Start-up* Bidang Jasa. *Jurnal Indonesia Sosial Sains*, 2(5), 827–845. <https://doi.org/10.36418/jiss.v2i5.300>
- Nugroho, R. A. (2023). Enhancing Innovation Behavior of Digital *Start-up* Employees: The Role of Knowledge Sharing and Creativity. *International Research Journal of Economics and Management Studies*, 2(2), 50–63. <https://doi.org/10.56472/25835238/IRJEMS-V2I2P106>
- Nugroho, R. A., Ferdinan, B. A., & Rosyadi, J. A. (2024). The Impact of Creative Leadership on *Strategic agility* in *Startups*: Mediating Roles of Resource Management and Innovative Work Behavior. *Business Review and Case Studies*, 5(2), 305–318. <https://doi.org/10.17358/brcs.5.2.305>
- Nurjaman, R., Rahayu, A., Wibowo, L. A., & Widjajani, W. (2021). The role of *strategic agility* towards the firm performance of logistics service providers in Indonesia. *Management Science Letters*, 11, 965–974. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2020.9.046>
- Olaleye, B. R., Anifowose, O. N., Efuntade, A. O., & Arije, B. S. (2021). The Role of Innovation and *Strategic agility* on Firms' Resilience: A Case Study of Tertiary Institutions in Nigeria. *Management Science Letters*, 11, 297–304. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2020.8.003>
- Prashantham, S., & Yip, G. S. (2016). Engaging with *Startups* in Emerging Markets. *MIT Sloan Management Review*, (Winter Issue).
- Rayis, H., Gamaputra, G., & R, E. Y. (2022). Strengthening Internal Factors for Campuspedia *Start-up* Growth. *The 3rd International Conference on Governance, Public Administration and Social Science (ICoGPASS)*, 1038–1061.
- Reed, J. (2021). *Strategic agility* in the SME: Use it before you lose it. *Journal of Small Business Strategy*, 31(3), 33–46.
- Ryu, D., Baek, K. H., & Yoon, J. (2022). Linking External Knowledge Search to *Innovation ambidexterity* in SMEs. *Science, Technology and Society*, 27(2), 159–171. <https://doi.org/https://doi.org/10.1177/09717218221074905>
- Schnellbaeher, B., Diefenbach, U., & Millemann, J. (2018). Putting the Individual in Ambidexterity – Identifying Activities to Achieve Organisational Ambidexterity and LongTerm Survival. *SSRN Electronic Journal*, 435–441. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3280278>
- Seepana, C., Apulraj, A., & Smart, P. K. (2022). Relational Resources for *Innovation ambidexterity* within Cooperative Relationship: The Contigent Role of Managerial Ambidexterity. *International Journal of Operations and Production Management*,

- 42(12), 1969–1994. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/IJOPM-10-2021-0666>
- Sestri, E., Anis, N., & Farah, R. (2025). The Role of Business Incubators in Facilitating *Startup* Growth in Indonesia. *Journal of Loomingulus Ja Innovatsioon*, 2(2), 59–69.
- Teece, D. J. (2007a). Explicating Dynamic Capabilities: The Nature and Microfoundations of (Sustainable) Enterprise Performance. *Strategic Management Journal*, 28, 1319–1350. <https://doi.org/10.1002/smj>
- Teece, D. J. (2007b). Explicating Dynamic Capabilities: The Nature and Microfoundations of (Sustainable) Enterprise Performance. *Strategic Management Journal*, 28(August), 1319–1350. <https://doi.org/10.1002/smj>
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (2009). Dynamic capabilities and strategic management. *Knowledge and Strategy*, 18(April 1991), 77–116. <https://doi.org/10.1093/0199248540.003.0013>
- Teixeira, E. G., Moura, G. L. de, Lopes, L. F. D., Marconatto, D. A. B., & Fischmann, A. A. (2021). The influence of dynamic capabilities on *startup* growth. *RAUSP Management Journal*, 56(1), 88–108. <https://doi.org/10.1108/RAUSP-08-2019-0176>
- Vonoga, A. (2018). *Start-ups* – an Element for Economic Growth and Innovativeness. *Latgale National Economy Research*, 1(10), 159. <https://doi.org/10.17770/Iner2018vol1.10.3458>
- Widjajani, & Nurjaman, R. (2020). The Framework of *Strategic agility* in Small and Medium Enterprise. *Journal of Physics: Conference Series*, 1477(5). <https://doi.org/10.1088/1742-6596/1477/5/052034>
- Xia, Q., Zhu, Q., Tan, M., & Xie, Y. (2024). A configurational analysis of innovation ambidexterity: evidence from Chinese niche leaders. *Chinese Management Studies*, 18(4), 954–977. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/CMS-01-2023-0032>

**THE MODERATING ROLE OF *FINANCIAL LITERACY* ON THE
IMPACT OF BEHAVIORAL BIASES TOWARD *INVESTMENT
DECISIONS* AMONG GENERATION Z IN INDONESIA**

Yandi Suprpto¹

yandi.suprpto@uib.ac.id

Wilson²

2241097.wilson@uib.edu

Candy³

candy.chua@uib.ac.id

^{1,2,3} Faculty of Economics, Batam International University, Kepulauan Riau, Indonesia

Abstract

Purpose: This study examines the influence of behavioral biases *anchoring* bias, *herding* bias, *loss aversion* bias, and mental *accounting* bias on *investment decisions*, and evaluates the moderating role of *financial literacy* among Generation Z investors in Indonesia.

Design/Methodology/Approach: A quantitative survey approach was employed using data collected from 276 Generation Z investors with prior investment experience. The data were analyzed using Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) to assess both direct and moderating effects.

Findings: The results indicate that *loss aversion* and mental *accounting* biases have a significant positive effect on *investment decisions*, while *anchoring* and *herding* biases exhibit positive but insignificant effects. *Financial literacy* is found to significantly moderate the relationships between *anchoring* bias and *herding* bias with *investment decisions*, while no moderating effect is observed in the relationships involving *loss aversion* and mental *accounting*.

Practical Implications: *Financial literacy* plays a selective role in mitigating behavioral biases, particularly those associated with heuristic-driven decision-making. Therefore, targeted financial education programs are required to enhance rational investment behavior among Generation Z investors.

Originality/Value: This study provides evidence that the effectiveness of *financial literacy* as a moderating mechanism is contingent upon the type of behavioral bias, thereby offering a more nuanced understanding of behavioral finance in the context of emerging market investors.

Keywords: behavioral biases, financial literacy, *investment decisions*, Generation Z, PLS-SEM

PENDAHULUAN

Dalam beberapa tahun terakhir, peningkatan partisipasi investor Generasi Z di Indonesia dalam aktivitas investasi digital telah mengalami perkembangan yang signifikan (KSEI, 2024). Fenomena ini menunjukkan adanya pergeseran perilaku keuangan pada kelompok usia muda yang semakin aktif dalam memanfaatkan platform digital untuk berinvestasi. Namun demikian, proses pengambilan keputusan investasi tidak selalu dilakukan secara rasional, melainkan dipengaruhi oleh berbagai faktor psikologis, khususnya bias perilaku.

Pengambilan keputusan investasi dipahami sebagai tahap akhir dalam proses investasi yang menentukan hasil akhir dari aktivitas tersebut. Secara teoritis, keputusan investasi diharapkan bersifat rasional dan berbasis informasi. Akan tetapi, dalam praktiknya, keputusan tersebut sering kali dipengaruhi oleh bias kognitif yang dapat mengganggu penilaian objektif terhadap informasi yang tersedia. Bias perilaku seperti *anchoring*, *loss aversion*, *mental accounting*, dan *herding* telah diidentifikasi sebagai faktor yang memengaruhi keputusan investasi secara signifikan, terutama pada investor dengan pengalaman yang terbatas (Mahmood et al., 2024; Almansour et al., 2023).

Dominasi investor Generasi Z dalam pasar modal Indonesia semakin memperkuat urgensi penelitian ini. Data menunjukkan bahwa kelompok usia ≤ 30 tahun mendominasi investor pasar modal dengan proporsi mencapai 55% (KSEI, 2024). Meskipun demikian, dominasi tersebut tidak diikuti oleh kepemilikan aset yang besar, sehingga menunjukkan bahwa investor Generasi Z masih berada pada tahap awal dalam aktivitas investasi. Kondisi ini mengindikasikan bahwa potensi terjadinya bias perilaku pada kelompok ini relatif tinggi dibandingkan generasi lainnya.

Fenomena serupa juga terlihat pada investasi berbasis aset kripto, di mana Generasi Z merupakan kelompok pengguna terbesar pada platform digital seperti *Tokocrypto* (Ludwianto, 2022). Karakteristik instrumen investasi yang berisiko tinggi seperti *cryptocurrency* semakin meningkatkan kompleksitas pengambilan keputusan investasi. Oleh karena itu, kemampuan dalam memahami risiko dan mengelola informasi menjadi faktor yang sangat penting bagi investor muda.

Dalam hal ini, literasi keuangan dipandang sebagai mekanisme yang dapat mengurangi dampak negatif bias perilaku. Investor dengan tingkat literasi keuangan yang rendah cenderung menghadapi risiko yang lebih besar serta lebih sering melakukan pengambilan keputusan yang tidak rasional (Adil et al., 2021). Meskipun tingkat literasi keuangan di Indonesia mengalami peningkatan hingga mencapai 65,43%, tingkat tersebut masih tergolong moderat dan belum merata pada seluruh kelompok usia (OJK & BPS, 2024). Kelompok usia muda, khususnya pelajar dan mahasiswa, masih menunjukkan tingkat literasi yang relatif rendah, sehingga berpotensi mengalami kesalahan dalam pengambilan keputusan investasi.

Sejumlah penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa literasi keuangan memiliki peran penting dalam meningkatkan kualitas pengambilan keputusan investasi dengan mengurangi pengaruh bias perilaku (Mahmood et al., 2024; Bai, 2023; Oppong et al., 2023) . Namun demikian, temuan empiris yang ada belum menunjukkan konsistensi. Beberapa penelitian justru menunjukkan bahwa literasi keuangan tidak selalu mampu mengurangi pengaruh bias perilaku secara signifikan (Sulistianingsih & Santi, 2023) . Ketidakkonsistenan ini menunjukkan adanya celah penelitian yang perlu dikaji lebih lanjut, khususnya pada konteks investor Generasi Z di Indonesia.

Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini difokuskan pada analisis pengaruh bias perilaku terhadap keputusan investasi dengan mempertimbangkan peran literasi keuangan sebagai variabel moderasi. Pendekatan ini diharapkan dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai bagaimana mekanisme kognitif dan pengetahuan keuangan berinteraksi dalam membentuk keputusan investasi. Selain itu, penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris dalam literatur keuangan perilaku, khususnya pada konteks negara berkembang dan kelompok investor muda.

LITERATUR REVIEW

Penelitian ini didasarkan pada *Dual-Process Theory* yang menjelaskan bahwa pengambilan keputusan manusia dipengaruhi oleh dua sistem kognitif yang berbeda, yaitu sistem intuitif dan sistem analitis. Sistem pertama (System 1) beroperasi secara cepat, otomatis, dan berbasis emosi, sehingga cenderung menghasilkan keputusan yang dipengaruhi oleh bias kognitif. Sebaliknya, sistem kedua (System 2) bersifat lebih lambat, analitis, dan rasional, sehingga memungkinkan individu untuk mengevaluasi informasi secara lebih objektif (Kahneman, 2011; Krämer, 2014) .

Dalam konteks investasi, dominasi System 1 akan meningkatkan kecenderungan investor untuk terpengaruh oleh bias perilaku seperti *loss aversion* dan *herding*. Sebaliknya, System 2 membutuhkan kemampuan analitis yang lebih tinggi, yang dalam hal ini dapat diperkuat melalui literasi keuangan (Chick, 2019) . Oleh karena itu, literasi keuangan diposisikan sebagai mekanisme yang dapat meningkatkan kualitas pengambilan keputusan dengan mengurangi pengaruh bias perilaku.

Anchoring bias merujuk pada kecenderungan individu untuk menjadikan informasi awal sebagai referensi utama dalam pengambilan keputusan. Dalam konteks investasi, informasi awal seperti harga saham atau tren pasar dapat menjadi acuan utama yang memengaruhi keputusan investor. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa *anchoring* bias dapat meningkatkan keyakinan investor dalam mengambil keputusan, meskipun keputusan tersebut belum tentu optimal (Mahmood et al., 2024; Shahzad et al., 2024; Zhang et al., 2022) .

H1: *Anchoring* bias has a positive effect on investment decisions.

Herding bias menggambarkan kecenderungan investor untuk mengikuti perilaku investor lain dalam pengambilan keputusan. Dalam kondisi ketidakpastian pasar, investor cenderung mengandalkan informasi kolektif untuk mengurangi risiko yang dirasakan. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa *herding* bias dapat memengaruhi keputusan investasi secara signifikan, terutama dalam situasi pasar yang volatil (Abideen et al., 2023; Almansour et al., 2023; Mahmood et al., 2024) .

H2: *Herding* bias has a positive effect on investment decisions.

Loss aversion tidak hanya merepresentasikan ketakutan terhadap kerugian, tetapi juga mencerminkan mekanisme evaluasi risiko yang asimetris, di mana kerugian dipersepsikan lebih besar dibandingkan keuntungan dengan nilai yang sama (Kahneman & Tversky, 1979). Dalam konteks investasi, kondisi ini mendorong investor untuk melakukan pengambilan keputusan yang lebih berhati-hati dan defensif. Namun, asumsi bahwa perilaku tersebut selalu berdampak negatif perlu dikaji secara kritis.

Dalam kondisi tertentu, sensitivitas terhadap kerugian justru dapat meningkatkan kualitas keputusan investasi karena investor menjadi lebih selektif dalam memilih instrumen investasi dan lebih mempertimbangkan risiko secara mendalam. Hal ini didukung oleh temuan empiris yang menunjukkan bahwa investor dengan tingkat *loss aversion* tinggi cenderung melakukan evaluasi yang lebih sistematis sebelum mengambil keputusan (Lathief et al., 2024; Zhou, 2023) . Dengan demikian, *loss aversion* tidak semata-mata bersifat irasional, melainkan dapat berfungsi sebagai mekanisme pengendalian risiko yang memperbaiki kualitas keputusan investasi, khususnya pada investor yang masih berada pada tahap pembelajaran seperti Generasi Z.

H3: *Loss aversion* bias has a positive effect on investment decisions.

Mental accounting merupakan bias yang berkaitan dengan cara individu mengelompokkan dan mengevaluasi sumber daya keuangan secara terpisah. Dalam perspektif klasik, perilaku ini dianggap tidak rasional karena investor tidak mengevaluasi portofolio secara keseluruhan. Namun, pendekatan ini perlu ditelaah kembali dalam konteks investor modern.

Mental accounting dapat memberikan struktur kognitif yang membantu investor dalam memahami posisi keuangan secara lebih jelas. Dengan membagi aset ke dalam kategori tertentu, investor dapat mengelola risiko secara lebih terkontrol serta menghindari eksposur risiko yang berlebihan. Penelitian menunjukkan bahwa *mental accounting* dapat meningkatkan kualitas pengambilan keputusan dengan cara menyederhanakan kompleksitas informasi keuangan (Baker et al., 2019; Bai, 2023) .

Namun demikian, efektivitas *mental accounting* sangat bergantung pada kemampuan individu dalam memahami prinsip keuangan. Tanpa pemahaman yang memadai, pembagian aset secara mental justru dapat menyebabkan keputusan yang tidak optimal. Oleh karena itu, hubungan antara *mental accounting* dan keputusan investasi tidak dapat dipahami secara linear, melainkan dipengaruhi oleh tingkat literasi keuangan.

H4: Mental *accounting* bias has a positive effect on *investment decisions*.

Literasi keuangan tidak hanya berfungsi sebagai pengetahuan, tetapi sebagai kapasitas kognitif yang memungkinkan investor untuk mengaktifkan sistem analitis (System 2) dalam pengambilan keputusan (Kahneman, 2011). Dengan demikian, literasi keuangan tidak secara langsung menghilangkan bias perilaku, melainkan mengubah cara bias tersebut diproses dalam keputusan investasi.

Pada *anchoring* bias, literasi keuangan memungkinkan investor untuk melakukan evaluasi ulang terhadap informasi awal dengan membandingkan berbagai sumber data. Dengan meningkatnya kemampuan analitis, ketergantungan terhadap *anchor* menjadi berkurang karena keputusan tidak lagi didasarkan pada informasi awal semata (Barno et al., 2021; Wang, 2023).

H5: *Financial literacy* moderates the relationship between *anchoring* bias and *investment decisions*.

Pada *herding* bias, literasi keuangan berperan dalam meningkatkan independensi keputusan. Investor dengan tingkat literasi tinggi cenderung tidak sepenuhnya bergantung pada keputusan kelompok, melainkan mengombinasikan informasi sosial dengan analisis pribadi. Dengan demikian, efek *herding* tidak sepenuhnya dihilangkan, tetapi dikontrol melalui proses evaluasi yang lebih rasional (Adil et al., 2021; Bai, 2023).

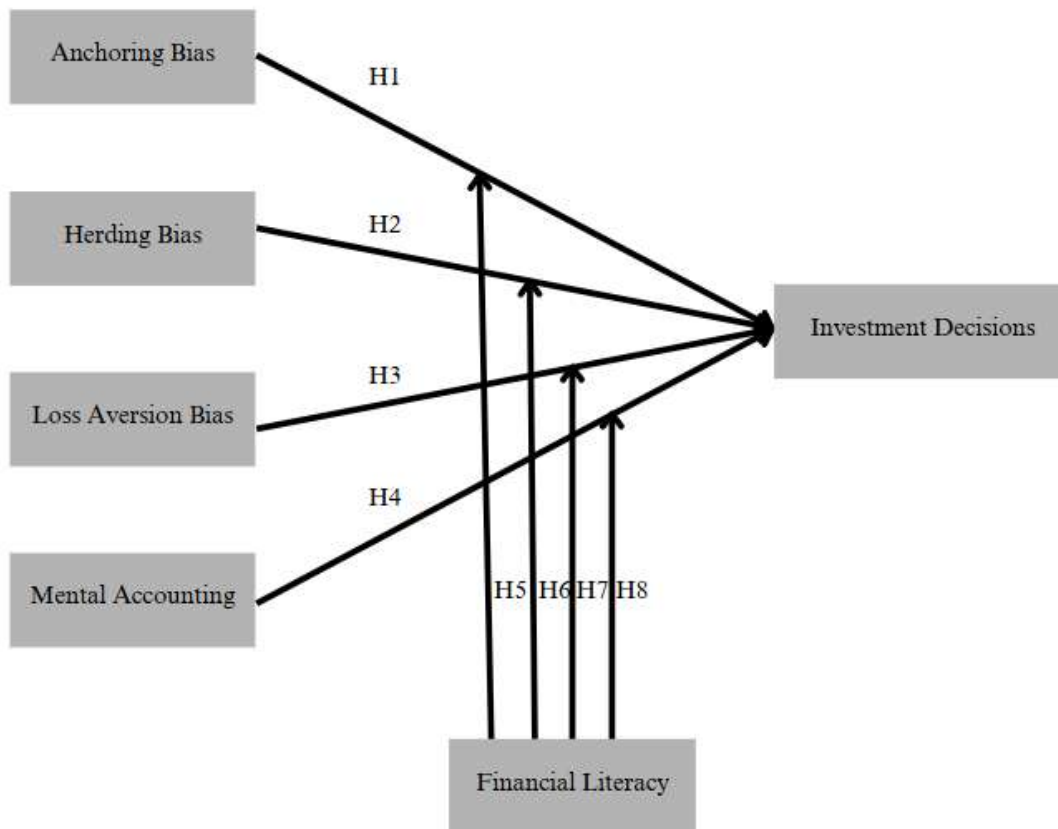
H6: *Financial literacy* moderates the relationship between *herding* bias and *investment decisions*.

Pada *loss aversion*, peran literasi keuangan menjadi lebih kompleks. Meskipun literasi keuangan dapat meningkatkan pemahaman terhadap risiko dan diversifikasi, bias emosional yang mendasari *loss aversion* bersifat lebih mendalam dan sulit diintervensi oleh pengetahuan semata. Oleh karena itu, literasi keuangan tidak selalu mampu mengurangi pengaruh *loss aversion* secara signifikan, karena keputusan tetap dipengaruhi oleh respon emosional terhadap kerugian (Islam et al., 2024; Limarus & Pamungkas, 2023).

H7: *Financial literacy* moderates the relationship between *loss aversion* bias and *investment decisions*.

Pada *mental accounting*, literasi keuangan dapat meningkatkan efektivitas penggunaan strategi pengelompokan aset. Investor dengan literasi tinggi dapat memanfaatkan *mental accounting* secara lebih rasional, misalnya dalam mengalokasikan risiko dan mengelola portofolio. Namun, jika tidak didukung oleh pemahaman yang memadai, praktik ini justru dapat memperkuat bias. Dengan demikian, peran literasi keuangan bersifat kondisional dan tidak selalu menghasilkan pengaruh yang signifikan (Baker et al., 2019; Bai, 2023).

H8: *Financial literacy* moderates the relationship between *mental accounting* bias and *investment decisions*.



Gambar 1. Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain survei untuk menganalisis pengaruh bias perilaku terhadap keputusan investasi serta peran moderasi literasi keuangan pada investor Generasi Z di Indonesia. Pendekatan kuantitatif dipilih karena memungkinkan pengujian hubungan kausal antarvariabel secara empiris melalui analisis statistik yang terstruktur (Hair et al., 2019). Metode survei digunakan untuk memperoleh data primer secara langsung dari responden terkait pengalaman investasi dan kecenderungan bias perilaku yang dimiliki.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh investor di Indonesia, dengan fokus pada investor Generasi Z sebagai unit analisis. Pemilihan sampel dilakukan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria: (1) berdomisili di Indonesia, (2) termasuk dalam kategori Generasi Z, dan (3) memiliki pengalaman investasi. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sebanyak 276 responden sebagai sampel penelitian. Jumlah sampel ini telah memenuhi ketentuan minimum dalam analisis *Partial Least Squares Structural Equation Modeling* (PLS-

SEM), yaitu minimal sepuluh kali jumlah indikator yang digunakan dalam model penelitian (Hair et al., 2019).

Pengumpulan data dilakukan melalui kuesioner *online* menggunakan platform Google Forms. Instrumen penelitian disusun dalam dua bagian. Bagian pertama memuat informasi demografis responden, meliputi usia, jenis kelamin, tingkat pendidikan, pekerjaan, dan penghasilan. Bagian kedua memuat pengukuran variabel penelitian, yaitu bias perilaku (*anchoring bias*, *herding bias*, *loss aversion bias*, dan *mental accounting*), literasi keuangan, serta keputusan investasi. Seluruh indikator diukur menggunakan skala Likert lima poin (1 = sangat tidak setuju hingga 5 = sangat setuju), yang dirancang untuk menangkap persepsi dan kecenderungan perilaku responden secara kuantitatif.

Instrumen penelitian diadaptasi dari penelitian terdahulu yang telah teruji validitas dan reliabilitasnya. Hal ini dilakukan untuk memastikan bahwa konstruk yang diukur memiliki kesesuaian konseptual dan dapat dibandingkan dengan penelitian sebelumnya.

Tabel 1 Pengukuran Variabel

Variables	Measurement	Source
<i>Anchoring Bias</i>	You rely on your previous experiences in the market for your future decisions. You forecast the changes in stock prices in the future based on recent stock prices. The high rate of return in the market is the main motivating factor for investing in the stock market. The high rate of return in the market is due to excessive trading in the stock market. In my opinion, first information about an investment in the market should be reliable.	(Mahmood et al., 2024; Shahzad et al., 2024)
<i>Herding Bias</i>	I prefer to invest in the same avenue where my relatives and peers have invested. I prefer to invest in the avenue where most people invest. I take my investment decision on the basis of others' recommendations. Information about the company in print and electronic media affects my investment decision. I take my investment decision differently from the majority of investors.	(Mahmood et al., 2024; Islam et al., 2024)
<i>Loss aversion Bias</i>	I become more risk averse after a prior loss. I avoid selling an investment at a loss with the expectation that its future value will improve.	(Islam et al., 2024)

Mental <i>Accounting</i>	I usually stop taking my <i>investment decisions</i> with a fear of incurring losses. I believe that loss of Rp1.000.000 is more painful than pleasure from gain of Rp1.000.000. I usually wait for gainful returns to sell my investment.	(Islam et al., 2024)
Financial Literacy	I invest in highly diversified portfolio. For me regular income and capital gain in an investment are of same importance. I have better understanding of how to invest my money. I have better understanding of how to manage my credit use. I have the ability to maintain financial records for my income and expenditure. I have little or no difficulty in managing my money. I have better understanding of financial instruments (e.g. bonds, stocks, T-bill, futures, options).	(Bai, 2023)
<i>Investment decisions</i>	I bought bonds, stocks, or mutual funds. I get better returns from my investment than expected. I believe that my investments have a high degree of safety and security. My <i>investment decisions</i> give me a feeling of satisfaction. Prevailing market information influences my investment decision.	(Mahmood et al., 2024)

Data yang telah dikumpulkan kemudian dianalisis menggunakan metode *Partial Least Squares Structural Equation Modeling* (PLS-SEM) dengan bantuan perangkat lunak *SmartPLS*. Metode ini dipilih karena memiliki kemampuan dalam menguji hubungan kompleks antarvariabel laten, termasuk efek moderasi, serta tidak mensyaratkan distribusi data normal secara ketat (Hair et al., 2019).

Analisis dilakukan dalam dua tahap utama, yaitu evaluasi model pengukuran (*outer model*) dan model struktural (*inner model*). Evaluasi *outer model* dilakukan untuk menguji validitas konvergen, validitas diskriminan, dan reliabilitas konstruk. Selanjutnya, evaluasi *inner model* dilakukan untuk menguji hubungan antarvariabel melalui pengujian hipotesis, termasuk pengaruh langsung dan efek moderasi literasi keuangan terhadap hubungan antara bias perilaku dan keputusan investasi.

HASIL PENELITIAN

Analisis deskriptif dilakukan untuk menggambarkan karakteristik responden yang menjadi sumber data penelitian. Tahap ini diperlukan agar komposisi sampel dapat dipahami sebelum hubungan antarvariabel diuji lebih lanjut. Sebanyak 300 kuesioner disebar, dan 276 respons yang memenuhi kriteria berhasil diperoleh untuk dianalisis. Komposisi responden kemudian disajikan pada Tabel 2

Tabel 2. Karakteristik Responden

Demografi	Kategori	Frekuensi	Persentase
Jenis Kelamin	Pria	154	55,80%
	Wanita	122	44,20%
Usia	17–22 tahun	93	33,70%
	23–27 tahun	183	66,30%
Pendidikan Terakhir	SD	2	0,72%
	SMP	5	1,81%
	SMA/SMK	126	45,65%
	S1	139	50,36%
	S2	4	1,45%
Pekerjaan	Belum bekerja	18	6,52%
	Pegawai negeri	41	14,86%
	Pegawai swasta	81	29,35%
	Pelajar	60	21,74%
	Wiraswasta	76	27,54%
Pendapatan per Bulan	< Rp 5.000.000	119	43,12%
	Rp 5.000.000 – Rp 10.000.000	109	39,49%
	> Rp 10.000.000	48	17,39%

Sumber: data diolah dari hasil kuesioner.

Berdasarkan Tabel 2, sampel didominasi oleh responden laki-laki dan berada pada rentang usia 23–27 tahun. Komposisi ini menunjukkan bahwa responden secara umum berada pada fase dewasa muda, yaitu fase ketika kemandirian finansial mulai terbentuk dan keputusan investasi mulai dilakukan secara lebih aktif. Dari sisi pendidikan, dominasi lulusan SMA/SMK dan S1 menunjukkan bahwa keputusan investasi pada sampel penelitian diambil oleh kelompok yang telah memiliki akses terhadap pendidikan formal yang cukup. Dari sisi pekerjaan, dominasi pegawai swasta, wiraswasta, dan pelajar menunjukkan bahwa perilaku investasi pada Generasi Z telah berkembang tidak hanya pada kelompok yang telah bekerja penuh waktu, tetapi juga pada kelompok yang masih berada dalam fase transisi pendidikan ke dunia kerja.

Distribusi pendapatan yang didominasi kelompok berpendapatan di bawah Rp10.000.000 per bulan juga menunjukkan bahwa keputusan investasi pada sampel ini kemungkinan besar dilakukan dalam kondisi sumber daya finansial yang masih relatif terbatas. Kondisi tersebut penting, karena keterbatasan sumber daya sering kali membuat bias perilaku menjadi lebih menonjol dalam pengambilan keputusan.

Model pengukuran dievaluasi melalui pengujian validitas konvergen, validitas *diskriminan*, dan reliabilitas. Tahap ini diperlukan untuk memastikan bahwa setiap indikator benar-benar merefleksikan *konstruk* laten yang diukur dan bahwa instrumen yang digunakan memiliki konsistensi internal yang memadai. Validitas konvergen diuji melalui *outer loading* dan *Average Variance Extracted* (AVE). Nilai *outer loading* yang ideal berada pada atau di atas 0,70, sedangkan nilai AVE yang memadai berada di atas 0,50. Berdasarkan hasil yang tersedia, dua indikator, yaitu A2 dan H5, telah dieliminasi karena tidak memenuhi kriteria minimum. Setelah penghapusan tersebut, seluruh konstruk memenuhi syarat validitas konvergen.

Tabel 3. Hasil Uji Validitas Konvergen

Konstruk	Item	Outer Loading	AVE
<i>Anchoring Bias</i>	A1	0,763	0,77
	A3	0,820	
	A4	0,726	
	A5	0,790	
<i>Herding Bias</i>	H1	0,828	0,79
	H2	0,834	
	H3	0,667	
	H4	0,822	
<i>Loss aversion Bias</i>	LA1	0,760	0,76
	LA2	0,816	
	LA3	0,700	
	LA4	0,757	
<i>Mental Accounting Bias</i>	MA1	0,806	0,81
	MA2	0,792	
	MA3	0,832	
Financial Literacy	FL1	0,851	0,75
	FL2	0,773	
	FL3	0,686	
	FL4	0,749	
	FL5	0,667	
<i>Investment decisions</i>	ID1	0,704	0,75

ID2	0,664
ID3	0,817
ID4	0,821
ID5	0,755

Berdasarkan tabel 3, seluruh konstruk telah memenuhi nilai AVE di atas 0,50. Dengan demikian, sebagian besar varians indikator telah berhasil dijelaskan oleh konstruk masing-masing. Meskipun beberapa indikator masih berada pada kisaran 0,60–0,70, indikator-indikator tersebut masih dapat dipertahankan karena nilai AVE konstruk tetap memenuhi batas minimum. Secara substantif, hasil ini menunjukkan bahwa indikator yang digunakan telah memiliki kemampuan yang memadai dalam merepresentasikan *anchoring* bias, *herding* bias, *loss aversion* bias, mental *accounting* bias, financial literacy, dan *investment decisions*.

Validitas diskriminan diuji dengan pendekatan cross-loading. Uji ini dilakukan untuk memastikan bahwa setiap indikator memiliki korelasi tertinggi pada konstruk yang seharusnya diukur, bukan pada konstruk lain. Hasil rinci disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. Hasil Uji Validitas Diskriminan (Cross-Loading)

Item	AB	HB	LAB	MAB	FL	ID
A1	0,763	0,243	0,414	0,397	0,452	0,383
A3	0,820	0,312	0,509	0,431	0,405	0,423
A4	0,726	0,443	0,375	0,528	0,381	0,322
A5	0,790	0,450	0,377	0,465	0,418	0,444
FL1	0,397	0,390	0,483	0,642	0,851	0,601
FL2	0,361	0,437	0,497	0,531	0,773	0,539
FL3	0,374	0,456	0,425	0,524	0,686	0,468
FL4	0,545	0,316	0,541	0,495	0,749	0,562
FL5	0,309	0,135	0,383	0,350	0,667	0,507
H1	0,380	0,828	0,448	0,429	0,365	0,322
H2	0,345	0,834	0,409	0,455	0,299	0,342
H3	0,370	0,667	0,443	0,382	0,408	0,314
H4	0,371	0,822	0,406	0,407	0,394	0,311
ID1	0,556	0,331	0,482	0,498	0,506	0,704
ID2	0,235	0,239	0,380	0,415	0,601	0,664
ID3	0,365	0,348	0,482	0,513	0,595	0,817
ID4	0,360	0,335	0,440	0,548	0,527	0,821
ID5	0,410	0,281	0,483	0,457	0,472	0,755
LA1	0,511	0,304	0,760	0,480	0,539	0,478
LA2	0,388	0,396	0,816	0,440	0,529	0,491
LA3	0,306	0,409	0,700	0,374	0,406	0,366
LA4	0,422	0,539	0,757	0,518	0,414	0,478

MA1	0,567	0,386	0,508	0,806	0,537	0,577
MA2	0,431	0,444	0,433	0,792	0,566	0,488
MA3	0,397	0,468	0,514	0,832	0,561	0,498

Keterangan: AB = *Anchoring Bias*; HB = *Herding Bias*; LAB = *Loss aversion Bias*; MAB = *Mental Accounting Bias*; FL = *Financial Literacy*; ID = *Investment decisions*. Sumber: hasil pengolahan SmartPLS.

Berdasarkan Tabel 4, setiap indikator menunjukkan nilai loading tertinggi pada konstraknya masing-masing. Hal ini menunjukkan bahwa masing-masing konstruk telah memiliki batas konseptual yang memadai dan tidak tercampur secara substansial dengan konstruk lainnya. Dengan demikian, validitas diskriminan model dapat dinyatakan terpenuhi. Secara metodologis, hasil ini penting karena memastikan bahwa hubungan struktural yang diuji pada tahap berikutnya benar-benar terjadi antar konstruk yang berbeda, bukan akibat tumpang tindih pengukuran. Reliabilitas diuji melalui Cronbach's alpha dan composite reliability. Kedua ukuran tersebut digunakan untuk memastikan konsistensi internal antar indikator dalam satu konstruk. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 5.

Tabel 5 Hasil Uji Reliabilitas

Konstruk	Cronbach's Alpha	Composite Reliability	Kesimpulan
<i>Anchoring Bias</i>	0,780	0,858	Reliable
<i>Herding Bias</i>	0,797	0,869	Reliable
<i>Loss aversion Bias</i>	0,756	0,845	Reliable
<i>Mental Accounting Bias</i>	0,739	0,851	Reliable
<i>Financial Literacy</i>	0,800	0,863	Reliable
<i>Investment decisions</i>	0,808	0,868	Reliable

Sumber: hasil pengolahan SmartPLS.

Berdasarkan Tabel 5, seluruh konstruk menunjukkan nilai Cronbach's alpha dan composite reliability di atas 0,70. Oleh karena itu, konsistensi internal instrumen dapat dinyatakan baik. Hasil ini menunjukkan bahwa indikator dalam setiap konstruk bekerja secara stabil dan searah dalam merepresentasikan variabel laten masing-masing. Dengan terpenuhinya validitas dan reliabilitas, model pengukuran dapat dinyatakan layak untuk dilanjutkan ke pengujian model struktural.

Setelah model pengukuran dinyatakan layak, pengujian dilanjutkan pada model struktural untuk menguji hipotesis langsung dan tidak langsung. Pengujian dilakukan untuk menjelaskan bagaimana bias perilaku memengaruhi keputusan investasi, serta bagaimana *financial literacy* berperan sebagai variabel moderasi.

Tabel 6. Hasil Pengujian Pengaruh Langsung

Hipotesis	Jalur	Sample Mean (M)	p-values	Hasil
H1	AB → ID	0,055	0,406	Rejected
H2	HB → ID	0,051	0,327	Rejected
H3	LAB → ID	0,231	0,003	Accepted
H4	MAB → ID	0,180	0,006	Accepted

Sumber: hasil pengolahan SmartPLS.

Berdasarkan Tabel 6, *anchoring* bias tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap *investment decisions*. Hasil ini menunjukkan bahwa investor Generasi Z dalam sampel penelitian tidak sepenuhnya menjadikan informasi awal sebagai dasar utama dalam pengambilan keputusan investasi. Secara teoritis, *anchoring* seharusnya berperan ketika investor sangat tergantung pada titik referensi pertama. Namun, pada kelompok Generasi Z yang hidup dalam lingkungan informasi digital yang sangat dinamis, ketergantungan pada satu informasi awal tampaknya menjadi lebih lemah. Arus informasi yang cepat, paparan berbagai sumber digital, serta akses terhadap komunitas investasi dapat menyebabkan referensi awal menjadi lebih mudah digantikan oleh informasi baru. Oleh karena itu, pengaruh *anchoring* menjadi tidak cukup kuat untuk menghasilkan hubungan yang signifikan.

Herding bias juga tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Temuan ini mengindikasikan bahwa keputusan investasi pada responden tidak sepenuhnya dibentuk oleh kecenderungan mengikuti mayoritas. Meskipun perilaku *herding* secara teoritis sering muncul dalam kondisi ketidakpastian, hasil ini menunjukkan bahwa investor Generasi Z dalam penelitian ini tidak serta-merta meniru keputusan kelompok. Hal tersebut dapat diinterpretasikan sebagai adanya kecenderungan untuk tetap melakukan penilaian individual sebelum mengambil keputusan. Dengan kata lain, pengaruh sosial memang mungkin ada, tetapi belum cukup dominan untuk secara langsung menentukan keputusan investasi.

Sebaliknya, *loss aversion* bias terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap *investment decisions*. Temuan ini menunjukkan bahwa sensitivitas terhadap kemungkinan kerugian justru mendorong investor menjadi lebih berhati-hati, lebih terencana, dan lebih aktif dalam mengevaluasi keputusan. Hasil ini penting, karena *loss aversion* sering kali hanya dipahami sebagai sumber irasionalitas. Padahal, dalam konteks investor muda, rasa takut rugi dapat berfungsi sebagai mekanisme disiplin yang mendorong evaluasi risiko lebih mendalam sebelum keputusan diambil. Dengan demikian, bias ini tidak semata-mata bersifat negatif, melainkan dapat menghasilkan perilaku investasi yang lebih waspada.

Mental *accounting* bias juga terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap *investment decisions*. Hasil ini menunjukkan bahwa kecenderungan untuk memisahkan uang ke dalam kategori-kategori tertentu justru membantu investor dalam mengelola keputusan investasi

secara lebih terstruktur. Pada investor muda, pembagian mental terhadap dana investasi, dana aman, dan dana spekulatif dapat mempermudah pengelolaan risiko dan memperjelas tujuan investasi. Oleh karena itu, mental *accounting* dalam konteks ini tidak hanya dipahami sebagai penyimpangan dari rasionalitas ekonomi klasik, tetapi juga sebagai strategi kognitif yang membantu penyederhanaan keputusan.

Secara keseluruhan, hasil pengaruh langsung menunjukkan bahwa bias yang bersifat internal dan afektif-kognitif yaitu *loss aversion* dan mental *accounting* lebih berperan dalam memengaruhi keputusan investasi dibandingkan bias yang bersifat eksternal dan sosial-kognitif seperti *anchoring* dan *herding*. Temuan ini menunjukkan bahwa keputusan investasi Generasi Z dalam penelitian ini lebih banyak dibentuk oleh cara individu memproses risiko dan mengelola informasi keuangan secara internal daripada oleh tekanan sosial atau referensi awal.

Pengaruh *moderasi financial literacy* diuji untuk mengetahui apakah tingkat literasi keuangan mampu memperkuat atau memperlemah pengaruh bias perilaku terhadap keputusan investasi. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 7. Sama seperti tabel sebelumnya, data asli yang tersedia hanya memuat sample mean, p-values, dan keputusan hipotesis, sehingga tabel dipertahankan sesuai keluaran yang tersedia dalam naskah.

Tabel 7. Hasil Pengujian Efek Moderasi

Hipotesis	Jalur	Sample Mean (M)	p-values	Hasil
H5	FL × AB → ID	0,124	0,029	Accepted
H6	FL × HB → ID	-0,150	0,002	Accepted
H7	FL × LAB → ID	0,041	0,425	Rejected
H8	FL × MAB → ID	0,098	0,106	Rejected

Sumber: hasil pengolahan SmartPLS.

Berdasarkan tabel 7, *financial literacy* terbukti memoderasi hubungan antara *anchoring* bias dan *investment decisions*. Hasil ini menunjukkan bahwa literasi keuangan memiliki peran dalam mengubah cara investor memproses informasi awal. Ketika investor memiliki tingkat literasi keuangan yang lebih baik, informasi awal tidak lagi diterima secara mentah, melainkan cenderung diverifikasi dan dibandingkan dengan informasi lain. Dengan demikian, peran literasi keuangan dapat dipahami sebagai mekanisme penguatan proses analitis yang menahan kecenderungan investor untuk bergantung sepenuhnya pada *anchor* awal.

Financial literacy juga terbukti memoderasi hubungan antara *herding* bias dan keputusan investasi, dengan arah moderasi negatif signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa semakin tinggi literasi keuangan, semakin lemah pengaruh *herding* terhadap keputusan investasi. Hasil ini sangat penting, karena menunjukkan bahwa pengetahuan keuangan tidak sekadar meningkatkan informasi yang dimiliki investor, tetapi juga meningkatkan independensi keputusan. Investor yang memahami prinsip investasi, risiko, dan evaluasi informasi akan

cenderung tidak mudah terseret tekanan sosial atau tren mayoritas. Dengan kata lain, literasi keuangan berfungsi sebagai mekanisme debiasing terhadap pengaruh sosial.

Sebaliknya, *financial literacy* tidak terbukti memoderasi hubungan *loss aversion* bias dengan *investment decisions*. Hasil ini menunjukkan bahwa pengetahuan keuangan saja belum cukup untuk menekan kecenderungan emosional yang bersumber dari rasa takut rugi. *Loss aversion* memiliki komponen afektif yang kuat, sehingga tidak mudah diatasi hanya dengan pengetahuan rasional. Investor dapat saja memahami konsep risiko dan diversifikasi dengan baik, tetapi ketika potensi kerugian dihadapi secara nyata, respon emosional tetap mendominasi. Oleh karena itu, pengaruh *loss aversion* tampaknya lebih dalam daripada yang dapat dikendalikan oleh literasi keuangan semata.

Financial literacy juga tidak terbukti memoderasi hubungan mental *accounting* dengan keputusan investasi. Hasil ini menunjukkan bahwa pengelompokan uang secara mental merupakan pola kognitif yang relatif stabil dan tidak mudah berubah hanya karena pengetahuan keuangan meningkat. Investor yang memiliki literasi tinggi tetap dapat melakukan kategorisasi keuangan secara mental, karena praktik tersebut juga berfungsi sebagai strategi penyederhanaan keputusan. Dengan demikian, mental *accounting* tidak sepenuhnya dapat dikurangi oleh literasi keuangan, karena sebagian fungsinya justru bersifat adaptif dalam membantu pengelolaan informasi.

Secara umum, hasil moderasi menunjukkan bahwa literasi keuangan lebih efektif dalam mengendalikan bias yang bersifat *heuristic* dan sosial, yaitu *anchoring* dan *herding*, dibandingkan bias yang bersifat emosional dan internal, yaitu *loss aversion* dan mental *accounting*. Temuan ini menegaskan bahwa *financial literacy* bukanlah mekanisme koreksi universal terhadap seluruh bias perilaku. Perannya bersifat selektif, tergantung pada jenis bias yang dihadapi investor. Kemampuan model dalam menjelaskan variasi keputusan investasi dievaluasi menggunakan koefisien determinasi. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 8.

Tabel 8 Hasil Uji R-Square

Variabel Endogen	R-square	Adjusted R-square
<i>Investment decisions</i>	0,622	0,610

Sumber: hasil pengolahan SmartPLS.

Berdasarkan Tabel 8, nilai R-square sebesar 0,622 menunjukkan bahwa 62,2% variasi pada *investment decisions* dapat dijelaskan oleh konstruk yang diuji dalam model. Nilai adjusted R-square sebesar 0,610 menunjukkan bahwa setelah penyesuaian terhadap jumlah prediktor dan ukuran sampel dilakukan, kemampuan model tetap berada pada tingkat yang baik. Dengan demikian, model dapat dinyatakan memiliki daya jelaskan yang cukup kuat. Namun, masih terdapat sekitar 38% variasi keputusan investasi yang dijelaskan oleh faktor lain di luar model,

seperti toleransi risiko, pengalaman investasi, persepsi pasar, kepribadian, atau faktor sosial-ekonomi lainnya yang belum dimasukkan ke dalam penelitian ini.

Hasil penelitian ini menunjukkan pola yang menarik. Bias perilaku tidak bekerja secara seragam terhadap keputusan investasi. *Anchoring* dan *herding* tidak terbukti signifikan, sedangkan *loss aversion* dan mental *accounting* justru terbukti signifikan. Pola ini mengindikasikan bahwa pada investor Generasi Z di Indonesia, keputusan investasi tidak terutama dibentuk oleh informasi awal atau tekanan kelompok, tetapi lebih oleh cara risiko dipersepsikan dan bagaimana sumber daya keuangan diorganisasi secara mental.

Temuan tersebut juga menempatkan literasi keuangan pada posisi yang lebih spesifik. Literasi keuangan terbukti efektif ketika bias yang dihadapi investor bersumber dari keterbatasan evaluasi informasi eksternal, seperti *anchoring* dan *herding*. Namun, literasi keuangan tidak cukup kuat untuk menahan bias yang bersumber dari respon emosional dan struktur kognitif internal, seperti *loss aversion* dan mental *accounting*. Dengan demikian, literasi keuangan tidak dapat diperlakukan sebagai solusi universal untuk seluruh bias perilaku. Sebaliknya, perannya perlu dipahami sebagai mekanisme yang bekerja secara selektif.

Secara teoritis, hasil ini memperkuat relevansi *Dual-Process Theory*. Bias yang lebih dekat dengan pemrosesan intuitif terhadap informasi eksternal tampak lebih mungkin dikoreksi oleh pengetahuan dan evaluasi analitis, sedangkan bias yang berakar pada respon emosional dan kebiasaan kognitif internal cenderung bertahan. Oleh karena itu, jika tujuan intervensi adalah meningkatkan kualitas keputusan investasi Generasi Z, maka program literasi keuangan saja tidak cukup. Penguatan literasi perlu disertai dengan strategi debiasing yang secara khusus menargetkan pengelolaan emosi dan framing keputusan.

DISKUSI DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelitian, *loss aversion* dan *mental accounting* memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, sedangkan *anchoring* dan *herding* memberikan pengaruh positif tetapi tidak signifikan. Misalnya, (Rao & Lakkol, 2024) menemukan bahwa *loss aversion* berpengaruh signifikan pada pengambilan keputusan investasi, Sementara itu, Githa Widyastuti & Murtanto (2024) melaporkan bahwa bias *herding* berpengaruh positif pada keputusan investasi, meskipun dalam penelitian ini pengaruh *herding* tidak signifikan. Penelitian sebelumnya (Bai, 2023) menegaskan bahwa penggunaan mental *accounting* yang baik dapat mendukung pengambilan keputusan keuangan yang lebih rasional. Selain itu, literasi keuangan terbukti secara signifikan memoderasi pengaruh bias *anchoring* dan *herding*, namun tidak signifikan memoderasi pengaruh *loss aversion* maupun mental *accounting* terhadap keputusan investasi.

Temuan tersebut selaras dengan teori *dual-process* Kahneman (2011), yang membagi pemrosesan kognitif manusia menjadi dua sistem: Sistem 1 (intuitif, cepat, didorong emosi) dan Sistem 2 (analitis, lambat, logis). Sistem 1 cenderung mendominasi ketika individu berada di

bawah tekanan atau menghadapi keputusan mendesak, sehingga bias-bias emosional seperti *herding* lebih banyak dihasilkan. Sebaliknya, literasi keuangan yang tinggi memperkuat peran Sistem 2, meningkatkan pemikiran kritis dan analitis dalam pengambilan keputusan investasi. Dengan kata lain, investor yang literasinya baik cenderung mengandalkan analisis rasional (Sistem 2) dan mampu mengurangi efek bias emosional yang dihasilkan oleh pemikiran cepat (Sistem 1).

Berdasarkan temuan di atas, disarankan agar program literasi keuangan diperkuat dan diperluas untuk meningkatkan pemahaman serta keterampilan analitis investor. Peningkatan literasi keuangan diyakini secara signifikan mempengaruhi kualitas pengambilan keputusan investasi masyarakat. Oleh karena itu, lembaga terkait perlu mengintensifkan edukasi keuangan praktis misalnya melalui *workshop*, simulasi investasi, dan penyuluhan agar investor mampu mengelola keuangan dengan lebih baik. Selain itu, intervensi tambahan juga diperlukan untuk mengatasi bias emosional; misalnya dengan pelatihan manajemen emosi atau teknik debiasing kognitif agar investor tidak semata-mata mengikuti intuisi emosional dalam berinvestasi. Pendekatan kombinasi ini diharapkan dapat memperkuat peran Sistem 2 (Kahneman, 2011) dan menurunkan dampak bias emosional sehingga meningkatkan rasionalitas keputusan investasi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian, telah ditemukan bahwa *anchoring bias* dan *herding bias* tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi Generasi Z di Indonesia. Sebaliknya, *loss aversion bias* dan *mental accounting bias* terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi. Selain itu, *financial literacy* terbukti memoderasi hubungan *anchoring bias* dan *herding bias* terhadap keputusan investasi, tetapi tidak terbukti memoderasi hubungan *loss aversion bias* dan *mental accounting bias* terhadap keputusan investasi. Dengan demikian, peran literasi keuangan bersifat selektif dan tidak dapat dipandang sebagai mekanisme koreksi yang efektif untuk seluruh jenis bias perilaku.

Pada penelitian selanjutnya, disarankan agar variabel lain yang berpotensi memengaruhi keputusan investasi turut dimasukkan, seperti *risk tolerance*, *overconfidence*, pengalaman investasi, dan *financial self-efficacy*. Selain itu, cakupan sampel sebaiknya diperluas agar hasil yang diperoleh memiliki daya generalisasi yang lebih kuat. Penggunaan objek penelitian yang lebih spesifik berdasarkan jenis instrumen investasi juga layak dipertimbangkan agar perbedaan perilaku investor dapat dijelaskan secara lebih mendalam.

REFERENSI

- Abideen, Z. U. I., Ahmed, Z., Qiu, H., & Zhao, Y. (2023). Do Behavioral Biases Affect Investors' Investment Decision Making? Evidence from the Pakistani Equity Market. *Risks*, 11(6). <https://doi.org/10.3390/risks11060109>

- Adil, M., Singh, Y., & Shamim Ansari, M. (2021). *How financial literacy moderate the association between behaviour biases and investment decision?* <https://doi.org/10.1108/AJAR>
- Ah Mand, A., Janor, H., Abdul Rahim, R., & Sarmidi, T. (2023). *Herding behavior and stock market conditions.* *PSU Research Review*, 7(2), 105–116. <https://doi.org/10.1108/PRR-10-2020-0033>
- Almansour, B. Y., Elkrghli, S., & Almansour, A. Y. (2023). Behavioral finance factors and investment decisions: A mediating role of risk perception. In *Cogent Economics and Finance* (Vol. 11, Issue 2). Cogent OA. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2239032>
- Bai, R. (2023). Impact of financial literacy, mental budgeting and self control on financial wellbeing: Mediating impact of investment decision making. *PLoS ONE*, 18(11 November). <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0294466>
- Baker, H. K., Kumar, S., Goyal, N., & Gaur, V. (2019). How financial literacy and demographic variables relate to behavioral biases. *Managerial Finance*, 45(1), 124–146. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2018-0003>
- Barno, L. J., Cheboi, J., & Muganda, C. (2021). Moderating Effect of Financial literacy on Relationship between Anchoring and Investment Decision among SMEs in Nairobi County. *East African Journal of Business and Economics*, 3(1), 65–81. <https://doi.org/10.37284/eajbe.3.1.305>
- Chick, C. F. (2019). Cooperative versus competitive influences of emotion and cognition on decision making: A primer for psychiatry research. *Psychiatry Research*, 273, 493–500. <https://doi.org/10.1016/j.psychres.2019.01.048>
- Cuandra, F., Stefhani Susanto, Hesniati, H., & Candy, C. (2024). Deciphering Investment Decision in Fintech: The Role of Behavioral Bias and Risk Perception. *Jurnal Organisasi Dan Manajemen*, 20(2), 271–286. <https://doi.org/10.33830/jom.v20i2.8248.2024>
- Githa Widyastuti, K., & Murtanto. (2024). Pengaruh Literasi Keuangan, Persepsi Risiko, Overconfidence Bias, Loss aversion Bias, Dan Herding Bias Terhadap Keputusan Investasi. *Jurnal Ekonomi Trisakti*, 4(1), 309–318. <https://doi.org/10.25105/jet.v4i1.18677>
- Hair, J. F., Risher, J. J., Sarstedt, M., & Ringle, C. M. (2019). When to use and how to report the results of PLS-SEM. In *European Business Review* (Vol. 31, Issue 1, pp. 2–24). Emerald Group Publishing Ltd. <https://doi.org/10.1108/EBR-11-2018-0203>
- Islam, K. U., Bhat, S. A., Lone, U. M., Darzi, M. A., & Malik, I. A. (2024). Financial risk propensity and investment decisions: An empirical analysis using behavioural biases. *IIMB Management Review*. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2024.06.004>
- Jan, N., Jain, V., Li, Z., Sattar, J., & Tongkachok, K. (2022). Post-COVID-19 investor psychology and individual investment decision: A moderating role of information availability. *Frontiers in Psychology*, 13. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.846088>

- Krämer, W. (2014). Kahneman, D. (2011): Thinking, Fast and Slow. *Statistical Papers*, 55(3), 915–915. <https://doi.org/10.1007/s00362-013-0533-y>
- KSEI. (2024). *Statistik Pasar Modal Indonesia*. <https://doi.org/10.311.152>
- Kumar, S., & Chaurasia, A. (2024). The relationship between emotional biases and *investment decisions*: a meta-analysis. *IIMT Journal of Management*. <https://doi.org/10.1108/iimtmj-03-2024-0034>
- Lathief, J. T. A., Kumaravel, S. C., Velnadar, R., Vijayan, R. V., & Parayitam, S. (2024). Quantifying Risk in Investment Decision-Making. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(2). <https://doi.org/10.3390/jrfm17020082>
- Limarus, V. H., & Pamungkas, A. (2023). Pengaruh *Herding* Behavior, Loss Aversion, Dan *Financial literacy* Terhadap Investment Decision. *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi Dan Bisnis*, 7(2), 389–401. <https://doi.org/10.24912/jmieb.v7i2.23380>
- Ludwianto, B. (2022, March). *Tokocrypto Raih Gold Winner Marketeers Youth Choice Award 2022*.
- Mahmood, F., Arshad, R., Khan, S., Afzal, A., & Bashir, M. (2024). Impact of behavioral biases on *investment decisions* and the moderation effect of financial literacy; an evidence of Pakistan. *Acta Psychologica*, 247. <https://doi.org/10.1016/j.actpsy.2024.104303>
- OJK, & BPS. (2024). *SP OJK dan BPS Umumkan Hasil Survei Nasional Literasi dan Inklusi Keuangan Tahun 2024*.
- Opong, C., Salifu Atchulo, A., Akwaa-Sekyi, E. K., Grant, D. D., & Kpegba, S. A. (2023). Financial literacy, investment and personal financial management nexus: Empirical evidence on private sector employees. *Cogent Business and Management*, 10(2). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2229106>
- Rao, A. S., & Lakkol, S. G. (2024). Influence of personality, biases on financial risk tolerance among retail investors in India. *Investment Management and Financial Innovations*, 21(3), 248–264. [https://doi.org/10.21511/imfi.21\(3\).2024.21](https://doi.org/10.21511/imfi.21(3).2024.21)
- Shahzad, M. A., Jianguo, D., Jan, N., & Rasool, Y. (2024). Perceived Behavioral Factors and Individual Investor Stock Market Investment Decision: Multigroup Analysis and Major Stock Markets Perspectives. *SAGE Open*, 14(2). <https://doi.org/10.1177/21582440241256210>
- Subedi, D. P., & Bhandari, D. R. (2024). Impact of psychological factors on *investment decisions* in Nepalese share market: A mediating role of financial literacy. *Investment Management and Financial Innovations*, 21(3), 317–329. [https://doi.org/10.21511/imfi.21\(3\).2024.26](https://doi.org/10.21511/imfi.21(3).2024.26)
- Sulistianingsih, H., & Santi, F. (2023). Does SME's financing decisions follow pecking order pattern? The role of financial literacy, risk preference, and home bias in SME financing decisions. *Cogent Business and Management*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2174477>

- Sumantri, M. B. A., Susanti, N., & Yanida, P. (2024). Effect of Representativeness Bias, Availability Bias and *Anchoring* Bias on *Investment decisions*. *Journal of Economics and Business*, 7(2). <https://doi.org/10.31014/aior.1992.07.02.586>
- Syarifa, A. N. (2023). *Pengaruh Mental Accounting Bias pada Keputusan Investasi dengan Financial literacy sebagai Variabel Pemoderasi*. Universitas Gadjah Mada.
- Wang, B. (2023). The Impact of *Anchoring* Bias on Financial Decision-Making: Exploring Cognitive Biases in Decision-Making Processes. *Studies in Psychological Science*, 1(2), 41–50. <https://doi.org/10.56397/sps.2023.09.04>
- Yuwono, W., Sari, N. P., Lasmawati, N., Daniel, R., & Maulana, A. (2023). *Analysis of Behavioral Finance Affecting in Investment Decision* (Vol. 02).
- Zhang, M., Nazir, M. S., Farooqi, R., & Ishfaq, M. (2022). Moderating Role of Information Asymmetry Between Cognitive Biases and *Investment decisions*: A Mediating Effect of Risk Perception. *Frontiers in Psychology*, 13. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.828956>
- Zhou, J. (2023). A Review of the Relationship Between *Loss aversion* Bias and Investment Decision-making Process. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 27(1), 143–150. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/27/20231240>

***FOSTERING STUDENT RESILIENCE THROUGH SUSTAINABILITY
ACCOUNTING EDUCATION: EVIDENCE FROM HIGHER
EDUCATION INSTITUTIONS***

Rifani Akbar Sulbahri^{1*}

rifaniakbar@unsri.ac.id

¹ Faculty of Economics and Business, University Sriwijaya, South Sumatera, Indonesia

Abstract

Purpose: This study aims to examine the influence of Sustainability Accounting Education (SAE) on student resilience in higher education. In the context of the transition toward a green economy, students are required not only to understand sustainability concepts but also to develop the psychological capacity to adapt to academic and environmental challenges.

Design/Methodology/Approach: A quantitative approach was employed using a survey method. Data were collected from students across higher education institutions and analyzed using simple linear regression to test the effect of Sustainability Accounting Education on student resilience.

Findings: The results indicate that Sustainability Accounting Education has a positive and significant effect on student resilience. The model explains a moderate proportion of variance in student resilience, suggesting that sustainability-oriented learning contributes meaningfully to the development of adaptive capacity among students.

Practical Implications: The findings suggest that integrating sustainability accounting into the curriculum can enhance students' adaptive capabilities, critical thinking, and readiness to face academic and professional challenges in a dynamic environment.

Originality/Value: This study contributes to the literature by providing empirical evidence on the direct relationship between Sustainability Accounting Education and student resilience, an area that remains underexplored. The integration of Transformative Learning Theory, Education for Sustainable Development (ESD), and Cognitive Adaptation Theory offers a comprehensive theoretical framework to explain the formation of student resilience.

Keywords: Sustainability Accounting Education; Student Resilience; Transformative Learning; Education for Sustainable Development

INTRODUCTION

Universities in Indonesia are currently confronted with increasingly complex challenges driven by digital transformation, economic uncertainty, and escalating climate change issues. Under these conditions, students are not only required to demonstrate academic competence but are also expected to possess resilience, defined as the capacity to adapt, withstand pressure, and recover from academic and social challenges. Student resilience has become a critical capability in a dynamic educational environment, particularly as higher education systems are increasingly influenced by sustainability demands and global economic transitions (Connor & Davidson, 2003; Global Environment Outlook, 2023). In the absence of adequate resilience, students may experience heightened stress, decreased motivation, and reduced ability to meet academic requirements effectively.

In parallel, accounting education has undergone significant transformation in response to global sustainability challenges. Accounting is no longer confined to financial reporting but has evolved toward sustainability accounting, which emphasizes the integration of environmental, social, and governance (ESG) dimensions into measurement, disclosure, and decision-making processes (Schaltegger & Burritt, 2018). This paradigm shift implies that accounting students are required to develop a broader understanding of how economic activities interact with sustainability outcomes. Consequently, students are expected to cultivate adaptive and forward-looking thinking to meet the evolving demands of the accounting profession. Prior studies have highlighted that sustainability accounting plays a strategic role in enhancing sustainability literacy and supporting decision-making in the green economy era (Sulbahri, 2025), while socio-environmental disclosures have been shown to influence firm value, reinforcing the importance of sustainability as a core dimension in modern accounting practices (Sulbahri, 2021).

From an educational perspective, sustainability-oriented learning has been associated with the development of critical thinking, reflective capacity, and adaptive behavior among students. Exposure to sustainability concepts enables students to better understand environmental risks, manage long-term uncertainty, and engage with complex socio-economic challenges (Lozano et al., 2020). These competencies are closely aligned with the core dimensions of resilience, suggesting that sustainability accounting education may contribute to the development of student resilience. However, existing empirical studies, particularly in Indonesia, have predominantly focused on the impact of sustainability accounting at the organizational level, such as corporate social responsibility, ESG performance, and financial outcomes. Limited attention has been given to its influence on individual-level outcomes, particularly student resilience. This gap indicates a lack of empirical evidence linking sustainability accounting education to psychological and adaptive capacities among students.

The present study addresses this gap by examining the relationship between Sustainability Accounting Education (SAE) and student resilience within the context of higher education. The focus on students from multiple universities in City X is considered

relevant due to the heterogeneity of institutional characteristics and student backgrounds, which allows for a more comprehensive understanding of how sustainability accounting is perceived and internalized. This diversity provides a valuable empirical setting to investigate whether sustainability-oriented education contributes to the development of resilience among students.

In the context of the transition toward a green economy, students are required not only to acquire technical competencies but also to develop adaptive capacities that enable them to navigate uncertainty and complexity in future professional environments. Therefore, this study contributes by providing empirical evidence on the role of sustainability accounting education in shaping student resilience, while also offering implications for the development of accounting curricula that are more responsive to sustainability challenges.

LITERATURE REVIEW

Transformative Learning Theory explains that the educational process does not merely generate new knowledge, but also transforms individuals' perspectives, assumptions, and ways of understanding the world through critical reflection (Mezirow, 1991). In the context of sustainability accounting education, students are exposed to complex issues related to the interconnection between economic activities, environmental impacts, and social responsibility. Such exposure encourages critical reflection, which leads to the development of more adaptive and systemic ways of thinking. This transformation of perspective is considered fundamental in shaping individuals' capacity to respond to change, which is closely associated with the concept of resilience.

From a conceptual perspective, Education for Sustainable Development (ESD) emphasizes that sustainability-oriented education aims to develop individuals who are capable of systemic thinking, possess environmental awareness, and are able to respond adaptively to change (UNESCO, 2015). Learning processes that integrate sustainability principles are expected to enhance not only cognitive competencies but also affective and behavioral dimensions. Therefore, sustainability accounting education is not limited to the development of technical accounting skills, but also contributes to the formation of adaptive capacities required to cope with uncertainty. These characteristics are aligned with the core dimensions of resilience, particularly the ability to adapt and persist in dynamic environments.

Furthermore, Cognitive Adaptation Theory suggests that individuals' understanding of risks, uncertainty, and environmental dynamics strengthens psychological adaptation mechanisms (Taylor, 1983). When students are exposed to sustainability-related issues such as climate risks, environmental challenges, and policy dynamics, a more comprehensive cognitive framework is developed. This framework enables individuals to manage academic pressure and respond more effectively to complex situations. Consequently, sustainability accounting education has the potential to enhance student resilience by strengthening cognitive and adaptive capacities.

Based on the integration of these theoretical perspectives, sustainability accounting education can be conceptualized as a factor that promotes cognitive transformation, environmental awareness, and adaptive thinking. These processes are expected to contribute to the development of student resilience.

Sustainability accounting education refers to a learning process that integrates sustainability concepts into the accounting curriculum, including ESG reporting, environmental impact measurement, and sustainability analysis. This form of education is designed not only to improve students' technical competencies but also to enhance critical thinking skills and ecological awareness (Burritt et al., 2019). In the Indonesian context, sustainability accounting has been recognized as a strategic tool in supporting decision-making within the green economy and in fostering adaptive mindsets among students (Sulbahri, 2025).

Student resilience, on the other hand, refers to the ability of students to cope with academic pressure, overcome challenges, and adapt to changes within the learning environment. It encompasses multiple dimensions, including cognitive capacity, stress management, self-efficacy, and mental endurance (Connor & Davidson, 2003). In an increasingly dynamic and uncertain educational environment, resilience is considered an essential capability that supports both academic success and long-term adaptability.

Based on the theoretical arguments presented, it is assumed that sustainability accounting education contributes to the development of student resilience through the enhancement of adaptive thinking and awareness of complex environmental challenges. Therefore, the hypothesis of this study is formulated as follows:

H1: Sustainability Accounting Education has a positive effect on student resilience among students in City X.

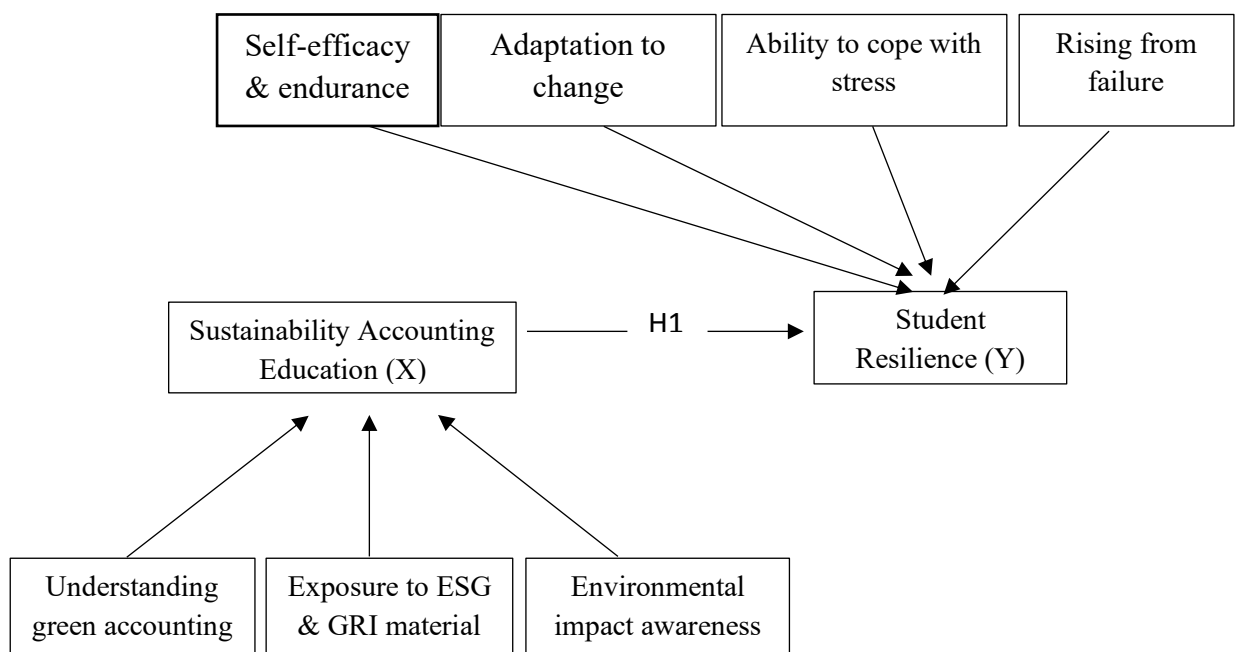


Figure 1. Research Conceptual Model

Source: Author Research (2026)

The conceptual model of this study illustrates a direct relationship between Sustainability Accounting Education (X) as the independent variable and Student Resilience (Y) as the dependent variable. This relationship is grounded in the assumption that sustainability-oriented learning enhances students' adaptive capacity through critical reflection, awareness of environmental risks, and the development of systemic thinking.

However, the model remains limited to a direct effect framework and does not incorporate mediating or moderating variables that may explain the underlying mechanisms of the relationship. As a result, the model provides an initial empirical explanation of the association between sustainability accounting education and student resilience, rather than a fully developed causal structure.

RESEARCH METHODS

This study employs a quantitative approach with an explanatory research design aimed at examining the causal relationship between the independent variable and the dependent variable. The survey method was utilized to collect empirical data from students across several universities in City X.

The population of this study consists of active students enrolled in universities in City X who have been exposed, or have the potential to be exposed, to sustainability accounting content within their academic curriculum. A purposive sampling technique was applied to ensure that respondents met specific criteria relevant to the research objectives. The sampling criteria include: (1) students who have been active for at least three semesters, (2) students who have taken or are currently taking accounting-related courses, and (3) students who are willing to participate in the study.

The sample size was determined based on the minimum requirement for regression analysis, following the guideline that suggests a minimum of 5–10 observations per indicator (Hair et al., 2019). Given that the study employs 12 indicators, the minimum required sample size was calculated as 120 respondents. To enhance the reliability and robustness of the analysis, approximately 150 respondents were targeted. Primary data were collected using an online questionnaire distributed through Google Forms. The measurement instrument was developed based on predefined operational indicators for Sustainability Accounting Education (X) and Student Resilience (Y). A five-point Likert scale was used, ranging from 1 (strongly disagree) to 5 (strongly agree), to capture respondents' perceptions.

The quality of the measurement instrument was evaluated through validity and reliability testing. Validity was assessed using the Corrected Item–Total Correlation method, with a minimum threshold of 0.30 to indicate acceptable validity. Reliability was tested using Cronbach's Alpha, where a value of ≥ 0.70 indicates acceptable reliability and ≥ 0.80 indicates high reliability (Ghozali, 2016). Data analysis was conducted using statistical

software. Descriptive statistical analysis was first performed to describe the characteristics of respondents and the distribution of responses. Prior to hypothesis testing, classical assumption tests were conducted, including normality of residuals and linearity of the relationship between variables, to ensure the suitability of the regression model.

Simple linear regression analysis was employed to examine the effect of Sustainability Accounting Education (X) on Student Resilience (Y). The regression model is expressed as follows:

$$Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$$

where Y represents student resilience, X represents sustainability accounting education, α is the constant, β is the regression coefficient, and ε is the error term.

Hypothesis testing was conducted using the t-test to evaluate the significance of the independent variable on the dependent variable. In addition, the coefficient of determination (R^2) was used to assess the proportion of variance in student resilience explained by sustainability accounting education. The hypothesis is accepted if the p-value is less than 0.05 and the regression coefficient (β) is positive.

RESULTS

The results are presented to describe the characteristics of the data, evaluate the measurement instrument, and examine the relationship between variables. Descriptive statistics indicate that Sustainability Accounting Education has a mean value of 4.12 with a standard deviation of 0.63, suggesting that students demonstrate a high level of understanding and perception toward sustainability accounting learning. The highest perception is reflected in the relevance of sustainability accounting to professional needs. Meanwhile, Student Resilience has a mean value of 4.08 with a standard deviation of 0.68, indicating that students exhibit a relatively high level of resilience in coping with academic pressure, adapting to change, and maintaining mental endurance.

Table 1. Descriptive Statistics of Variables

Variable	Mean	Std. Dev	Category
Sustainability Accounting Education (X)	4.12	0.63	High
Student Resilience (Y)	4.08	0.68	High

Source: processed data (2026)

The quality of the measurement instrument was assessed using validity and reliability tests. All indicators show Corrected Item–Total Correlation values above 0.30, indicating that each item is valid. Furthermore, Cronbach’s Alpha values exceed 0.80 for both variables, indicating a high level of internal consistency.

Table 2. Validity and Reliability Results

Variable	Range of r-values	Cronbach's Alpha	Interpretation
Sustainability Accounting Education (X)	0.577–0.654	0.872	Valid & Highly Reliable
Student Resilience (Y)	0.544–0.682	0.894	Valid & Highly Reliable

Source: processed data (2026)

Regression analysis was conducted to examine the effect of Sustainability Accounting Education on Student Resilience. The results indicate that Sustainability Accounting Education has a positive regression coefficient of 0.58 with a significance value of 0.000 (<0.05), indicating a statistically significant effect. The t-value of 8.72 further confirms the strength of the relationship between the variables.

The coefficient of determination (R^2) is 0.340, indicating that 34% of the variance in Student Resilience can be explained by Sustainability Accounting Education, while the remaining 66% is influenced by other variables not included in the model.

Table 3. Regression and Goodness of Fit Results

Variable / Statistic	Value
Constant (α)	1.42
Coefficient (β)	0.58
t-value	8.72
p-value	0.000
R	0.583
R Square	0.340
Adjusted R Square	0.336
Std. Error	0.420

Source: processed data (2026)

The findings indicate that Sustainability Accounting Education significantly contributes to the development of Student Resilience. The positive coefficient suggests that increased exposure to sustainability-oriented learning is associated with higher levels of adaptive capacity among students. The relatively high mean values across both variables suggest that respondents generally perceive sustainability accounting education positively and demonstrate strong resilience. However, the concentration of high scores may also indicate a tendency toward favorable responses.

The statistical significance ($p < 0.05$) and high t-value confirm that the relationship is robust and not due to random variation. Nevertheless, the R^2 value of 0.340 indicates that the explanatory power of the model is moderate, suggesting that Student Resilience is influenced by additional factors beyond Sustainability Accounting Education. Based on

these results, the hypothesis is accepted, indicating that Sustainability Accounting Education has a positive and significant effect on Student Resilience among students in City X.

DISCUSSION

The results indicate that Sustainability Accounting Education has a positive and significant effect on Student Resilience, as reflected by the regression coefficient ($\beta = 0.58$) and t-value (8.72; $p < 0.001$). This finding suggests that increased exposure to sustainability-oriented accounting learning is associated with higher levels of students' adaptive capacity in dealing with academic pressure, environmental uncertainty, and dynamic learning conditions.

From a theoretical perspective, this finding is consistent with Transformative Learning Theory, which posits that learning processes involving critical reflection are capable of transforming individuals' frames of reference, including their beliefs, assumptions, and ways of interpreting experiences (Mezirow, 1991). Sustainability accounting education exposes students to complex issues such as environmental impact, ESG risks, and long-term sustainability challenges. Such exposure stimulates reflective thinking and cognitive restructuring, enabling students to reinterpret academic and social challenges more constructively. As a result, students are better equipped to develop adaptive responses, which form the core dimension of resilience.

The findings are also aligned with the framework of Education for Sustainable Development (ESD), which emphasizes that sustainability-oriented education fosters competencies such as critical thinking, systemic understanding, and adaptive decision-making (UNESCO, 2015). In this regard, sustainability accounting education extends beyond technical knowledge acquisition and contributes to the development of a sustainability-oriented mindset. This mindset enhances students' ability to respond to uncertainty and complexity, thereby strengthening their resilience. The role of education in shaping adaptive competencies highlights that resilience is not solely an inherent trait but can be developed through structured learning processes.

From a psychological standpoint, the results support Cognitive Adaptation Theory, which suggests that individuals who possess a deeper understanding of risks and environmental changes are more capable of developing effective coping strategies (Taylor, 1983). Students who are exposed to sustainability accounting concepts tend to develop a broader awareness of uncertainty and risk. This awareness enables them to process challenges more rationally and respond with greater psychological readiness. Consequently, resilience is strengthened not merely through experience, but through the cognitive frameworks developed during the learning process.

Empirically, the coefficient of determination ($R^2 = 0.34$) indicates that Sustainability Accounting Education explains 34% of the variance in Student Resilience. This contribution can be considered meaningful, given that resilience is a multidimensional construct influenced by various psychological, social, and environmental factors. The moderate explanatory power of the model suggests that sustainability accounting education functions

as a significant, yet not exclusive, determinant of student resilience. Other factors such as individual personality traits, social support, and learning environment are likely to play complementary roles.

The findings also reinforce prior arguments that sustainability literacy contributes to the development of adaptive mindsets among students, particularly in the context of the green economy (Sulbahri, 2025). Students who are accustomed to analyzing sustainability-related issues tend to exhibit systemic thinking, heightened risk awareness, and more mature problem-solving capabilities. These competencies are essential components of resilience, particularly in environments characterized by uncertainty and rapid change.

Furthermore, this study addresses an important research gap, as empirical investigations linking sustainability accounting education to student resilience remain limited, particularly in developing countries. Previous studies have predominantly focused on organizational-level outcomes such as ESG performance, corporate value, and financial indicators. By shifting the focus to individual-level outcomes, this study provides new insights into how sustainability-oriented education contributes not only to knowledge development but also to the formation of psychological capacity among students.

The findings of this study offer both theoretical and practical implications. Theoretically, the results extend existing literature by demonstrating that sustainability accounting education can serve as a determinant of student resilience, thereby integrating educational theory with psychological outcomes. Practically, the findings highlight the importance of strengthening accounting curricula through the integration of sustainability issues. Such integration is essential to prepare future professionals who are not only technically competent but also resilient and adaptive in navigating the challenges of the green economy.

CONCLUSIONS AND RECOMMENDATIONS

The findings demonstrate that Sustainability Accounting Education has a positive and significant effect on Student Resilience among students from various universities in City X. This result indicates that learning processes which incorporate sustainability concepts—such as ESG, environmental impact, and sustainability reporting—contribute to enhancing students' capacity to cope with academic pressure, adapt to changing conditions, and recover from challenging situations.

From a theoretical perspective, the findings support the relevance of Transformative Learning Theory, which emphasizes the role of critical reflection in reshaping individuals' perspectives (Mezirow, 1991), as well as the Education for Sustainable Development framework, which highlights the development of adaptive and systemic competencies (UNESCO, 2015). In addition, the results are consistent with Cognitive Adaptation Theory, which suggests that understanding risk and environmental dynamics strengthens individuals' coping mechanisms (Taylor, 1983). The integration of these theoretical perspectives indicates that sustainability-oriented education contributes not only to knowledge acquisition but also to the development of adaptive psychological capacity.

Empirically, the coefficient of determination ($R^2 = 0.34$) indicates that Sustainability Accounting Education explains a meaningful proportion of variation in Student Resilience. Although the explanatory power of the model is moderate, the findings confirm that sustainability-oriented learning functions as a significant factor in shaping students' adaptive capacity in the context of increasing academic and environmental complexity.

Despite these contributions, the study is subject to certain limitations. The model focuses on a direct relationship between Sustainability Accounting Education and Student Resilience, without incorporating potential mediating variables that may explain the underlying mechanisms of this relationship. In addition, the scope of the sample is limited to students in City X, which may affect the generalizability of the findings.

Future research is therefore recommended to incorporate mediating variables such as sustainability mindset, academic self-efficacy, or environmental awareness in order to provide a more comprehensive understanding of the mechanism through which sustainability education influences resilience. Furthermore, the use of mixed-method approaches is suggested to capture deeper insights into students' experiences and perspectives, thereby enriching the empirical findings.

REFERENCES

- Burritt, R., Schaltegger, S., Bennett, M., Pohjola, T., & Csutora, M. (2019). Accounting and accountability for sustainable development. *Environmental Management*, 63(1), 1–15.
- Connor, K. M., & Davidson, J. R. T. (2003). Development of a new resilience scale: The Connor–Davidson Resilience Scale (CD-RISC). *Depression and Anxiety*, 18(2), 76–82. <https://doi.org/10.1002/da.10113>
- Global Environment Outlook. (2023). *United Nations Environment Programme*. <https://www.unep.org>
- Hair, J. F., Risher, J. J., Sarstedt, M., & Ringle, C. M. (2019). When to use and how to report the results of PLS-SEM. *European Business Review*, 31(1), 2–24. <https://doi.org/10.1108/EBR-11-2018-0203>
- Lozano, R., Merrill, M., & Sammalisto, K. (2020). Connecting competences and pedagogical approaches for sustainable development in higher education. *Sustainability*, 12(23), 9714. <https://doi.org/10.3390/su12239714>
- Mezirow, J. (1991). *Transformative dimensions of adult learning*. Jossey-Bass.
- Schaltegger, S., & Burritt, R. (2018). Business cases and corporate engagement with sustainability accounting. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 9(4), 535–557. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-03-2017-0028>
- Sulbahri, R. A. (2021). Pengaruh corporate social responsibility terhadap nilai perusahaan. *Akuntansi dan Manajemen*, 16(2), 215–226.
- Sulbahri, R. A. (2025). *Sustainability management accounting: Alat pengambilan keputusan*

di era green economy. Star Digital Publishing.

Taylor, S. E. (1983). Adjustment to threatening events: A theory of cognitive adaptation. *American Psychologist*, 38(11), 1161–1173. <https://doi.org/10.1037/0003-066X.38.11.1161>

UNESCO. (2015). *Education for sustainable development: Roadmap 2015–2030*. UNESCO Publishing.

