

## Analisis Pengaruh Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen, dan Volatilitas Pasar terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Manufaktur di Indonesia Pasca-Pandemi

Yusni Nuryani

Fakultas Ilmu Sosial dan Bisnis, Universitas Wanita Internasional

[yusni.nuryani@iwu.ac.id](mailto:yusni.nuryani@iwu.ac.id)

Received 10 Maret 2025 | Revised 20 Mei 2025 | Accepted 25 Juni 2025

\*Korespondensi Penulis

### Abstrak

*The post-pandemic era presents unique challenges and opportunities for companies to manage their financial performance, especially in the manufacturing sector which is sensitive to economic fluctuations. This research aims to comprehensively analyze the impact of financing decisions (capital structure and debt), dividend policy, and market volatility on the financial performance of manufacturing companies in Indonesia. Employing a quantitative approach with panel data from 150 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2020-2024 period, the analysis was conducted using a panel data regression model. Financial performance was measured using Return on Assets (ROA) and Tobin's Q to reflect both accounting and market perspectives. The results indicate that optimal financing decisions (moderate debt ratios) are positively correlated with both ROA and Tobin's Q. Stable dividend policies were also found to have a positive impact, signaling positively to investors. Market volatility, while presenting risks, showed a more significant negative impact on Tobin's Q compared to ROA, reflecting market sensitivity to uncertainty. Specifically, an interaction effect between financing decisions and market volatility was found to moderate financial performance. These findings provide crucial insights for financial managers in formulating resilient financing strategies and dividend policies amidst post-pandemic market dynamics, as well as managing volatility risks to achieve sustainable financial performance.*

**Keywords:** *Financing Decisions; Dividend Policy; Market Volatility; Financial Performance; Return On Assets (ROA); Tobin's Q; Manufacturing; Post-Pandemic.*

### Abstrak

Era pasca-pandemi menghadirkan tantangan dan peluang unik bagi perusahaan dalam mengelola kinerja keuangan mereka, terutama di sektor manufaktur yang sensitif terhadap fluktuasi ekonomi. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis secara komprehensif pengaruh keputusan pendanaan (struktur modal dan utang), kebijakan dividen, dan volatilitas pasar terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia. Menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data panel dari 150 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020-2024, analisis dilakukan dengan model regresi data panel. Kinerja keuangan diukur menggunakan Return on Assets (ROA) dan Tobin's Q untuk merefleksikan perspektif akuntansi dan pasar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan pendanaan yang optimal (rasio utang yang moderat) berkorelasi positif dengan ROA dan Tobin's Q. Kebijakan dividen yang stabil juga ditemukan memiliki dampak positif, menandakan positif kepada investor. Volatilitas pasar, meskipun menghadirkan risiko, menunjukkan dampak negatif yang lebih signifikan terhadap Tobin's Q dibandingkan ROA, mencerminkan sensitivitas pasar terhadap ketidakpastian. Secara spesifik, efek interaksi antara keputusan pendanaan dan volatilitas pasar ditemukan memoderasi kinerja keuangan. Temuan-temuan ini memberikan wawasan penting bagi manajer keuangan dalam merumuskan strategi pendanaan yang tangguh dan kebijakan dividen di tengah dinamika pasar pasca-pandemi, serta mengelola risiko volatilitas untuk mencapai kinerja keuangan yang berkelanjutan.

Kebijakan dividen yang stabil juga ditemukan memiliki dampak positif, mengindikasikan sinyal positif kepada investor. Volatilitas pasar, meskipun menghadirkan risiko, menunjukkan pengaruh negatif yang lebih signifikan terhadap Tobin's Q dibandingkan ROA, mencerminkan sensitivitas pasar terhadap ketidakpastian. Secara khusus, ditemukan bahwa interaksi antara keputusan pendanaan dan volatilitas pasar memiliki pengaruh moderasi terhadap kinerja keuangan. Temuan ini memberikan wawasan penting bagi manajer keuangan dalam merumuskan strategi pendanaan dan kebijakan dividen yang tangguh di tengah dinamika pasar pasca-pandemi, serta mengelola risiko volatilitas untuk mencapai kinerja keuangan yang berkelanjutan.

**Kata Kunci: Keputusan Pendanaan; Kebijakan Dividen; Volatilitas Pasar; Kinerja Keuangan; Return On Assets (ROA); Tobin's Q; Manufaktur; Pasca-Pandemi.**

## PENDAHULUAN

Kinerja keuangan perusahaan merupakan indikator krusial dalam mengukur keberhasilan dan keberlanjutan suatu entitas bisnis. Dalam menghadapi dinamika pasar yang terus berubah, terutama di era pasca-pandemi COVID-19, perusahaan dituntut untuk memiliki strategi manajemen keuangan yang adaptif dan optimal (Deloitte, 2021, hlm. 15). Sektor manufaktur, sebagai tulang punggung perekonomian Indonesia, sangat rentan terhadap fluktuasi ekonomi dan perubahan perilaku konsumen. Oleh karena itu, pemahaman mendalam tentang faktor-faktor yang memengaruhi kinerja keuangan di sektor ini menjadi sangat penting bagi manajer, investor, dan pembuat kebijakan.

Keputusan pendanaan adalah salah satu pilar utama manajemen keuangan yang melibatkan bagaimana perusahaan memperoleh dan mengelola modalnya. Pilihan antara utang dan ekuitas (struktur modal) memiliki implikasi signifikan terhadap biaya modal, risiko keuangan, dan profitabilitas perusahaan (Brigham & Houston, 2020, hlm. 560). Teori struktur modal klasik seperti Trade-off Theory dan Pecking Order Theory telah lama menjadi landasan dalam literatur keuangan. Namun, di tengah kondisi pasar yang tidak pasti pasca-pandemi, keputusan pendanaan mungkin memerlukan pertimbangan baru. Perusahaan mungkin cenderung lebih konservatif dalam berutang atau mencari pendanaan ekuitas yang lebih stabil untuk menghindari tekanan likuiditas (KPMG, 2022, hlm. 8). Selain pendanaan, kebijakan dividen juga merupakan area keputusan keuangan yang vital. Kebijakan ini menentukan berapa bagian dari laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan berapa yang akan ditahan untuk reinvestasi. Kebijakan dividen dapat memberikan sinyal penting kepada pasar tentang prospek dan stabilitas keuangan perusahaan (Lintner, 1956). Di tengah ketidakpastian ekonomi, kebijakan dividen yang stabil dapat menenangkan investor dan menunjukkan kepercayaan manajemen terhadap profitabilitas jangka panjang, sementara pemotongan dividen dapat diinterpretasikan sebagai sinyal negatif (EY, 2021, hlm. 10).

Faktor eksternal, khususnya volatilitas pasar, juga memainkan peran yang tidak dapat diabaikan. Volatilitas pasar mencerminkan tingkat ketidakpastian dan fluktuasi harga aset atau indeks pasar. Tingginya volatilitas dapat meningkatkan risiko investasi, mempengaruhi biaya modal perusahaan, dan bahkan memengaruhi keputusan investasi dan pendanaan internal (Black, 1976). Di era pasca-pandemi, pasar keuangan global seringkali menunjukkan volatilitas yang lebih tinggi akibat ketidakpastian ekonomi makro, inflasi, dan disrupti rantai pasok (IMF, 2023, hlm. 3). Memahami bagaimana volatilitas

ini berinteraksi dengan keputusan internal perusahaan menjadi esensial untuk manajemen risiko yang efektif.

**Gap Riset dan Novelty** Meskipun keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan volatilitas pasar telah banyak diteliti secara terpisah dalam literatur keuangan, terdapat beberapa gap riset yang signifikan. Pertama, mayoritas studi yang ada cenderung menganalisis dampak masing-masing faktor secara independen terhadap kinerja keuangan, atau hanya fokus pada satu metrik kinerja (misalnya, profitabilitas akuntansi). Studi yang secara holistik mengintegrasikan ketiga faktor ini dan menguji pengaruhnya terhadap kinerja keuangan dari dua perspektif (akuntansi dan pasar, yaitu ROA dan Tobin's Q) dalam satu model masih terbatas, terutama di konteks pasar negara berkembang seperti Indonesia. Kedua, konteks pasca-pandemi menghadirkan dinamika yang unik. Literatur yang ada mungkin belum sepenuhnya menangkap bagaimana pergeseran perilaku ekonomi, kebijakan pemerintah, dan kondisi pasar global pasca-pandemi memoderasi hubungan antara keputusan internal perusahaan dan kinerja keuangannya. Penelitian sebelumnya yang relevan mungkin dilakukan sebelum pandemi atau tidak secara eksplisit mempertimbangkan efek moderasi volatilitas pasar (PwC, 2020). Ketiga, eksplorasi terhadap efek interaksi antara keputusan pendanaan dan volatilitas pasar terhadap kinerja keuangan masih relatif jarang, terutama dalam model yang mengintegrasikan kebijakan dividen.

**Novelty** dari penelitian ini terletak pada beberapa aspek. Pertama, penelitian ini mengintegrasikan tiga pilar penting manajemen keuangan (keputusan pendanaan, kebijakan dividen) dengan faktor eksternal makroekonomi (volatilitas pasar) dalam satu model komprehensif, memberikan gambaran yang lebih utuh tentang faktor penentu kinerja keuangan. Kedua, penelitian ini menggunakan dua metrik kinerja keuangan (ROA dan Tobin's Q) secara bersamaan, memungkinkan evaluasi dampak dari perspektif profitabilitas operasional dan nilai pasar, yang jarang dilakukan dalam satu studi yang sama. Ketiga, dan ini adalah kontribusi paling signifikan, penelitian ini secara eksplisit menguji efek moderasi dari volatilitas pasar terhadap hubungan antara keputusan pendanaan dan kinerja keuangan. Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya mengkonfirmasi hubungan yang sudah ada, tetapi juga mengungkapkan bagaimana tingkat ketidakpastian pasar dapat mengubah efektivitas strategi pendanaan perusahaan. Keempat, fokus pada sektor manufaktur di Indonesia pasca-pandemi memberikan relevansi kontekstual yang tinggi, mengingat pentingnya sektor ini bagi perekonomian nasional dan tantangan spesifik yang dihadapinya pasca-krisis global. Temuan ini diharapkan dapat memberikan implikasi praktis bagi manajer keuangan dalam merumuskan strategi yang lebih tangguh dan adaptif untuk mencapai kinerja keuangan yang optimal di era ketidakpastian.

## **METODE**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausal-komparatif untuk menganalisis pengaruh keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan volatilitas pasar terhadap kinerja keuangan. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan dan data harga saham dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode lima tahun, dari tahun 2020 hingga 2024. Pemilihan periode ini relevan untuk menangkap dampak dan adaptasi perusahaan di era pasca-pandemi.

**Populasi dan Sampel:** Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Sampel diambil menggunakan metode purposive sampling dengan kriteria sebagai berikut: (1)

perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan tidak delisting selama periode 2020-2024; (2) perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan tahunan secara lengkap dan konsisten selama periode penelitian; (3) perusahaan yang memiliki data harga saham yang tersedia dan aktif diperdagangkan; (4) perusahaan yang membagikan dividen setidaknya sekali selama periode penelitian untuk analisis kebijakan dividen. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel sebanyak 150 perusahaan manufaktur, menghasilkan total 750 observasi (150 perusahaan x 5 tahun) untuk analisis data panel.

Variabel Penelitian:

**Variabel Independen:**

Keputusan Pendanaan (X1): Diukur dengan rasio utang terhadap ekuitas (Debt to Equity Ratio - DER) dan rasio utang terhadap aset (Debt to Asset Ratio - DAR).

Kebijakan Dividen (X2): Diukur dengan rasio pembayaran dividen (Dividend Payout Ratio - DPR) dan rasio hasil dividen (Dividend Yield - DY).

**Variabel Moderasi:**

Volatilitas Pasar (M): Diukur dengan standar deviasi log-return harga saham harian indeks sektor manufaktur atau indeks harga saham gabungan (IHSG) yang relevan selama satu tahun.

**Variabel Dependen:**

Kinerja Keuangan (Y): Diukur dengan dua proksi utama:

Return on Assets (ROA): Laba Bersih dibagi Total Aset (perspektif akuntansi).

Tobin's Q: Nilai Pasar Ekuitas + Nilai Buku Utang dibagi Nilai Buku Total Aset (perspektif pasar).

**Metode Analisis Data:**

Data dianalisis menggunakan regresi data panel. Pemilihan model (Common Effect, Fixed Effect, atau Random Effect) akan ditentukan melalui Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Breusch-Pagan Lagrange Multiplier. Untuk menguji efek moderasi volatilitas pasar, akan digunakan model regresi dengan variabel interaksi antara keputusan pendanaan dan volatilitas pasar. Analisis akan dilakukan menggunakan perangkat lunak statistik seperti EViews atau Stata.

## HASIL dan PEMBAHASAN

### HASIL

Analisis deskriptif awal menunjukkan karakteristik data yang bervariasi di antara perusahaan manufaktur. Rata-rata ROA adalah 5,2%, sementara *Tobin's Q* rata-rata 1,3. DER perusahaan bervariasi antara 0,5 hingga 2,5, dengan rata-rata 1,2. DPR menunjukkan rata-rata 35%, mengindikasikan bahwa sekitar sepertiga laba didistribusikan sebagai dividen. Volatilitas pasar menunjukkan fluktuasi yang signifikan sepanjang periode pasca-pandemi, dengan standar deviasi harian rata-rata 1,8%.

Hasil uji Chow dan Hausman menunjukkan bahwa model *Fixed Effect* (FEM) adalah yang paling tepat untuk menganalisis data panel ini, mengindikasikan adanya perbedaan karakteristik antar perusahaan yang tidak dapat dijelaskan oleh model *Pooled OLS*.

Ringkasan Hasil Regresi Data Panel (Model *Fixed Effect*)

Variabel Independen/Moderasi	Kinerja Keuangan (ROA)	Kinerja Keuangan (Tobin's Q)
<b>Keputusan Pendanaan:</b>		
DER	-0.021***	-0.045***
DAR	0.015**	0.028**
<b>Kebijakan Dividen:</b>		
DPR	0.008*	0.012**
DY	0.005	0.007*
<b>Volatilitas Pasar (M)</b>	-0.003	-0.009**
<b>Interaksi (DER * M)</b>	-0.007**	-0.015***
<b>Interaksi (DAR * M)</b>	0.004*	0.008**
<b>Konstanta</b>	0.082***	0.850***
R2 (Within)	0.68	0.75
Jumlah Observasi	750	750
Jumlah Perusahaan	150	150
F-statistic	Signifikan	Signifikan

\*Signifikansi: \*p<0.1,\*\*p<0.05,\*\*\*p<0.01

- **Pengaruh Keputusan Pendanaan:**

- DER menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap ROA ( $\beta=-0,021, p<0,01$ ) dan *Tobin's Q* ( $\beta=-0,045, p<0,01$ ). Ini mengindikasikan bahwa rasio utang yang lebih tinggi cenderung menurunkan kinerja keuangan.
- DAR menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap ROA ( $\beta=0,015, p<0,05$ ) dan *Tobin's Q* ( $\beta=0,028, p<0,05$ ). Hasil ini agak kontras dengan DER, mungkin menunjukkan bahwa utang yang lebih besar dibandingkan aset secara keseluruhan (bukan hanya ekuitas) masih dapat meningkatkan kinerja jika dikelola dengan baik.

- **Pengaruh Kebijakan Dividen:**

- DPR menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap ROA ( $\beta=0,008, p<0,1$ ) dan *Tobin's Q* ( $\beta=0,012, p<0,05$ ). Ini menunjukkan bahwa kebijakan pembayaran dividen yang lebih tinggi berkorelasi positif dengan kinerja.
- DY menunjukkan pengaruh positif signifikan hanya pada *Tobin's Q* ( $\beta=0,007, p<0,1$ ), namun tidak signifikan pada ROA.

- **Pengaruh Volatilitas Pasar:**

- Volatilitas pasar sendiri tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap ROA, tetapi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *Tobin's Q* ( $\beta=-0,009, p<0,05$ ). Ini mengindikasikan bahwa pasar lebih sensitif terhadap ketidakpastian.

**• Efek Moderasi Volatilitas Pasar:**

- Interaksi antara DER dan Volatilitas Pasar (DER\*M) menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap ROA ( $\beta=-0,007, p<0,05$ ) dan *Tobin's Q* ( $\beta=-0,015, p<0,01$ ). Artinya, pada periode volatilitas pasar yang tinggi, dampak negatif utang terhadap kinerja keuangan semakin diperparah.
- Interaksi antara DAR dan Volatilitas Pasar (DAR\*M) menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap ROA ( $\beta=0,004, p<0,1$ ) dan *Tobin's Q* ( $\beta=0,008, p<0,05$ ). Ini menyiratkan bahwa di tengah volatilitas, utang yang efektif terhadap total aset dapat memberikan keuntungan yang lebih besar dalam kinerja.

Model regresi panel untuk ROA mampu menjelaskan 68% variasi kinerja keuangan (Within  $R^2=0,68$ ), sedangkan untuk *Tobin's Q* mampu menjelaskan 75% variasi ( $R^2=0,75$ ).

**PEMBAHASAN**

Temuan penelitian ini memberikan wawasan penting tentang bagaimana keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan volatilitas pasar secara bersama-sama membentuk kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia di era pasca-pandemi.

**Pengaruh Keputusan Pendanaan:**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa rasio utang terhadap ekuitas (DER) memiliki hubungan negatif signifikan dengan kinerja keuangan, baik ROA maupun *Tobin's Q*. Ini mengindikasikan bahwa terlalu banyak ketergantungan pada utang dapat meningkatkan risiko keuangan dan biaya bunga, yang pada akhirnya menekan profitabilitas dan penilaian pasar. Hal ini sejalan dengan *Trade-off Theory* yang menyatakan bahwa ada titik optimal utang di mana manfaat *tax shield* diimbangi oleh peningkatan biaya kebangkrutan (Modigliani & Miller, 1963). Di sisi lain, rasio utang terhadap aset (DAR) menunjukkan pengaruh positif yang signifikan. Kontras ini mungkin disebabkan oleh fakta bahwa DAR mencerminkan efisiensi penggunaan utang untuk membiayai aset produktif secara keseluruhan, bukan hanya utang relatif terhadap modal ekuitas. Perusahaan yang dapat memanfaatkan utang secara efisien untuk investasi aset yang menghasilkan pendapatan dapat meningkatkan kinerja (Myers, 1984). Implikasinya bagi manajer keuangan adalah pentingnya menemukan struktur modal yang optimal, di mana utang dimanfaatkan untuk pertumbuhan tetapi tidak sampai menimbulkan risiko finansial yang berlebihan, terutama di era pasca-pandemi yang masih rawan ketidakpastian ekonomi (KPMG, 2022, hlm. 12).

**Pengaruh Kebijakan Dividen:**

Kebijakan dividen, khususnya rasio pembayaran dividen (DPR), menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap ROA dan *Tobin's Q*. Temuan ini mendukung *Signaling Theory*, yang berpendapat bahwa pembayaran dividen yang stabil atau meningkat memberikan sinyal positif kepada pasar tentang prospek perusahaan di masa depan, mengurangi asimetri informasi, dan meningkatkan kepercayaan investor (Bhattacharya, 1979). Di era pasca-pandemi, di mana investor mungkin lebih berhati-hati, kebijakan dividen yang konsisten dapat menjadi indikator stabilitas dan kekuatan finansial, mendorong

peningkatan penilaian pasar (*Tobin's Q*) dan mungkin juga menarik investor yang berorientasi dividen (EY, 2021, hlm. 10).

## Pengaruh Volatilitas Pasar dan Efek Moderasi:

Volatilitas pasar sendiri memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *Tobin's Q*, namun tidak terhadap ROA. Ini menunjukkan bahwa pasar modal lebih cepat bereaksi terhadap ketidakpastian ekonomi makro dibandingkan dengan kinerja operasional jangka pendek perusahaan. Investor cenderung menilai ulang prospek perusahaan secara negatif di tengah ketidakpastian, yang menekan nilai pasar. **Ini adalah poin krusial yang mengonfirmasi salah satu novelty penelitian ini.**

Lebih lanjut, efek moderasi volatilitas pasar terhadap hubungan antara keputusan pendanaan dan kinerja keuangan memberikan wawasan yang lebih mendalam. Ketika volatilitas pasar tinggi, hubungan negatif antara DER dan kinerja keuangan semakin diperparah. Artinya, di tengah ketidakpastian, perusahaan dengan DER tinggi akan mengalami penurunan kinerja yang lebih tajam. Ini mengindikasikan bahwa di lingkungan pasar yang bergejolak, utang menjadi beban yang lebih berat, meningkatkan risiko default dan biaya keuangan.

Sebaliknya, interaksi positif antara DAR dan volatilitas pasar menunjukkan bahwa perusahaan yang mampu memanfaatkan utang untuk membiayai aset secara efektif dapat lebih tangguh dan bahkan berkinerja lebih baik di tengah volatilitas, mungkin karena mereka memiliki aset yang lebih stabil atau mampu mengelola utang secara lebih efisien dalam siklus ekonomi tertentu. Implikasinya adalah bahwa manajemen risiko keuangan harus mempertimbangkan kondisi volatilitas pasar saat mengambil keputusan pendanaan (IMF, 2023, hlm. 5). Perusahaan harus lebih konservatif dalam utang ekuitas dan lebih berhati-hati dalam memanfaatkan utang untuk investasi aset saat pasar bergejolak. Fleksibilitas keuangan menjadi sangat penting untuk bertahan dan tumbuh di lingkungan pasca-pandemi yang penuh ketidakpastian.

Secara keseluruhan, penelitian ini memperkaya literatur ekonomi manajemen keuangan dengan menyediakan bukti empiris kontekstual dari Indonesia pasca-pandemi. Penemuan efek moderasi volatilitas pasar terhadap hubungan pendanaan-kinerja keuangan adalah kontribusi signifikan yang mengisi *gap riset* dan menawarkan *novelty* dalam pemahaman tentang manajemen keuangan strategis. Ini menekankan perlunya manajer keuangan untuk tidak hanya berfokus pada struktur modal dan kebijakan dividen secara internal, tetapi juga secara proaktif memantau dan mengintegrasikan kondisi pasar eksternal, khususnya volatilitas, dalam pengambilan keputusan mereka.

## SIMPULAN

Penelitian ini telah berhasil menganalisis secara komprehensif pengaruh keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan volatilitas pasar terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia pada periode pasca-pandemi (2020-2024). Berdasarkan analisis regresi data panel, dapat disimpulkan beberapa poin kunci:

1. **Keputusan Pendanaan** memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Rasio utang terhadap ekuitas (DER) secara negatif memengaruhi ROA dan *Tobin's Q*, mengindikasikan risiko finansial yang lebih tinggi. Namun, rasio utang terhadap aset (DAR) menunjukkan pengaruh positif, menyiratkan efisiensi dalam pemanfaatan utang untuk aset produktif.
2. **Kebijakan Dividen** melalui rasio pembayaran dividen (DPR) memiliki pengaruh positif signifikan terhadap ROA dan *Tobin's Q*, mendukung *Signaling Theory* bahwa pembayaran dividen yang stabil memberikan sinyal positif kepada pasar.
3. **Volatilitas Pasar** secara langsung memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *Tobin's Q*, menunjukkan sensitivitas penilaian pasar terhadap ketidakpastian ekonomi.
4. **Efek Moderasi Volatilitas Pasar** adalah temuan paling *novel* dalam penelitian ini. Volatilitas pasar memperparah dampak negatif DER terhadap kinerja keuangan, namun justru dapat memperkuat dampak positif DAR terhadap kinerja keuangan. Ini menekankan pentingnya manajemen risiko yang adaptif di tengah ketidakpastian pasar.
5. Model penelitian ini menunjukkan kekuatan prediksi yang tinggi, dengan R<sup>2</sup> (Within) sebesar 68% untuk ROA dan 75% untuk *Tobin's Q*, mengindikasikan relevansi variabel yang diteliti.

Secara keseluruhan, penelitian ini menegaskan bahwa strategi manajemen keuangan di era pasca-pandemi harus mempertimbangkan tidak hanya keputusan internal tetapi juga dinamika pasar eksternal. Temuan ini memberikan wawasan praktis bagi manajer keuangan untuk merumuskan kebijakan pendanaan dan dividen yang tangguh, serta mengembangkan strategi pengelolaan risiko volatilitas untuk mencapai kinerja keuangan yang berkelanjutan dan optimal di tengah lingkungan bisnis yang berubah.

## DAFTAR PUSTAKA

- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Black, F. (1976). Studies of Stock Price Volatility Changes. *Proceedings of the American Statistical Association, Business and Economic Statistics Section*, 177–181.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2020). *Fundamentals of Financial Management* (16th ed.). Cengage Learning.
- Deloitte. (2021). *The Future of Finance: Reimagining the Finance Function in a Post-Pandemic World*. Diakses dari [Situs Deloitte]
- EY. (2021). *Global Dividend Study 2021*. Diakses dari [Situs EY]
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis* (8th ed.). Hampshire: Cengage Learning.
- IMF. (2023). *Global Financial Stability Report: Navigating the High-Volatility Environment*. Diakses dari [Situs IMF]
- KPMG. (2022). *The Future of Finance: Adapting to Disruption*. Diakses dari [Situs KPMG]
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.

- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.  
PwC. (2020). COVID-19 and the Capital Markets: Navigating Uncertainty. Diakses dari [Situs PwC]  
Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.

