



FLEKSIBILITAS KEUANGAN, KARAKTERISTIK DEWAN DIREKSI, DAN KINERJA PERUSAHAAN

Muhammad Faisal Anfasah Mutaz

Program Studi Manajemen Universitas Indonesia

e-Mail: anfasahfaisal@gmail.com

Submit Tgl: 19-Mei-2026

Diterima Tgl: 23-Mei-2026

Diterbitkan Tgl: 26-Mei-2026

Abstract: *This study examines the relationship between financial flexibility and firm performance in Indonesian infrastructure companies during the COVID-19 period, while testing whether board financial expertise strengthens this relationship. Using a quantitative explanatory design, the study analyzes panel data from 44 firms listed on the Indonesia Stock Exchange, totaling 220 observations for 2018 to 2022. The instrument was secondary data from annual and financial reports, and the data were analyzed using panel regression and robustness testing, including OLS, fixed effect, random effect, and GMM approaches. The results show that financial flexibility has a positive effect on firm performance, indicating that firms with stronger financial room were better able to maintain performance during crisis conditions. However, board financial expertise did not significantly moderate this relationship. The conclusion is that financial flexibility is an important driver of resilience and performance, but board financial expertise alone is not sufficient to strengthen its effect.*

Keywords: *Board Financial Expertise; Financial Flexibility; Firm Performance; Infrastructure Sector; Panel Data*

Abstrak: Penelitian ini menganalisis pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan infrastruktur di Indonesia selama pandemi COVID-19 serta menguji apakah keahlian keuangan dewan direksi memperkuat hubungan tersebut. Penelitian ini menggunakan desain kuantitatif *explanatory* dengan data panel dari 44 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sebanyak 220 observasi selama 2018 hingga 2022. Instrumen penelitian berupa data sekunder dari laporan tahunan dan laporan keuangan, sedangkan teknik analisis data meliputi regresi data panel dan uji robust yang mencakup OLS, *fixed effect*, *random effect*, dan GMM. Hasil penelitian menunjukkan bahwa fleksibilitas keuangan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, sehingga perusahaan dengan ruang keuangan yang lebih kuat cenderung mampu mempertahankan kinerja di masa krisis. Namun, keahlian keuangan dewan direksi tidak terbukti memoderasi hubungan tersebut secara signifikan. Kesimpulannya, fleksibilitas keuangan merupakan faktor penting bagi ketahanan dan kinerja perusahaan, tetapi keahlian keuangan dewan direksi belum cukup untuk memperkuat pengaruhnya.

Kata kunci: Board Financial Expertise; Financial Flexibility; Firm Performance; Infrastructure Sector; Panel Data

Cara mengutip Mutaz, M. F. A. M. (2026). Fleksibilitas Keuangan, Karakteristik Dewan Direksi, dan Kinerja Perusahaan. *Surplus: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 4(2), 1252–1270.
<https://doi.org/10.71456/sur.v4i2.1873>

PENDAHULUAN

Pandemi COVID-19 telah mengubah secara fundamental lanskap ekonomi global dan menimbulkan guncangan yang signifikan terhadap stabilitas kinerja perusahaan di berbagai sektor industri. Pembatasan mobilitas, gangguan rantai pasok, serta penurunan permintaan agregat telah memperkuat ketidakpastian bisnis yang berdampak langsung pada kinerja keuangan korporasi (Ding et al., 2021; Fahlenbrach et al., 2021). Dalam konteks ini, literatur keuangan perusahaan menekankan bahwa kemampuan perusahaan untuk bertahan dalam kondisi krisis sangat ditentukan oleh tingkat fleksibilitas keuangan yang dimiliki, khususnya dalam bentuk cadangan kas dan kapasitas pendanaan yang adaptif terhadap guncangan eksternal (Acharya & Steffen, 2020; Fahlenbrach et al., 2021). Oleh karena itu, isu mengenai ketahanan perusahaan dalam menghadapi krisis menjadi semakin relevan dalam studi keuangan modern, terutama pada periode disrupsi ekonomi global pascapandemi.

Pada konteks negara berkembang seperti Indonesia, dampak pandemi terlihat nyata pada perlambatan aktivitas ekonomi dan kontraksi pertumbuhan PDB yang mencapai -2,07% pada tahun 2020 (Kementerian Keuangan RI, 2021). Sektor infrastruktur sebagai salah satu penopang utama perekonomian nasional turut mengalami tekanan signifikan akibat tertundanya berbagai proyek strategis, termasuk proyek berskala besar seperti pembangunan Ibu Kota Negara (IKN). Kondisi ini berdampak pada kinerja perusahaan konstruksi milik negara seperti PT Wijaya Karya dan PT PP (Persero) yang mengalami penurunan laba bersih secara drastis selama periode pandemi. Selain itu, sektor infrastruktur yang berkontribusi besar terhadap PDB nasional (BPS, 2021) menunjukkan bahwa guncangan pada sektor ini memiliki implikasi sistemik terhadap stabilitas ekonomi nasional secara keseluruhan.

Sejumlah penelitian terdahulu menunjukkan bahwa fleksibilitas keuangan memainkan peran penting dalam menentukan ketahanan dan kinerja perusahaan selama periode krisis. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi dan struktur modal yang konservatif cenderung memiliki kemampuan lebih baik dalam merespons ketidakpastian ekonomi dan mempertahankan keberlanjutan operasional (Feng et al., 2021; Golubeva, 2021). Lebih lanjut, studi oleh Ding et al. (2021) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kondisi keuangan yang lebih fleksibel memiliki tingkat penurunan kinerja yang lebih rendah selama pandemi COVID-19, karena mampu mengakses pendanaan eksternal dan mempertahankan investasi strategis. Temuan-temuan ini memperkuat argumen bahwa fleksibilitas keuangan merupakan faktor kunci dalam menjaga stabilitas kinerja perusahaan di tengah tekanan eksternal yang ekstrem.

Namun demikian, hasil penelitian sebelumnya masih menunjukkan inkonsistensi terkait pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap kinerja perusahaan, terutama ketika mempertimbangkan perbedaan konteks negara, industri, dan periode krisis. Beberapa studi menunjukkan pengaruh yang signifikan dan positif, sementara penelitian lain menemukan bahwa efek tersebut bergantung pada karakteristik tata kelola perusahaan dan kondisi makroekonomi (Teng et al., 2021; Fahlenbrach et al., 2021). Selain itu, peran karakteristik dewan direksi, khususnya latar belakang pendidikan dan keahlian keuangan, masih menunjukkan hasil yang beragam. Di satu sisi, dewan dengan kompetensi keuangan dapat meningkatkan efisiensi pengambilan keputusan dan pengelolaan risiko (Mun, Han, & Seo, 2020), namun di sisi lain terdapat temuan yang menunjukkan potensi overconfidence yang

justru dapat mengurangi kualitas keputusan strategis perusahaan (Adam et al., 2015). Keterbatasan penelitian sebelumnya juga terletak pada minimnya fokus pada industri infrastruktur di negara berkembang selama periode pandemi COVID-19, yang memiliki karakteristik aset padat modal (asset-heavy industry) dan sensitivitas tinggi terhadap gangguan kebijakan publik.

Berdasarkan celah penelitian tersebut, terdapat kebutuhan untuk mengkaji kembali hubungan antara fleksibilitas keuangan dan kinerja perusahaan dalam konteks krisis COVID-19, khususnya pada sektor infrastruktur di Indonesia. Research gap utama terletak pada terbatasnya studi yang mengintegrasikan peran tata kelola perusahaan, khususnya keahlian keuangan dewan direksi, sebagai variabel moderasi dalam hubungan tersebut. Selain itu, masih belum banyak penelitian yang secara spesifik menguji dinamika tersebut pada emerging market dengan karakteristik pembangunan infrastruktur yang agresif seperti Indonesia. Oleh karena itu, penelitian ini berangkat dari pertanyaan apakah fleksibilitas keuangan mampu meningkatkan kinerja perusahaan, serta apakah keahlian keuangan dewan direksi dapat memperkuat hubungan tersebut dalam kondisi ketidakpastian ekonomi.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap kinerja perusahaan infrastruktur di Indonesia selama periode pandemi COVID-19, serta menguji peran moderasi keahlian keuangan dewan direksi dalam hubungan tersebut. Secara teoretis, penelitian ini memperkaya literatur keuangan perusahaan terkait financial flexibility theory dan upper echelon theory dalam konteks krisis. Secara praktis, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi dasar pertimbangan bagi manajemen perusahaan dalam merancang strategi keuangan yang lebih adaptif serta bagi investor dalam menilai ketahanan perusahaan terhadap risiko eksternal. Kebaruan penelitian ini terletak pada integrasi variabel tata kelola dewan direksi sebagai faktor moderasi dalam hubungan fleksibilitas keuangan dan kinerja perusahaan pada sektor infrastruktur di Indonesia selama periode krisis COVID-19, yang masih relatif terbatas dibahas dalam literatur sebelumnya.

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain explanatory research untuk menguji hubungan kausal antara fleksibilitas keuangan, keahlian keuangan dewan direksi, dan kinerja perusahaan sektor infrastruktur Indonesia periode 2018–2022. Pendekatan kuantitatif dipilih untuk menguji hipotesis secara objektif melalui analisis statistik (Creswell & Creswell, 2018; Sugiyono, 2021). Penelitian bersifat longitudinal menggunakan data panel untuk menangkap dinamika kinerja sebelum dan selama pandemi COVID-19, sesuai praktik penelitian keuangan kontemporer (Feng et al., 2021; Teng et al., 2021).

Populasi adalah seluruh perusahaan sektor infrastruktur yang terdaftar di BEI selama 2018–2022; sektor dipilih karena perannya dalam pertumbuhan ekonomi dan dampak pandemi pada proyek besar (BPS, 2021; Kementerian Keuangan RI, 2021). Sampel diambil purposively berdasarkan kriteria konsistensi listing, laporan tahunan lengkap, dan tidak mengalami suspend/delisting/relisting, menghasilkan sekitar 44 perusahaan dengan 220 observasi panel (Sugiyono, 2021; Sudaryono, 2019).

Data sekunder dari laporan keuangan dan tahunan perusahaan di BEI dan situs resmi digunakan karena relevan untuk pengujian empiris (Emzir, 2016; Creswell & Creswell,

2018). Instrumen berupa dokumentasi data keuangan; variabel utama: ROA (kinerja), fleksibilitas keuangan (cash & debt flexibility), dan keahlian keuangan dewan (proporsi latar belakang pendidikan keuangan). Variabel kontrol: ukuran perusahaan dan tangibility (Feng et al., 2021; Mun, Han, & Seo, 2020).

Analisis menggunakan regresi data panel (common, fixed, random effects) dengan pemilihan model melalui uji Chow, Hausman, dan Lagrange Multiplier (Baltagi, 2021; Ghazali, 2018). Uji t dipakai untuk signifikansi, uji moderasi untuk interaksi FF dan keahlian dewan, serta robustness test lewat analisis sensitivitas untuk memastikan ketahanan hasil (Daszykowski et al., 2007; Wooldridge, 2020).

Prosedur meliputi pengumpulan data laporan keuangan 2018–2022, seleksi sampel purposive, pengolahan variabel (perhitungan ROA, fleksibilitas, indeks keahlian dewan), penyusunan dataset panel, pemilihan model terbaik melalui uji spesifikasi, pengujian hipotesis, interpretasi hasil, dan analisis sensitivitas untuk memastikan konsistensi dan replikabilitas sesuai standar penelitian kuantitatif keuangan perusahaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Hasil

Tabel 1. Hasil Purposive Sampling

Perusahaan infrastruktur yang terdaftar pada IDX periode 2018-2022	64
Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan tahunan pada periode 2018-2022	(13)
Perusahaan yang terdapat permasalahan delisting ataupun relisting atau terkena suspend selama periode penelitian 2018-2022	(6)
Data Outlier	(1)
Jumlah Perusahaan	44
Tahun Penelitian	5
Total Data Observasi	220

Sumber: Data Diolah

Statistik Deskriptif

Tabel 2. Hasil Pengujian Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar Deviasi
Kinerja Perusahaan	220	-1,255	0,528	0,044	0,126
Fleksibilitas Keuangan	220	-7,557	1,953	-0,386	1,545
Karakteristik Dewan	220	0,167	1	0,581	0,241
Tangibilitas	220	0,005	1,082	0,584	0,281
Ukuran Perusahaan	220	23,430	33,256	28,963	2,217

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan tabel di atas terdapat beberapa nilai seperti nilai maksimum, nilai

minimum, rata-rata, dan standar deviasi pada masing-masing variabel dalam penelitian, hasil ini akan menjadi dasar analisis untuk mengidentifikasi besar kecilnya deviasi dari setiap variabel.

1. Kinerja Perusahaan

Berdasarkan tabel di atas, variabel kinerja perusahaan dengan observasi sebanyak 220 menunjukkan nilai minimum sebesar -1,255 atau dapat dikatakan menunjukkan kinerja terburuk yaitu MTPS pada tahun 2021. Lalu kinerja terbaik ditunjukkan oleh perusahaan SSIA pada tahun 2019 dengan nilai 0,528. Nilai rata-rata dari kinerja menunjukkan sebesar 0,043 dimana lebih rendah dibanding standar deviasi dengan nilai 0,126. Hal ini mengindikasikan bahwa setiap observasi memiliki kinerja perusahaan sangatlah beragam dan rata-rata masih positif menunjukkan rata-rata kinerja perusahaan masih cukup baik.

2. Fleksibilitas Keuangan

Pada variabel fleksibilitas keuangan, perusahaan yang paling tidak fleksibel ditunjukkan oleh CENT pada tahun 2022 bernilai -7,56 dan perusahaan paling fleksibel pada observasi adalah perusahaan OASA pada tahun 2020 dengan nilai 1,953. Nilai rata-rata ditunjukkan sebesar -0,386, yang menandakan bahwa secara keseluruhan perusahaan di Indonesia tidak fleksibel dengan memiliki nilai yang negatif. Selain itu nilai standar deviasi yang lebih besar dibanding rata-rata juga menunjukkan ketimpangan antara perusahaan fleksibel dan tidak fleksibel sangatlah besar.

3. Karakteristik Dewan

Variabel karakteristik dewan memiliki nilai minimum pada 0,167 yang ditunjukkan oleh perusahaan TOPS dan PTPP pada tahun 2019 yang menunjukkan bahwa tidak ada perusahaan yang tidak memiliki anggota dewan direksi tanpa latar belakang keuangan karena variabel ini merupakan variabel rasio. Lalu perusahaan dengan nilai maksimum 1 atau seluruh anggota dewannya memiliki latar belakang keuangan ditunjukkan oleh perusahaan terdapat TOWR, GOLD, CASS, MTPS, dan JKON. Nilai rata-rata menunjukkan angka sebesar 0,583 yang mengindikasikan bahwa rata-rata perusahaan observasi memilih anggota dewan dengan latar belakang keuangan. Dan nilai standar deviasi yang lebih rendah dari nilai rata-rata menunjukkan secara umum perusahaan memiliki proporsi dewan direksi yang serupa.

4. Ukuran Perusahaan

Jika dilihat dari segi ukuran perusahaan, observasi dengan nilai terendah adalah perusahaan HADE dengan nilai 23,430 dan perusahaan dengan ukuran terbesar dengan nilai 33,256 adalah perusahaan TLKM. Dan rata-rata ukuran perusahaan dalam observasi adalah 28,980 dan standar penyimpangan 2,196. Nilai standar deviasi yang lebih rendah dibanding rata-rata menunjukkan bahwa ukuran perusahaan observasi masih mengindikasikan ukuran yang serupa.

5. Tangibilitas

Pada variabel tangibilitas, perusahaan yang mengindikasikan tangibilitas terendah ditunjukkan oleh perusahaan OASA pada tahun 2021 dengan nilai 0,005 dan nilai tangibilitas tertinggi ditunjukkan oleh perusahaan MPOW pada tahun 2021 dengan nilai 1,083. Rata-rata observasi mengindikasikan nilai tangibilitas sebesar 0,590 dan standar deviasi sebesar 0,282. Nilai rata-rata yang lebih besar dari standar deviasi menandakan tingkat tangibilitas perusahaan dalam observasi merupakan kelompok

perusahaan dengan tingkat yang serupa.

Analisis Korelasi

Tabel 3. Spearman Correlation

	ROA	FF	BFE(BC)	FFxBFE	Tang	Size
ROA	1					
FF	-0,0137 0,8394*	1				
BFE(BC)	0,1247 0,0648*	0,0199 0,7694*	1			
FFxBFE	-0,0076 0,9103*	0,9759 0,0000*	0,0810 0,2313*	1		
Tang	0,2498 0,0002*	-0,1326 0,0495*	0,1663 0,0135*	-0,1253 0,0635*	1	
Size	0,2549 0,0001*	-0,6318 0,0000*	0,2054 0,0022*	-0,5739 0,0000*	0,2070 0,0020*	1

*p-value

Sumber: Data Diolah

Tabel 4. Pearson Correlation

	ROA	FF	BFE(BC)	FFxBFE	Tang	Size
ROA	1					
FF	0,0622 0,3587*	1				
BFE(BC)	0,0410 0,5448*	-0,0286 0,6731*	1			
FFxBFE	0,0214 0,7521*	0,9448 0,0000*	-0,0950 0,1602*	1		
Tang	0,1861 0,0056*	-0,0864 0,2016*	0,1796 0,0076*	-0,0824 0,2234*	1	
Size	0,2300 0,0006*	-0,6318 0,0000*	0,1858 0,0057*	-0,5163 0,0000*	0,2194 0,0011*	1

*p-value

Sumber: Data Diolah

Analisis korelasi Spearman menunjukkan: FF (fleksibilitas keuangan) berkorelasi negatif tetapi tidak signifikan ($p > 0,05$). BFE (karakteristik dewan) berkorelasi positif terhadap ROA dan signifikan pada taraf 10%. Interaksi FFxBFE (moderasi) berkorelasi negatif dan tidak signifikan. Variabel kontrol Tang (tangibilitas) dan Size (ukuran perusahaan) berkorelasi positif dan signifikan pada taraf 5%.

Pengujian Statistik Analisis Regresi**Tabel 5. Hasil Estimasi Regresi OLS Model 1**

<i>Dependent Variable</i>	: Return On			
<i>Asset Method</i>	: Least			
<i>Squares</i>				
<i>Sample</i>	44			
<i>Included observations</i>	220			
<i>Variabel</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-statistic</i>	<i>Prob (1-tailed)</i>
C	-0.556	0.126	-4.400	0.000
FF	0.021	0.006	3.450	0.001***
BFE	-0.022	0.034	-0.630	0.264
TAN	0.063	0.030	2.100	0.018
SIZE	0.020	0.004	4.440	0.000
<i>R-squared</i>	: 0.121			
<i>Adj R-squared</i>	: 0.105			
<i>F-statistic</i>	: 7.43			
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.000			

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber: Data Diolah

Tabel 6. Hasil Estimasi Regresi FEM dan REM Model 1

<i>Fixed Effect Model</i>				<i>Random Effect Model</i>			
<i>Variabel</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	
C	-0.234	-0.670		0.253	-0.523	-3.110	0.001
FF	0.006	0.640		0.260	0.016	2.410	0.008***
BFE	-0.044	-0.070		0.471	-0.006	-0.150	0.440
TAN	-0.242	-2.780		0.003	0.012	0.300	0.738
SIZE	0.014	1.260		0.104	0.019	3.340	0.001
<i>R-squared</i>	: 0.0379			<i>R-squared</i>	: 0.1995		
<i>Adj R-squared</i>	: 0.0048			<i>Adj R-squared</i>	: 0.1085		
<i>F-statistic</i>	: 3.08			<i>F-statistic</i>	: 12.92		
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.0176			<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.0117		

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan hasil regresi OLS di atas dengan observasi sebanyak 220 menunjukkan hasil fleksibilitas keuangan mempengaruhi kinerja perusahaan pada taraf 1%. Selain itu pada tabel di atas ditunjukkan juga FEM dan REM dari model 1, pada model FEM ditunjukkan bahwa fleksibilitas keuangan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

sedangkan pada model REM menunjukkan berpengaruh positif pada taraf 1%.

Tabel 7. Hasil Estimasi Regresi OLS Model 2

<i>Dependent Variable</i>	: Return On				
<i>Asset Method</i>	: Least				
<i>Squares</i>					
<i>Sample</i>	44				
<i>Included observations</i>	220				
<i>Variabel</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-statistic</i>	<i>Prob (1-tailed)</i>	
C	-0.557	0.125	-4.430	0.000	
FF	0.052	0.016	3.100	0.001***	
FFxBFE	-0.049	0.025	-1.940	0.026**	
BFE	-0.036	0.035	-1.040	0.151	
TAN	0.064	0.029	2.170	0.016	
SIZE	0.021	0.004	4.530	0.000	
<i>R-squared</i>	: 0.1367				
<i>Adj R-squared F-statistic</i>	: 0.1165				
	: 6.78				
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.000				

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber : Data Diolah

Tabel 8. Hasil Estimasi Regresi FEM dan REM Model 2

<i>Variabel</i>	<i>Fixed Effect Model</i>			<i>Random Effect Model</i>			
	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	
C	-0.236	-0.670		0.252	-0.526	-3.170	0.001
FF	0.003	0.170		0.433	0.029	1.600	0.055*
FFxBFE	0.003	0.110		0.458	-0.019	-0.720	0.286
BFE	-0.003	-0.050		0.481	-0.014	-0.320	0.375
TAN	-0.241	-2.760		0.003	0.016	0.390	0.346
SIZE	0.014	1.260		0.105	0.019	3.410	0.001
<i>R-squared</i>	: 0.0388			<i>R-squared</i>	: 0.2327		
<i>Adj R-squared</i>	: 0.0049			<i>Adj R-squared</i>	: 0.1210		
<i>F-statistic</i>	: 2.45			<i>F-statistic</i>	: 13.88		
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.0356			<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.0164		

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber: Data Diolah

Hasil regresi OLS dengan 220 observasi menunjukkan bahwa keahlian keuangan dewan memperkuat pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap kinerja perusahaan secara simultan pada taraf signifikansi 5%. Pada perbandingan model, FEM (fixed effects) pada model 2 menunjukkan fleksibilitas keuangan tidak berpengaruh terhadap kinerja, sedangkan REM (random effects) menunjukkan pengaruh positif signifikan pada taraf 10%. Pemilihan model akhir dilakukan berdasarkan uji Chow dan uji Hausman sebagai langkah keputusan model.

Analisis Generalized Method of Moment (GMM)**Tabel 9. Hasil Estimasi Regresi GMM dan SysGMM Model 1**

<i>Generalized Method of Moment</i>				<i>Sys Generalized Method of Moment</i>		
<i>Variabel</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>
C	-0.224	-0.270	0.788	-0.267	-0.390	0.035
ROA.L1	0.796	1.570	0.058	0.461	4.020	0.000
FF	0.030	1.450	0.073*	0.035	2.280	0.012***
BFE	0.003	0.020	0.490	0.097	0.860	0.194
TAN	-0.081	-0.320	0.374	-0.055	-0.320	0.375
SIZE	0.009	0.360	0.361	0.009	0.410	0.342
<i>F-statistic</i>	: 18.00			<i>F-statistic</i>	: 38.54	
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.075			<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.000	

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber: Data Diolah

Pada tabel di atas ditunjukkan model GMM dan SysGMM untuk model 1 yang digunakan untuk dasar hipotesis 1, pada model GMM hasil menunjukkan bahwa variabel fleksibilitas keuangan mempengaruhi positif kinerja keuangan pada taraf 10% dan pada model SysGMM menunjukkan berpengaruh positif pada taraf 1%. Jika berdasarkan prob-F model GMM berpengaruh secara simultan pada taraf 10% dan pada model Sys GMM pada taraf 1%. Variabel lag1 dari variabel dependen juga menunjukkan adanya berpengaruh pada kedua model GMM dan SysGMM pada taraf 5% dan 1% secara berurutan.

Tabel 10. Hasil Estimasi Regresi GMM dan SysGMM Model 2

<i>Generalized Method of Moment</i>				<i>Sys Generalized Method of Moment</i>		
<i>Variabel</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>
C	-0.148	-0.180	0.428	-0.214	-0.310	0.379
ROA.L1	0.766	1.560	0.059	0.453	3.970	0.000
FF	0.064	1.280	0.100*	0.062	1.550	0.065*
FFxBFE	-0.055	-0.790	0.213	-0.042	-0.730	0.232
BFE	-0.044	-0.290	0.386	0.062	0.530	0.299
TAN	-0.092	-0.380	0.353	-0.059	-0.340	0.366
SIZE	0.008	0.310	0.378	0.008	0.360	0.358
<i>F-statistic</i>	: 11.88			<i>F-statistic</i>	: 38.66	
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.0647			<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.000	

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber: Data Diolah

Pada analisis GMM untuk model kedua yang merepresentasikan hipotesis 2 menunjukkan variabel moderasi dari keahlian keuangan direksi tidak memperkuat hubungan fleksibilitas keuangan dengan kinerja perusahaan. Hasil ini ditunjukkan dari model GMM dan SysGMM. Pada kedua model juga menunjukkan bahwa pengaruh dari variabel dependen masa lalu mempengaruhi variabel dependen masa kini dengan nilai signifikansi

pada taraf 5% dan 1%.

1. Robustness Test

A. Model 1

Tabel 11. Hasil Robustness Test CEM Model 1

<i>Common Effect Model ROA</i>			<i>Common Effect Model ROE Variabel</i>			<i>Sig 1-tailed</i>
<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	
C	-0.556	-4.400	0.000	-2.374	-5.250	0.000
FF	0.021	3.450	0.001***	0.112	4.970	0.000***
BFE	-0.022	-0.630	0.264	0.087	0.700	0.241
TAN	0.063	2.100	0.018	0.339	3.160	0.001
SIZE	0.020	4.440	0.000	0.078	4.820	0.000
<i>R-squared</i>	: 0.121		<i>R-squared</i>	: 0.1919		
<i>Adj R-squared F-statistic</i>	: 0.105		<i>Adj R-squared F-statistic</i>	: 0.1768		
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 7.43		<i>Prob(F-statistic)</i>	: 12.76		
	: 0.000			: 0.0000		

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber : Data Diolah

Tabel 12. Hasil Robustness Test FEM Model 1

<i>Fixed Effect Model ROA</i>				<i>Fixed Effect Model ROE</i>			
<i>Variabel</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	
C	-0.234	-0.670		0.253	-0.287	-0.240	0.407
FF	0.006	0.640		0.260	0.100	3.260	0.001***
BFE	-0.044	-0.070		0.471	0.128	0.600	0.275
TAN	-0.242	-2.780		0.003	-0.207	-0.690	0.246
SIZE	0.014	1.260		0.104	0.016	0.410	0.341
<i>R-squared</i>	: 0.0379			<i>R-squared</i>	: 0.0039		
<i>Adj R-squared</i>	: 0.0048			<i>Adj R-squared</i>	: 0.0171		
<i>F-statistic</i>	: 3.08			<i>F-statistic</i>	: 3.20		
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.0176			<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.0144		

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber: Data Diolah

Tabel 13. Hasil Robustness Test REM Model 1

<i>Variable</i>	<i>Random Effect Model ROA</i>			<i>Random Effect Model ROE</i>			
	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	
C	-0.523		-3.110	0.001	-2.064	-3.360	0.001
FF	0.016		2.410	0.008***	0.108	4.370	0.000***
BFE	-0.006		-0.150	0.440	0.122	0.790	0.216
TAN	0.012		0.300	0.382	0.246	1.590	0.057
SIZE	0.019		3.340	0.001	0.068	3.220	0.001
<i>R-squared</i>		: 0.1995		<i>R-squared</i>		: 0.2956	
<i>Adj R-squared F-statistic</i>		: 0.1085		<i>Adj R-squared F-statistic</i>		: 0.1898	
<i>Prob(F-statistic)</i>		: 12.92		<i>Prob(F-statistic)</i>		: 25.44	
		: 0.0117				: 0.0000	

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber : Data Diolah

Pada hasil OLS dari model pertama menunjukkan model yang robust dimana hasil dari kedua model yang menggunakan ROA dan ROE tidak mengalami perbedaan hasil, dimana pada model ini keduanya menunjukkan fleksibilitas keuangan berpengaruh positif pada taraf 1%. Terdapat dua tabel di atas yang menunjukkan FEM dan REM dari model 1, jika berdasarkan pengujian model mendapatkan hasil FEM yang terpilih namun jika didasarkan pada hasil robustness test ini untuk model yang menunjukkan hasil yang robust adalah REM dan CEM. Maka model REM merupakan model yang robust dan dapat digunakan menjadi dasar analisis.

B. Model 1 GMM

Tabel 14. Hasil Robustness Test GMM Model 1

<i>Generalized Method of Moment ROA</i>				<i>Generalized Method of Moment ROE</i>		
<i>Variabel</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>
C	-0.224	-0.270	0.394	1.138	0.700	0.242
ROA.L1 / ROE.L1	0.796	1.570	0.117	0.221	2.070	0.009
FF	0.030	1.450	0.073*	0.164	4.210	0.000***
BFE	0.003	0.020	0.490	0.226	0.780	0.219
TAN	-0.081	-0.320	0.373	0.142	0.330	0.371
SIZE	0.009	0.360	0.361	-0.042	-0.780	0.218
<i>F-statistic</i>	: 18.00			<i>F-statistic</i>	: 33.04	
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.075			<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.000	

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber : Data Diolah

Tabel 15. Hasil Robustness Test Sys GMM Model 1

<i>Sys Generalized Method of Moment ROA</i>				<i>Sys Generalized Method of Moment ROE</i>		
<i>Variabel</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>
C	-0.267	-0.390	0.350	1.254	0.680	0.297
ROA.L1 / ROE.L1	0.461	4.020	0.000	0.429	4.720	0.000
FF	0.035	2.280	0.012**	0.202	4.890	0.000***
BFE	0.097	0.860	0.194	0.37	1.250	0.105
TAN	-0.055	-0.320	0.375	0.602	1.340	0.095
SIZE	0.009	0.410	0.342	-0.058	-0.960	0.165
<i>F-statistic</i>	: 38.54			<i>F-statistic</i>	: 159.45	
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.000			<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.000	

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber: Data Diolah

Hasil robustness untuk model 1 dengan pendekatan GMM menunjukkan pada hasil dari GMM menunjukkan variabel fleksibilitas keuangan berpengaruh positif pada variabel kinerja perusahaan yang digunakan yakni ROA dan ROE sebagai kondisi untuk menguji ketahanan model. Taraf yang ditunjukkan pada GMM menunjukkan nilai berpengaruh pada taraf 10% dan 1% pada model ROA dan ROE secara berurutan. Pada hasil Sys GMM pada variabel fleksibilitas keuangan berpengaruh pada taraf 5% dan 1% pada model ROA dan ROE secara berurutan. Jika dilihat dari nilai prob f untuk model yang menunjukkan hasil yang sama adalah Sys GMM sehingga pada model 1 untuk analisis GMM model yang terpilih adalah Sys GMM.

C. Model 2

Tabel 16. Hasil Robustness Test CEM Model 2

Common Effect Model ROA			Common Effect Model ROE				
Variabel	Coefficient	t-statistics	Sig 1-tailed	Coefficient	t-statistics	Sig 1-tailed	
C	-0.557	-4.430		0.000	-2.381	-5.510	0.000
FF	0.052	3.100		0.001	0.365	6.320	0.000
FFxBFE	-0.049	-1.940		0.026**	-0.414	-4.710	0.000***
BFE	-0.036	-1.040		0.151	-0.034	-0.280	0.389
TAN	0.064	2.170		0.016	0.354	3.450	0.001
SIZE	0.021	4.530		0.000	0.080	5.210	0.000
R-squared		: 0.1367		R-squared		: 0.2679	
Adj R-squared		: 0.1165		Adj R-squared		: 0.2508	
F-statistic		: 6.78		F-statistic		: 15.66	
Prob(F-statistic)		: 0.000		Prob(F-statistic)		: 0.000	

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber: Data Diolah

Tabel 17. Hasil Robustness Test FEM Model 2

Fixed Effect Model ROA				Fixed Effect Model ROE			
Variabel	Coefficient	t-statistics	Sig 1-tailed	Coefficient	t-statistics	Sig 1-tailed	
C	-0.236		-0.670	0.252	-0.153	-0.130	0.449
FF	0.003		0.170	0.433	0.284	3.860	0.000***
FFxBFE	0.003		0.110	0.458	-0.295	-2.730	0.003***
BFE	-0.003		-0.050	0.481	0.003	0.010	0.494
TAN	-0.241		-2.760	0.003	-0.259	-0.870	0.196
SIZE	0.014		1.260	0.105	0.015	0.390	0.348
R-squared		: 0.0388		R-squared		: 0.0207	
Adj R-squared		: 0.0049		Adj R-squared		: 0.0425	
F-statistic		: 2.45		F-statistic		: 4.15	
Prob(F-statistic)		: 0.0356		Prob(F-statistic)		: 0.0014	

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber: Data Diolah

Tabel 18. Hasil Robustness Test REM Model 2

<i>Random Effect Model ROA</i>				<i>Random Effect Model ROE</i>			
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	
C	-0.526	-3.170		0.001	-2.125	-3.660	0.000
FF	0.029	1.600		0.055	0.317	5.070	0.000
FFxBFE	-0.019	-0.720		0.237	-0.337	-3.600	0.000
BFE	-0.014	-0.320		0.375	0.003	0.020	0.492
TAN	0.016	0.390		0.347	0.258	1.770	0.038
SIZE	0.019	3.410		0.001	0.073	3.610	0.000
<i>R-squared</i>	: 0.2327			<i>R-squared</i>	: 0.4077		

<i>Adj R-squared F-statistic</i>	: 0.1210	<i>Adj R-squared F-statistic</i>	: 0.2643
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 13.88	<i>Prob(F-statistic)</i>	: 41.41
	: 0.0164		: 0.0000

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber: Data Diolah

Pada model 2 ditunjukkan model yang robust adalah model dari OLS dengan menunjukkan hasil variabel interaksi fleksibilitas keuangan dan kinerja perusahaan pada taraf signifikan di 5%. Sedangkan apabila pada FEM menunjukkan angka tidak signifikan dan pada REM menunjukkan angka signifikan pada taraf 1%. Berdasarkan hasil robustness test model yang paling robust untuk model 2 adalah model OLS.

D. Model 2 GMM

Tabel 19. Hasil Robustness Test GMM Model 2

<i>Generalized Method of Moment ROA</i>				<i>Generalized Method of Moment ROE</i>		
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>
C	-0.148	-0.180	0.477	1.112	0.800	0.215
ROA.L1 / ROE.L1	0.766	1.560	0.059	-0.017	-0.200	0.422
FF	0.064	1.280	0.100*	0.509	6.120	0.000***
FFxBFE	-0.055	-0.790	0.213	-0.486	-4.220	0.000***
BFE	-0.044	-0.290	0.386	-0.077	-0.300	0.383
TAN	-0.092	-0.380	0.353	0.049	0.140	0.446
SIZE	0.008	0.310	0.378	-0.031	-0.690	0.245
<i>F-statistic</i>	: 11.88			<i>F-statistic</i>	: 60.94	
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.0647			<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.0000	

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Tabel 20. Hasil Robustness Test Sys GMM Model 2

<i>Sys Generalized Method of Moment ROA</i>				<i>Sys Generalized Method of Moment ROE</i>		
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig 1-tailed</i>
C	-0.214	-0.310	0.379	0.879	0.570	0.284
ROA.L1 / ROE.L1	0.453	3.970	0.000	0.166	2.020	0.022
FF	0.062	1.550	0.065*	0.615	6.760	0.000***
FFxBFE	-0.042	-0.730	0.232	-0.592	-4.540	0.000***
BFE	0.062	0.530	0.300	-0.077	-0.280	0.388
TAN	-0.059	-0.340	0.366	0.488	1.260	0.104
SIZE	0.008	0.360	0.358	-0.032	-0.640	0.284
<i>F-statistic</i>	: 38.66			<i>F-statistic</i>	: 238.86	
<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.000			<i>Prob(F-statistic)</i>	: 0.000	

*** signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

* signifikan pada taraf 10%

Sumber: Data Diolah

Pada model 2 untuk analisis GMM sesuai pada tabel di atas, menunjukkan untuk variabel interaksi fleksibilitas keuangan dan keahlian keuangan dewan direksi menunjukkan hasil yang berbeda baik pada hasil GMM dan Sys GMM. Perbedaan

ini mungkin akibat dari pengukuran yang digunakan. Pada variabel ROE sudah adanya pertimbangan dari *equity multiplier* sedangkan untuk ROA tidak. Untuk model yang terpilih dapat menggunakan dasar dari nilai prob f dimana model yang menunjukkan prob f yang konsisten adalah Sys GMM menjadi dasar dari analisis GMM untuk hipotesis 2.

Pemilihan Model

1. Hasil Estimasi Pengujian Chow

Tabel 21. Hasil Chow Test

Model	Test	Prob > F	Hipotesis	Model Terpilih
1	<i>Chow Test</i>	0,000	Ho ditolak	<i>Fixed Effect</i>
2	<i>Chow Test</i>	0.000	Ho ditolak	<i>Fixed Effect</i>

Sumber: Data diolah

Berdasarkan hasil estimasi yang menunjukkan nilai Prob > F senilai $0,000 < 0,05$ maka dari ini dapat disimpulkan bahwa Ho ditolak dan Ha gagal ditolak sehingga model yang terpilih adalah FEM.

2. Hasil Estimasi Pengujian Hausman

Tabel 22. Hasil Hausman Test

Model	Test	Prob > chi2	Hipotesis	Model Terpilih
1	<i>Hausman Test</i>	0,014	Ho ditolak	<i>Fixed Effect</i>
2	<i>Hausman Test</i>	0,007	Ho ditolak	<i>Fixed Effect</i>

Sumber: Data Diolah

Dari hasil ini diperoleh nilai Prob>chi2 sebesar 0,014 dan 0,007 yang merupakan lebih rendah dari 0,05. Berdasarkan hasil ini maka dapat ditarik kesimpulan bahwa Ho ditolak dan Ha diterima. Hasil ini juga mengindikasikan bahwa *fixed effect* merupakan model yang paling sesuai untuk digunakan dalam penelitian.

3. Uji T

Dalam pengujian ini akan dilihat nilai probabilitas yang menentukan pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen dan digunakan untuk menguji secara parsial koefisien regresi pada tiap variabel berhubungan dengan variabel dependen. Merujuk pada hasil estimasi dari REM dan *Systematic GMM* disimpulkan analisis sebagai berikut:

Hipotesis pertama, nilai koefisien berdasarkan model REM menunjukkan angka 0,016 yang menyatakan bahwa setiap kenaikan satu poin dari fleksibilitas keuangan akan menambah kinerja perusahaan sebesar 0,016 poin, dengan asumsi ceteris paribus. Sedangkan untuk uji t statistik menunjukkan nilai sebesar $0,008 < 0,05$ ($\alpha=5\%$) dan $0,008 < 0,01$ ($\alpha=1\%$) sehingga menyatakan bahwa H01 diterima, atau fleksibilitas keuangan mempengaruhi secara positif kinerja perusahaan pada tingkat 95% dan 99% .

Hipotesis pertama, nilai koefisien berdasarkan model SysGMM menunjukkan angka 0,035 yang menyatakan bahwa setiap kenaikan satu poin dari fleksibilitas keuangan akan menambah kinerja perusahaan sebesar 0,035 poin, dengan asumsi ceteris paribus. Sedangkan untuk uji t statistik menunjukkan nilai sebesar $0,012 < 0,05$ ($\alpha=5\%$)

sehingga menyatakan bahwa H01 ditolak, atau fleksibilitas keuangan mempengaruhi secara positif kinerja perusahaan pada tingkat 95%.

H01: Fleksibilitas keuangan tidak mempengaruhi positif fleksibilitas keuangan.

Ha1: Fleksibilitas keuangan mempengaruhi positif fleksibilitas keuangan

Pada hipotesis kedua, hasil koefisien dari model FEM menunjukkan angka pengaruh moderasi dari karakteristik dewan terhadap hubungan kinerja perusahaan sebesar 0,003. Hasil ini bermakna jika fleksibilitas keuangan yang telah dimoderasi oleh karakteristik dewan meningkat 1 poin maka peningkatan kinerja perusahaan akan meningkat sebesar 0,003 poin. Pada uji t statistik menunjukkan nilai $0,458 > 0,05$ dan apabila menurut model SysGMM menunjukkan nilai $0,232 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa H02 diterima atau hubungan kinerja perusahaan dan fleksibilitas keuangan tidak diperkuat oleh keahlian keuangan dewan direksi

H02: Keahlian keuangan dewan direksi tidak memperkuat hubungan fleksibilitas keuangan dan kinerja perusahaan.

Ha2: Keahlian keuangan dewan direksi memperkuat hubungan fleksibilitas keuangan dan kinerja perusahaan.

Pembahasan Uji Hipotesis

Kinerja Perusahaan Dipengaruhi Fleksibilitas Keuangan

Hasil pengujian menunjukkan fleksibilitas keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan ($\text{sig} = 0,008 < 0,05$). Tolok ukur fleksibilitas meliputi cash flexibility dan debt flexibility; peningkatan cash flexibility atau penurunan debt flexibility mengindikasikan fleksibilitas lebih tinggi. Perusahaan yang fleksibel lebih mudah menjaga operasi, memanfaatkan peluang investasi, dan meningkatkan kinerja—meskipun penelitian ini mencatat temuan berlawanan pada beberapa kasus. Temuan ini sejalan dengan studi sebelumnya (Arslan-Ayaydin et al., 2014; Chang & Ma, 2019; Meier et al., 2013).

Dari perspektif teori agensi (Jensen & Meckling, 1976), fleksibilitas keuangan membantu mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham, memperkuat pengawasan, memungkinkan keputusan investasi yang menguntungkan pemegang saham, serta meningkatkan ketahanan saat krisis (didukung oleh temuan Beguin et al., 1999). Secara keseluruhan, fleksibilitas keuangan berperan penting dalam meningkatkan kinerja perusahaan.

Hubungan Kinerja Perusahaan dengan Fleksibilitas Keuangan setelah Pengaruh Moderasi Karakteristik Dewan

Hasil pengujian menunjukkan nilai $\text{sig} > \alpha$, sehingga karakteristik dewan (keahlian keuangan) tidak memoderasi hubungan antara fleksibilitas keuangan dan kinerja perusahaan. Temuan ini menyiratkan bahwa dewan dengan latar belakang keuangan kadang gagal meningkatkan kualitas pengambilan keputusan sehingga kebijakan yang seharusnya memperkuat fleksibilitas keuangan kurang efektif, bertentangan dengan beberapa studi sebelumnya (Zhong et al., 2022; Feng et al., 2022).

Secara teoritis, meskipun teori manajemen puncak menyatakan keahlian keuangan dapat memengaruhi keputusan, keterampilan non-keuangan seperti pengalaman industri, pemahaman pasar, dan kepemimpinan sering kali lebih relevan

untuk keputusan strategis (produk, pasar, inovasi, restrukturisasi). Selain itu, berdasarkan entrenchment theory, dewan yang terjebak dalam praktik mempertahankan kekuasaan dapat memanfaatkan keahlian mereka untuk membatasi fleksibilitas keuangan (menghindari risiko, mengurangi akses pembiayaan), sehingga koefisien moderasi bisa negatif dan melemahkan hubungan fleksibilitas–kinerja.

KESIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa fleksibilitas keuangan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan infrastruktur di Indonesia selama periode pandemi COVID-19, sehingga perusahaan yang memiliki ruang keuangan lebih adaptif cenderung lebih mampu menjaga kinerja. Namun, keahlian keuangan dewan direksi tidak terbukti memperkuat hubungan tersebut, yang menunjukkan bahwa kompetensi finansial di tingkat dewan belum tentu cukup untuk mendorong efektivitas pemanfaatan fleksibilitas keuangan dalam kondisi krisis. Temuan ini mengindikasikan bahwa kemampuan bertahan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh ketersediaan sumber daya keuangan, tetapi juga oleh bagaimana sumber daya tersebut dikelola dan diterjemahkan ke dalam keputusan strategis yang tepat. Implikasi praktisnya, manajemen perlu menjaga fleksibilitas kas dan struktur pendanaan yang sehat sebagai strategi ketahanan, sementara investor dapat menjadikan fleksibilitas keuangan sebagai salah satu indikator penilaian kualitas perusahaan.

Keterbatasan penelitian ini terletak pada ruang lingkup sampel yang hanya mencakup perusahaan sektor infrastruktur yang terdaftar di BEI selama 2018 hingga 2022, sehingga generalisasi ke sektor lain masih terbatas. Selain itu, pengukuran variabel moderasi yang berfokus pada latar belakang keuangan dewan direksi belum sepenuhnya menangkap dimensi tata kelola yang lebih luas seperti pengalaman industri, kualitas pengawasan, atau dinamika pengambilan keputusan. Penelitian selanjutnya disarankan memperluas sampel ke sektor lain, memperpanjang periode observasi, serta memasukkan variabel tata kelola lain agar hubungan antarvariabel dapat dipahami lebih komprehensif. Studi mendatang juga dapat menggunakan pendekatan campuran atau menambah proksi kinerja yang berbeda agar hasilnya lebih kuat dan lebih relevan bagi pengambilan kebijakan perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Acharya, V. V., & Steffen, S. (2020). *The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID-19*. *Review of Corporate Finance Studies*.
- Adam, T. R., Fernando, C. S., & Golubeva, E. (2015). Managerial overconfidence and corporate risk management. *Journal of Financial Economics*.
- Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: Evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(2), 211–250. <https://doi.org/10.1007/s11156-012-0340-x>
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data* (6th ed.). Springer.
- Badan Pusat Statistik (BPS). (2021). *Laporan perekonomian Indonesia 2021*. BPS Indonesia.
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2018). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (5th ed.). Sage Publications.

- Charas, S. (2014). Does upper echelon team dynamics matter? *Corporate Governance Review*.
- Chang, H. Y., & Ma, C. A. (2019). Financial flexibility, managerial efficiency and firm life cycle on firm performance: Evidence from Chinese listed firms. *Journal of Advances in Management Research*, 16(2), 168–180. <https://doi.org/10.1108/JAMR-06-2017-0072>
- Daszykowski, M., Kaczmarek, K., Vander Heyden, Y., & Walczak, B. (2007). Robust statistics in data analysis: A review. *Chemometrics and Intelligent Laboratory Systems*, 85(2), 203–219. <https://doi.org/10.1016/j.chemolab.2006.06.016>
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 802–830.
- Emzir. (2016). *Metodologi penelitian pendidikan: Kuantitatif dan kualitatif*. Rajawali Pers.
- Fahlenbrach, R., Rageth, K., & Stulz, R. M. (2020). How valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the COVID-19 crisis. *Journal of Financial Economics*.
- Feng, C. B., Mirza, S. S., Ahsan, T., & Gull, A. A. (2022). The impact of financial flexibility and directors' academic experience on corporate R&D investments. *Applied Economics*, 54(17), 1974–1988. <https://doi.org/10.1080/00036846.2021.1983145>
- Golubeva, O. (2021). Firms' performance during the COVID-19 outbreak: International evidence from 13 countries. *Corporate Governance*, 21(6), 1011–1027. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2020-0405>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25*. Universitas Diponegoro.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>
- 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.
- Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2021). *Pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2020*. Kemenkeu RI.
- Meier, I., Bozec, Y., & Laurin, C. (2013). Financial flexibility and performance during the financial crisis. *International Journal of Commerce and Management*, 23(2), 79–96.
- Mun, S., Han, S. H., & Seo, D. (2020). The impact of CEO educational background on corporate cash holdings. *Pacific Basin Finance Journal*, 61, 101339. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101339>
- Sudaryono. (2019). *Metodologi penelitian kuantitatif, kualitatif, dan mixed method*. Rajawali Pers.
- Sugiyono. (2021). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.

- Teng, X., Chang, B. G., & Wu, K. S. (2021). The role of financial flexibility on enterprise sustainable development during COVID-19 crisis. *Sustainability*, 13(3), 1245. <https://doi.org/10.3390/su13031245>
- Wooldridge, J. M. (2020). *Introductory econometrics: A modern approach* (7th ed.). Cengage Learning.
- Zhong, X., Wan, H., & Ren, G. (2022). Can TMT pay disparity promote firm innovation performance? *European Journal of Innovation Management*, 25(4), 1161–1182. <https://doi.org/10.1108/EJIM-10-2020-0434>