

**PENGARUH DIVERSIFIKASI, RISIKO KEUANGAN,
PERTUMBUHAN PENJUALAN, DAN PERTUMBUHAN ASET
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DAN PROFITABILITAS
PADA SEKTOR INFRASTRUKTUR DI INDONESIA**



TESIS

Ditulis oleh:

Nama : Rahmat Adi Santosa
Nomor Mahasiswa : 24911027
Jurusan : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan Islam Strategik

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA**

2026

**PENGARUH DIVERSIFIKASI, RISIKO KEUANGAN, PERTUMBUHAN
PENJUALAN, DAN PERTUMBUHAN ASET TERHADAP NILAI
PERUSAHAAN DAN PROFITABILITAS PADA
SEKTOR INFRASTRUKTUR DI INDONESIA**

Usulan Penelitian untuk Tesis S-2

Program Magister Manajemen



Diajukan oleh :

Rahmat Adi Santosa

24911027

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
MEI 2026**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa penulisan tesis ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar akademis di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atas pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, maka saya siap dengan konsekuensi sesuai peraturan yang berlaku”.

Yogyakarta, 4 Maret 2026



Rahmat Adi Santosa

HALAMAN PENGESAHAN



Yogyakarta,

Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh :

Dosen Penguji I

Abdul Mo'in, SE., MBA., M.Res., Ph.D

Dosen Penguji II

Prof. Dr. Drs. Sutrisno, MM.

BERITA ACARA UJIAN TESIS

Pada hari Rabu tanggal 29 April 2026 Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia telah mengadakan ujian tesis yang disusun oleh :

RAHMAT ADI SANTOSA

No. Mhs. : 24911027

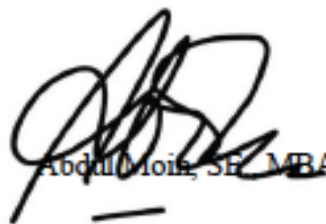
Konsentrasi : Manajemen Keuangan Strategik & Syariah

Dengan Judul:

**PENGARUH DIVERSIFIKASI, RISIKO KEUANGAN, PERTUMBUHAN PENJUALAN, DAN
PERTUMBUHAN ASET TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DAN PROFITABILITAS PADA
SEKTOR INFRASTRUKTUR DI INDONESIA**

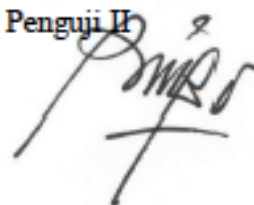
Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim Penguji,
maka tesis tersebut dinyatakan **LULUS**

Penguji I



Abdul Moiz, SE., MBA., M.Res., Ph.D

Penguji II



Prof. Dr. Drs. Sutrisno, MM.

Mengetahui
Ketua Program Studi Magister Manajemen,



Anjar Priyono, SE., M.Si., Ph.D

PERSEMBAHAN

Dengan rasa syukur dan penuh kerendahan hati,
karya tulis ini saya persembahkan bagi
Dunia Akademis dan Ilmu Pengetahuan

Sebagai kontribusi kecil dalam upaya memperluas cakrawala berpikir
dan memperkaya khazanah literatur,
khususnya dalam bidang manajemen keuangan

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah rabbil alamin, tesis ini telah disusun dengan baik sebagai syarat untuk memperoleh gelar akademis pada program studi Magister Manajemen di Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia (UII) Yogyakarta.

Tesis ini lahir atas keprihatinan pada tingginya tingkat risiko dan volatilitas kinerja keuangan perusahaan pada sektor infrastruktur di Indonesia, sekaligus keyakinan bahwa pengelolaan strategi diversifikasi dan struktur keuangan yang tepat dapat menjadi kunci untuk memperkuat nilai perusahaan dan profitabilitas secara berkelanjutan. Harapannya tesis ini akan memberikan kontribusi nyata, baik bagi pengembangan akademik maupun praktik dalam pengambilan keputusan di perusahaan infrastruktur, khususnya terkait perancangan strategi diversifikasi, pengelolaan risiko keuangan, dan kebijakan pertumbuhan yang selaras dengan kapasitas keuangan perusahaan. Selain itu juga dapat menjadi masukan bagi investor, analis pasar modal, dan stakeholder dalam menilai kinerja dan potensi perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia secara lebih komprehensif. Penulis menyadari bahwa tesis ini masih terdapat keterbatasan dan sangat terbuka pada setiap masukan yang dapat membantu dalam melihat aspek-aspek yang mungkin terlewatkan sebelumnya.

Yogyakarta, 4 Maret 2026

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL.....	i
HALAMAN JUDUL.....	ii
PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME.....	iii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iv
BERITA ACARA UJIAN TESIS.....	v
PERSEMBAHAN.....	vi
KATA PENGANTAR.....	vii
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
ABSTRAK.....	xiii
BAB I. PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	12
1.3. Tujuan Penelitian.....	13
1.4. Manfaat Penelitian.....	13
BAB II. KAJIAN TEORI.....	15

2.1. Kajian Pustaka.....	15
2.2. Penelitian Terdahulu.....	35
2.3. Pengembangan Hipotesis.....	50
2.4. Kerangka Konsep Penelitian.....	63
BAB III. METODOLOGI PENELITIAN.....	66
3.1. Jenis dan Pendekatan Penelitian.....	66
3.2. Populasi Penelitian.....	68
3.3. Data dan Sumber Data.....	70
3.4. Definisi Operasional Variabel.....	72
3.5. Analisis Data.....	92
BAB IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	101
4.1. Analisis Data.....	101
4.1.1. Statistika Deskriptif.....	101
4.1.2. Uji Multikolinieritas.....	108
4.1.3. Uji Regresi dan Pemilihan Model.....	109
4.1.4. Hasil Regresi Model Terpilih.....	114
4.1.5. Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	131
4.1.6. Uji F.....	133
4.1.7. Uji Statistik Parsial (Uji Hipotesis).....	135

4.2. Pembahasan Hasil Penelitian.....	146
4.2.1. Kinerja Model dan Karakteristik Sektor Infrastruktur.....	147
4.2.2. Realisasi Strategi Diversifikasi terhadap Kinerja dan Valuasi.....	148
4.2.3. Mitigasi Risiko Keuangan di Tengah Agresivitas Ekspansi.....	149
4.2.4. Dinamika Pertumbuhan: Anomali Aset dan Katalis Penjualan.....	150
4.2.5. Peran Variabel Kontrol dan Implikasi Manajerial.....	152
4.2.6. Kontribusi terhadap Literatur dan Ruang Penelitian Lanjutan.....	154
BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN.....	156
5.1. Kesimpulan.....	156
5.2. Saran.....	159
DAFTAR PUSTAKA.....	163
LAMPIRAN.....	177

DAFTAR TABEL

Tabel 1. Hasil Deskriptif Statistik Variabel Penelitian.....	102
Tabel 2. Hasil Pengujian Multikolinieritas.....	108
Tabel 3. Hasil Estimasi Regresi untuk Tobin's Q.....	110
Tabel 4. Hasil Estimasi Regresi untuk ROA.....	111
Tabel 5. Hasil Uji Hausman.....	112
Tabel 6. Hasil Uji Lagrange Multiplier.....	112
Tabel 7. Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	113
Tabel 8. Perbandingan Model Hasil Regresi REM untuk Tobin's Q.....	115
Tabel 9. Hasil Analisis Regresi REM untuk Tobin's Q.....	116
Tabel 10. Perbandingan Model Hasil Regresi FEM untuk ROA.....	123
Tabel 11. Hasil Analisis Regresi FEM untuk ROA.....	124
Tabel 12. Hasil Koefisien Determinasi.....	132
Tabel 13. Hasil Uji F.....	134

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. Kerangka Konsep Penelitian.....	65
Gambar 2. Plot Residual vs Fitted Values.....	114

ABSTRACT

This study investigates the anomaly between capital market expectations and fundamental realities among infrastructure companies in Indonesia. It aims to examine the impact of diversification, financial risk, sales growth, and asset growth on firm value (Tobin's Q) and profitability (ROA), while controlling for liquidity, leverage, and firm size. Employing panel data regression analysis on infrastructure firms listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2020–2024 period, the estimations were conducted using the Random Effect Model (REM) and Fixed Effect Model (FEM).

Empirical results reveal a significant dichotomy: the observed variables simultaneously prove to be crucial in dictating profitability (ROA), yet fail to explain the fluctuations in market valuation (Tobin's Q). Partially, sales growth emerges as the sole catalyst that exerts a positive and highly significant effect on real profit creation. Conversely, diversification strategies and asset expansion yield no statistically significant impacts, while the firm size variable indicates the presence of a diseconomies of scale phenomenon. Furthermore, management demonstrates considerable adaptability in mitigating financial risks, thereby preventing detrimental effects on fundamental profitability. These findings challenge the prevailing empire building practices (aggressive scale expansion) in capital-intensive sectors. This study contributes to the Resource-Based View literature by asserting that sustainable competitive advantage in the infrastructure sector is not solely determined by asset magnitude or portfolio diversity, but rather by the efficiency of converting operational activities into high-quality real revenues.

Keywords: *Firm Value, Profitability, Sales Growth, Infrastructure Sector, Diseconomies of Scale.*

ABSTRAK

Penelitian ini menginvestigasi anomali antara ekspektasi pasar modal dan realitas fundamental pada perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia. Studi ini bertujuan untuk menguji dan menjelaskan pengaruh diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) dan profitabilitas (ROA), dengan mengontrol tingkat likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan. Menggunakan analisis regresi data panel pada perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020–2024, pengujian dilakukan melalui pendekatan Random Effect Model (REM) dan Fixed Effect Model (FEM).

Hasil empiris mengungkapkan sebuah dikotomi signifikan: secara simultan keseluruhan variabel terbukti sangat krusial dalam mendikte profitabilitas (ROA), namun gagal menjelaskan fluktuasi valuasi pasar (Tobin's Q). Secara parsial, pertumbuhan penjualan (sales growth) terbukti menjadi satu-satunya katalis utama yang berdampak positif dan sangat signifikan terhadap penciptaan laba riil. Di sisi lain, strategi diversifikasi dan ekspansi aset tidak menunjukkan dampak yang signifikan secara statistik, sementara variabel ukuran perusahaan justru mengindikasikan terjadinya fenomena *diseconomies of scale*. Lebih lanjut, manajemen terbukti cukup adaptif dalam memitigasi risiko keuangan sehingga tidak merusak profitabilitas dasar. Temuan ini menantang kelaziman praktik *empire building* (pembesaran skala secara agresif) di sektor padat modal. Penelitian ini memberikan kontribusi pada literatur *Resource-Based View* dengan menegaskan bahwa keunggulan bersaing berkelanjutan di sektor infrastruktur tidak dibentuk oleh besaran aset atau keberagaman portofolio semata, melainkan oleh efisiensi konversi operasional menjadi pendapatan riil yang berkualitas.

Kata Kunci: Nilai Perusahaan, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Sektor Infrastruktur, *Diseconomies of Scale*.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Infrastruktur merupakan sektor strategis dalam menopang pertumbuhan ekonomi melalui penyediaan jaringan transportasi, telekomunikasi, energi dan konstruksi yang menjadi prasyarat utama aktivitas bisnis dan sosial (Cyril & Singla, 2020). Perusahaan sektor infrastruktur dicirikan oleh kebutuhan investasi yang sangat besar, profil risiko yang tinggi, serta ketergantungan pada kebijakan pemerintah dan dinamika pembiayaan jangka panjang, sehingga kinerja keuangannya sangat sensitif terhadap fluktuasi permintaan proyek, perubahan regulasi, dan kondisi makroekonomi (Horta et al., 2016). Kombinasi karakteristik tersebut menjadikan pengelolaan strategi keuangan dan korporat sebagai elemen krusial untuk menjaga kesinambungan nilai perusahaan dan profitabilitas di sektor infrastruktur, khususnya di negara berkembang seperti Indonesia yang sedang gencar mendorong pembangunan infrastruktur.

Dinamika pembangunan infrastruktur yang masif tersebut pada akhirnya tidak hanya menuntut perusahaan untuk mengelola strategi diversifikasi dan pembiayaan secara hati-hati, juga menempatkan kinerja output keuangan dalam bentuk nilai perusahaan dan profitabilitas sebagai ukuran utama kesuksesan pengelolaan strategi tersebut. Nilai perusahaan yang umumnya diproksi menggunakan rasio pasar seperti Tobin's Q

menggambarkan bagaimana pasar menilai kapasitas aset perusahaan dalam menciptakan nilai tambah di atas biaya perolehannya, sehingga menjadi indikator kunci bagi investor untuk menilai pertumbuhan dan risiko di masa depan. Sementara itu, profitabilitas yang diukur antara lain dengan return on assets (ROA) maupun indikator serupa, menunjukkan kemampuan perusahaan mengonversi sumber daya yang dikuasai menjadi laba, sehingga mencerminkan efisiensi operasi, kualitas keputusan investasi, dan ketepatan struktur pendanaan yang dipilih manajemen (Okeke et al., 2025). Dalam konteks perusahaan sektor infrastruktur yang padat modal dan berorientasi jangka panjang, kombinasi nilai pasar yang kuat dan profitabilitas yang berkelanjutan menjadi syarat penting untuk menjaga kepercayaan kreditor, menarik investasi baru, serta memastikan keberlangsungan proyek-proyek strategis infrastruktur yang mendukung agenda pembangunan nasional.

Sejumlah studi empiris seperti yang diungkapkan oleh Dahmash et al. (2021) dan Yadav et al. (2022), bahwa profitabilitas memiliki peran sentral dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan, termasuk perusahaan di sektor infrastruktur dan sektor lainnya di pasar negara berkembang. Peningkatan profitabilitas secara konsisten berasosiasi positif dengan kenaikan rasio nilai pasar seperti Tobin's Q maupun Price Based Value (PBV), yang mengindikasikan bahwa pasar memberikan valuasi lebih baik terhadap perusahaan yang profitable dan stabil. Di sisi lain, Selain profitabilitas, faktor-faktor internal seperti sales growth, likuiditas, dan struktur modal juga berkontribusi terhadap pembentukan nilai perusahaan, sehingga pengujian

simultan antara determinan nilai pasar dan profitabilitas penting sebagai indikator komprehensif tentang bagaimana pasar merespons konfigurasi keputusan keuangan dan strategi korporat. Dengan demikian, dalam konteks perusahaan infrastruktur di Indonesia yang merespons peluang pembangunan melalui strategi diversifikasi dan pertumbuhan, penempatan nilai perusahaan dan profitabilitas sebagai variabel dependen menjadi krusial untuk memahami dampak diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset terhadap keberhasilan strategi tersebut secara menyeluruh.

Penelitian-penelitian terdahulu menggambarkan nilai perusahaan pada sektor infrastruktur banyak dipengaruhi kombinasi faktor keuangan internal dan karakteristik tata kelola yang diadopsi perusahaan. Studi tentang sektor infrastruktur di Bursa Efek Indonesia selama 2016–2020 menemukan bahwa likuiditas, solvabilitas, aktivitas, dan profitabilitas secara simultan berdampak pada variasi rasio Tobin's Q, dengan temuan bahwa profitabilitas memberikan kontribusi positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan, sementara beberapa indikator lain menunjukkan pengaruh yang tidak konsisten (Firdaus & Tanjung, 2022). Penelitian lain juga memperlihatkan bahwa variabel seperti struktur modal, mekanisme tata kelola yang baik (GCG), dan signifikansi dampak profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada masa sebelum maupun sesudah guncangan pandemi, yang mengindikasikan bahwa pasar secara aktif merespons konfigurasi struktur keuangan dan kinerja laba ketika menilai perusahaan. Hasil-hasil ini mempertegas bahwa nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh faktor eksternal, tetapi sangat erat

terkait dengan kualitas pengelolaan keuangan internal dan mekanisme tata kelola yang diterapkan manajemen (Okeke et al., 2025).

Studi lain pada sektor infrastruktur dan berbagai sektor lain di pasar berkembang juga menunjukkan bahwa profitabilitas dan pertumbuhan laba cenderung meningkatkan nilai perusahaan, sementara beberapa indikator pertumbuhan aset tidak selalu dipersepsikan positif oleh pasar ketika tidak dibarengi dengan peningkatan efisiensi dan laba (Leite et al., 2018). Temuan tersebut selaras dengan kerangka Resource-Based View yang menegaskan bahwa pasar akan memberikan valuasi lebih tinggi kepada perusahaan yang mampu memanfaatkan basis aset dan kapabilitasnya secara efektif untuk menciptakan laba dan arus kas masa depan, sehingga pengujian pengaruh diversifikasi, risiko keuangan, dan dimensi pertumbuhan terhadap nilai perusahaan menjadi sangat relevan untuk konteks sektor infrastruktur di Indonesia.

Dalam merespons dinamika pada sektor infrastruktur, banyak perusahaan termasuk sub-sektor konstruksi bangunan, jalan tol, dan utilitas, mengadopsi strategi diversifikasi baik dalam bentuk perluasan jenis layanan dan proyek maupun ekspansi pasar dan wilayah operasi (Azman et al., 2020). Diversifikasi di sektor ini antara lain tercermin pada keterlibatan perusahaan dalam berbagai tipe proyek (transportasi, energi, properti terkait infrastruktur) serta jasa pendukung seperti operasi dan pemeliharaan, yang diharapkan dapat menyebar risiko dan menstabilkan arus kas di tengah siklus proyek yang fluktuatif (Horta et al., 2016). Bukti empiris menunjukkan bahwa

diversifikasi produk pada perusahaan konstruksi besar di Malaysia mampu meningkatkan produktivitas, namun efektivitasnya sangat dipengaruhi kualitas lingkungan kelembagaan dan struktur pasar tempat perusahaan beroperasi, sehingga pemilihan bentuk dan arah diversifikasi menjadi keputusan strategis yang tidak dapat dilakukan secara serampangan (Azman et al., 2020).

Secara konseptual, diversifikasi adalah upaya perusahaan memperluas sumber-sumber pendapatan melalui pengembangan berbagai lini usaha, produk, atau pasar, baik yang memiliki keterkaitan (related) maupun yang tidak memiliki hubungan langsung (unrelated) dengan bisnis inti (Oladimeji & Udosen, 2019). Diversifikasi yang dirancang dengan memanfaatkan sinergi sumber daya internal berpotensi meningkatkan efisiensi, menyebar risiko, dan memperkuat daya saing, sementara diversifikasi yang tidak selaras dengan kompetensi inti justru dapat menambah kompleksitas manajerial dan menekan kinerja (Gyan et al., 2017). Temuan panel di pasar Asia Pasifik menunjukkan bahwa diversifikasi yang diiringi kemampuan mengelola pertumbuhan dapat meningkatkan stabilitas keuangan dan profitabilitas, meskipun dampaknya dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan konteks industri (Yadav et al., 2022). Namun demikian, studi pada perusahaan konstruksi di berbagai negara juga memperlihatkan bahwa diversifikasi yang tidak terkait dapat menurunkan efisiensi operasional dan memperbesar risiko likuiditas, sehingga dalam konteks perusahaan infrastruktur perlu kehati-hatian dalam merancang pola diversifikasi yang tepat (Adamu et al., 2011).

Literatur keuangan perusahaan menegaskan bahwa diversifikasi tidak selalu menghasilkan dampak positif yang seragam terhadap kinerja, karena pengaruhnya sering berinteraksi dengan struktur keuangan dan karakteristik risiko perusahaan. Di beberapa konteks, diversifikasi yang berlebihan memunculkan apa yang dikenal sebagai diversification discount, yaitu penurunan nilai perusahaan akibat meningkatnya biaya koordinasi, kompleksitas organisasi, dan masalah agensi (Fuente & Velasco, 2020). Di sisi lain, penelitian lintas negara di kawasan Asia dan Afrika menemukan bahwa kombinasi diversifikasi, struktur modal, dan kebijakan investasi berperan penting dalam menjelaskan variasi profitabilitas, sehingga perusahaan perlu menyeimbangkan antara keinginan untuk berekspansi dan kapasitas mengelola risiko keuangan (Gyan et al., 2017). Dalam konteks sektor infrastruktur, keputusan diversifikasi harus dipertimbangkan bersama kondisi pendanaan jangka panjang dan volatilitas arus kas proyek, karena kesalahan pengelolaan dapat berujung pada tekanan likuiditas dan penurunan kepercayaan pasar terhadap perusahaan. (Mehmood et al., 2019).

Literatur empiris mengenai struktur modal dan risiko keuangan di negara berkembang menunjukkan bahwa leverage dan volatilitas arus kas memiliki pengaruh yang kuat terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Studi lintas perusahaan di pasar berkembang menemukan bahwa financial leverage yang tinggi umumnya berdampak negatif terhadap kinerja berbasis aset seperti ROA, meskipun dalam kondisi tertentu dapat meningkatkan return on equity (ROE), sehingga penggunaan utang yang berlebihan cenderung

meningkatkan risiko keuangan dan menekan profitabilitas (Karaca et al., 2025). Penelitian lain di berbagai negara Asia dan pasar berkembang menunjukkan bahwa struktur keuangan yang sangat agresif dari sisi utang berasosiasi dengan melemahnya profitabilitas dan penurunan nilai tambah pasar, terutama ketika tidak diimbangi oleh kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas yang stabil (Duran & Stephen, 2020). Dalam konteks emerging markets, kajian internasional juga menegaskan bahwa peningkatan leverage di sektor-sektor siklikal seperti konstruksi memperbesar kerentanan perusahaan terhadap guncangan global dan risiko pembalikan arus modal, yang pada akhirnya berpotensi menurunkan nilai perusahaan (Okeke et al., 2025).

Penelitian yang secara khusus mengaitkan risiko keuangan dengan nilai perusahaan dan profitabilitas juga menunjukkan hasil yang konsisten dengan kerangka trade-off theory dan pecking order theory. Studi terbaru mengindikasikan bahwa leverage berperan sebagai determinan utama financial risk, di mana peningkatan rasio utang terbukti meningkatkan risiko keuangan dan memperbesar kemungkinan financial distress, sehingga pada tingkat tertentu menurunkan kinerja berbasis aset dan memperlemah persepsi investor terhadap nilai perusahaan (Okeke et al., 2025). Penelitian pada perusahaan infrastruktur dan sektor konstruksi di negara berkembang juga menekankan pentingnya pencocokan antara umur aset dan jatuh tempo utang, karena ketidaksesuaian struktur pendanaan dengan profil arus kas proyek dapat menimbulkan tekanan likuiditas yang signifikan dan berdampak negatif

pada profitabilitas maupun nilai pasar. Dalam konteks infrastruktur Indonesia, temuan-temuan tersebut mengimplikasikan bahwa risiko keuangan sebagai proksi dari ketidakstabilan arus kas dan struktur leverage yang diambil perusahaan perlu diperhitungkan secara eksplisit sebagai variabel independen ketika menganalisis pengaruhnya terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas pada sektor yang sangat padat modal dan berorientasi jangka panjang ini (Okeke et al., 2025).

Di luar strategi diversifikasi dan profil risiko, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan aset mencerminkan kemampuan perusahaan memanfaatkan peluang pasar dan mengakumulasi sumber daya untuk menopang kinerja ke depan (Alipour & Pejman, 2015). Penelitian di berbagai sektor menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan yang sehat umumnya berkorelasi positif dengan profitabilitas, meski hubungan ini dipengaruhi efisiensi operasional, ukuran perusahaan, dan tingkat leverage (Dahmash et al., 2021). Temuan panel di pasar Asia Pasifik mengindikasikan bahwa pertumbuhan perusahaan secara konsisten berasosiasi positif dengan profitabilitas, sementara ukuran perusahaan dapat berhubungan negatif atau berbentuk nonlinier terhadap laba, tergantung struktur kompetisi dan karakteristik industri (Yadav et al., 2022). Dalam sektor infrastruktur yang padat modal, kombinasi antara pertumbuhan aset dan penjualan dengan keputusan pendanaan menjadi krusial, karena ekspansi yang tidak didukung struktur keuangan yang sehat berpotensi menimbulkan hubungan negatif yang disebabkan oleh overinvestment, tekanan kas, dan penurunan nilai perusahaan (Cyril & Singla, 2020).

Penelitian sebelumnya banyak menelaah korelasi diversifikasi dan profitabilitas, serta antara variabel keuangan seperti likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan di berbagai sektor (Mehmood et al., 2019). Namun, sebagian besar studi tersebut cenderung memisahkan analisis antara kinerja berbasis laporan keuangan dan respon pasar, misalnya hanya menggunakan indikator profitabilitas seperti ROA atau ROE, atau sebaliknya hanya berfokus pada ukuran nilai pasar seperti Tobin's Q (Aydogmus et al., 2022). Di sektor infrastruktur, bukti komprehensif yang secara simultan mengaitkan strategi diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset dengan dua luaran utama yaitu profitabilitas dan nilai pasar perusahaan masih relatif terbatas, terutama pada konteks negara berkembang seperti Indonesia (Nga & Nguyen, 2020). Kondisi ini menimbulkan kebutuhan akan penelitian yang mampu menggambarkan secara lebih utuh bagaimana pasar menilai hasil kombinasi keputusan strategis dan keuangan perusahaan infrastruktur.

Dari perspektif teori, pendekatan resource-based view (RBV) memandang perusahaan sebagai kumpulan sumber daya dan kapabilitas yang bernilai, langka, sulit ditiru, dan sulit digantikan (VRIN), yang menjadi fondasi keunggulan bersaing berkelanjutan. RBV menekankan bahwa keunggulan jangka panjang tercermin bukan hanya dalam profitabilitas saat ini, tetapi juga dalam persepsi pasar terhadap kapasitas perusahaan menciptakan nilai di masa depan, yang lazim diukur dengan indikator seperti Tobin's Q (Wan et al., 2011). Dalam kerangka ini, strategi diversifikasi,

pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset dapat dipandang sebagai manifestasi pemanfaatan dan perluasan basis sumber daya, sementara likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan merupakan kondisi keuangan yang mempengaruhi kemampuan perusahaan mengorkestrasi sumber daya tersebut menjadi laba dan nilai pasar. Namun, penerapan RBV secara spesifik pada perusahaan sektor infrastruktur Indonesia, dengan mengintegrasikan dimensi diversifikasi, risiko keuangan, dan pertumbuhan dalam satu model empiris, masih jarang dilakukan.

Berdasarkan kesenjangan tersebut, penelitian ini mengarahkan fokus pada perusahaan sektor infrastruktur menurut klasifikasi industri di Bursa Efek Indonesia (IDX-IC). Penelitian ini diberi judul “Pengaruh Diversifikasi, Risiko Keuangan, Pertumbuhan Penjualan dan Pertumbuhan Aset terhadap Nilai Perusahaan dan Profitabilitas pada Sektor Infrastruktur di Indonesia”. Fokus utamanya adalah menguji sejauh mana kombinasi strategi korporat dan karakteristik keuangan, yaitu diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset, mampu menjelaskan variasi nilai pasar (Tobin's Q) dan profitabilitas (misalnya ROA) perusahaan sektor infrastruktur, dengan mengendalikan pengaruh likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan sebagai karakteristik dasar struktur keuangan. Pengujian dilakukan dalam kerangka teoritis RBV dan teori keuangan perusahaan dengan merujuk pada bukti empiris terkini dari berbagai negara yang relevan dengan konteks infrastruktur.

Kontribusi utama penelitian ini terhadap kebaruan (novelty) dapat dijabarkan ke dalam tiga aspek. Pertama, analisis dilakukan secara simultan terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas sebagai dua keluaran utama dari strategi diversifikasi, manajemen risiko keuangan, dan pertumbuhan perusahaan pada perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia, yang masih jarang dijumpai dalam literatur terdahulu yang umumnya memisahkan kedua indikator tersebut. Kedua, penelitian ini mengintegrasikan diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset dalam satu model bersama dengan variabel kontrol likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan, sehingga memberikan gambaran komprehensif mengenai bagaimana kombinasi dimensi strategi dan kondisi keuangan membentuk kinerja dan perspektif pasar sektor infrastruktur di negara berkembang. Ketiga, penelitian ini menajamkan penerapan RBV dengan menempatkan diversifikasi, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset sebagai cerminan pemanfaatan dan perluasan basis sumber daya, sementara likuiditas, leverage, dan ukuran diposisikan sebagai kondisi keuangan yang mempengaruhi kemampuan perusahaan mengorkestrasi sumber daya tersebut untuk menciptakan nilai pasar dan laba yang berkelanjutan dalam konteks spesifik sektor infrastruktur Indonesia.

Berdasarkan uraian tersebut, fokus penelitian diarahkan pada pengujian pengaruh diversifikasi, risiko keuangan dan pertumbuhan terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas, dengan mengendalikan likuiditas, leverage, serta total aset yang dimiliki. Penelitian ini tidak hanya bertujuan menguji

secara statistik antara variabel-variabel keuangan, tetapi juga berupaya memaknai hasil empiris dalam kerangka mekanisme penciptaan keunggulan bersaing yang berakar pada sumber daya dan kapabilitas internal perusahaan sektor infrastruktur. Pendekatan ini bermaksud untuk memberikan pemahaman yang lebih humanis dan kontekstual mengenai bagaimana perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia yang beroperasi dalam lingkungan regulasi, pembiayaan, dan risiko proyek yang kompleks sebaiknya mengelola strategi diversifikasi, risiko keuangan, serta pertumbuhan penjualan dan aset untuk meningkatkan nilai perusahaan dan profitabilitas secara berkelanjutan.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian pada temuan dan gap penelitian sebelumnya, pertanyaan-pertanyaan penelitian berkaitan dengan sektor infrastruktur di Indonesia akan dijawab dalam studi ini dapat dirumuskan sebagai berikut.

1. Apakah diversifikasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas pada sektor infrastruktur di Indonesia?
2. Apakah risiko keuangan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas pada sektor infrastruktur di Indonesia?
3. Apakah pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas pada sektor infrastruktur di Indonesia?
4. Apakah pertumbuhan aset berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas pada sektor infrastruktur di Indonesia?

1.3. Tujuan Penelitian

Sejalan dengan rumusan masalah, beberapa tujuan spesifik terkait penelitian perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia adalah sebagai berikut.

1. Menguji dan menjelaskan pengaruh positif diversifikasi terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas pada sektor infrastruktur di Indonesia.
2. Menguji dan menjelaskan pengaruh negatif risiko keuangan terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas pada sektor infrastruktur di Indonesia.
3. Menguji dan menjelaskan pengaruh positif pertumbuhan penjualan terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas pada sektor infrastruktur di Indonesia.
4. Menguji dan menjelaskan pengaruh negatif pertumbuhan aset terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas pada sektor infrastruktur di Indonesia.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini dimaksudkan untuk memberikan kontribusi yang berarti, baik dalam aspek teori maupun penerapannya.

1.4.1. Manfaat Teoritis

- Berkontribusi dalam memperkaya literatur keuangan, khususnya mengenai hubungan antara diversifikasi, risiko, pertumbuhan perusahaan, dan kinerja keuangan dengan mengintegrasikan perspektif nilai pasar dan profitabilitas dalam kerangka resource-based view pada konteks sektor infrastruktur negara berkembang.

- Temuan empiris mengenai peran likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan sebagai kontrol dapat memperjelas bukti hubungan tidak konsisten antara ukuran dan profitabilitas maupun antara struktur keuangan dan kinerja.

1.4.2. Manfaat Praktis

- Manajemen perusahaan infrastruktur dapat menggunakan sebagai referensi dalam merancang strategi diversifikasi dan pertumbuhan yang selaras dengan profil risiko dan kapasitas keuangan perusahaan, untuk meningkatkan nilai perusahaan sekaligus menjaga profitabilitas yang berkelanjutan.
- Bagi investor dan analisir, membantu dalam menilai implikasi strategi diversifikasi, risiko, dan pertumbuhan terhadap nilai saham dan kinerja keuangan perusahaan infrastruktur, khususnya dengan memperhatikan indikator likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan.
- Bagi regulator dapat memberikan masukan tentang pentingnya lingkungan kelembagaan dan dukungan regulasi yang mendorong pengelolaan risiko dan strategi keuangan yang sehat di sektor infrastruktur untuk menjaga stabilitas dan daya saing industri.

BAB II

KAJIAN TEORI

2.1. Kajian Pustaka

2.1.1. Teori Resource-Based View (RBV)

Teori Resource-Based View memposisikan perusahaan sebagai himpunan sumber daya dan kapabilitas yang tidak hanya menopang operasi sehari-hari, tetapi juga menjadi fondasi keunggulan bersaing ketika sifatnya bernilai, sulit ditiru, dan mampu diorkestrasi secara konsisten berkesinambungan (Wan et al., 2011). Dalam konteks perusahaan sektor infrastruktur, yang mencakup perusahaan konstruksi, transportasi, telekomunikasi dan utilitas, sumber daya tersebut dapat berupa aset fisik berkapasitas besar, pengetahuan teknis, jaringan kontraktual jangka panjang, dan reputasi yang melekat di mata pemerintah maupun investor, sehingga kemampuan mengelola kombinasi sumber daya inilah yang membedakan kinerja antar perusahaan (Cyril & Singla, 2020). Perspektif ini menekankan bahwa keunggulan selain ditentukan oleh kondisi pasar eksternal juga oleh cara perusahaan mengelola dan mensinergikan sumber daya internalnya untuk menciptakan nilai yang berkelanjutan.

Dalam kaitannya dengan strategi diversifikasi dan model bisnis, RBV memberikan kerangka untuk memahami mengapa sebagian perusahaan infrastruktur mampu memanfaatkan ekspansi ke lini proyek atau jasa baru sebagai sumber nilai tambah, sementara yang lain justru terjebak pada

kompleksitas dan inefisiensi (Gyan et al., 2017). Ketika diversifikasi dilakukan dengan bertumpu pada kompetensi inti misalnya kemampuan rekayasa teknik, manajemen proyek berskala besar, atau kapasitas pendanaan perusahaan cenderung memperoleh sinergi yang meningkatkan kinerja dan daya saing, sebagaimana terlihat pada perusahaan konstruksi dan infrastruktur yang berhasil mengelola portofolio proyek di berbagai negara (Azman et al., 2020). Sebaliknya, diversifikasi yang tidak sejalan dengan basis sumber daya inti berisiko memunculkan biaya koordinasi tinggi dan menurunkan fokus manajerial, sehingga memperlemah keunggulan bersaing yang seharusnya dibangun dari kekuatan internal.

RBV juga relevan untuk menjelaskan bagaimana pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan aset pada perusahaan infrastruktur mencerminkan proses akumulasi dan pemanfaatan sumber daya yang efektif, sedangkan likuiditas, struktur leverage, dan ukuran perusahaan menjadi kondisi keuangan yang menentukan kemampuan konversi sumber daya tersebut menjadi profitabilitas dan nilai pasar (Dahmash et al., 2021). Perusahaan yang mampu mengelola pertumbuhan secara terukur, dengan menjaga efisiensi dan struktur modal yang sehat, cenderung mampu mempertahankan profitabilitas sekaligus memperoleh penilaian positif dari pasar, sebagaimana ditunjukkan oleh bukti panel di berbagai pasar Asia-Pasifik (Yadav et al., 2022). Dalam sektor infrastruktur yang sangat dipengaruhi kontrak jangka panjang dan risiko pembiayaan, interaksi antara basis sumber daya, keputusan pendanaan, dan lingkungan kelembagaan seperti regulasi dan dukungan

kebijakan pemerintah menjadi faktor kunci yang menentukan apakah keunggulan berbasis sumber daya benar-benar terwujud dalam bentuk kinerja keuangan dan nilai perusahaan yang unggul (Aydogmus et al., 2022).

2.1.2. Diversifikasi (Diversification)

Diversifikasi perusahaan pada dasarnya merupakan strategi untuk memperluas aktivitas usaha ke berbagai segmen produk, jasa, maupun pasar, baik yang masih terkait dengan lini bisnis utama maupun yang sepenuhnya baru, dengan tujuan mengoptimalkan peluang pendapatan dan mengurangi ketergantungan pada satu sumber usaha saja (Oladimeji & Udosen, 2019). Dalam konteks perusahaan sektor infrastruktur, yang mencakup perusahaan konstruksi, jalan tol, pelabuhan, energi, dan utilitas lainnya, diversifikasi dapat tercermin pada keterlibatan perusahaan dalam berbagai jenis proyek, model kontrak, serta layanan operasi dan pemeliharaan sehingga pendapatan tidak bergantung pada satu jenis proyek atau pelanggan tertentu (Cyril & Singla, 2020). Strategi ini menjadi penting karena sektor infrastruktur sangat dipengaruhi oleh siklus ekonomi, kebijakan pemerintah, dan dinamika pembiayaan jangka panjang, sehingga penyebaran sumber pendapatan diinterpretasikan sebagai cara dalam membangun ketahanan keuangan perusahaan (Githaiga et al., 2019).

Secara teoritis, diversifikasi akan memberikan nilai tambah bila dibangun di atas sinergi sumber daya internal, seperti teknologi, pengetahuan manajerial, reputasi, dan jaringan relasi yang sudah dimiliki perusahaan (Gyan

et al., 2017). Perusahaan yang mampu memanfaatkan keunggulan-keunggulan tersebut biasanya lebih efisien dalam mengelola berbagai lini usaha karena dapat berbagi kapabilitas inti dan infrastruktur pendukung, sehingga biaya marginal dari ekspansi relatif lebih rendah dan risiko dapat tersebar secara lebih terukur (Adam et al., 2022). Namun, ketika diversifikasi dilakukan tanpa dukungan kapabilitas yang memadai atau tidak selaras dengan kompetensi inti, perusahaan berisiko menghadapi kompleksitas organisasi yang meningkat, masalah koordinasi antar unit bisnis, dan potensi penurunan fokus manajerial pada akhirnya menekan profitabilitas dan nilai perusahaan (Westerman et al., 2020). Dalam konteks infrastruktur yang padat modal dan berisiko tinggi, kesalahan dalam memilih bidang diversifikasi dapat berdampak besar terhadap stabilitas keuangan karena proyek yang tidak sesuai dengan kompetensi inti cenderung menyerap sumber daya tanpa menghasilkan imbal hasil yang sepadan (Mehmood et al., 2019).

Pada sektor infrastruktur, pola diversifikasi dapat muncul dalam bentuk ekspansi ke berbagai jenis aset dan layanan, seperti kombinasi proyek konstruksi, pengelolaan jalan tol, kawasan industri, utilitas energi, dan jasa pendukung lainnya, baik di dalam negeri maupun lintas negara (Horta et al., 2016). Diversifikasi dikelola secara efektif dapat meningkatkan produktivitas dan memperkuat kinerja, terutama ketika perusahaan mampu menyesuaikan model bisnisnya dengan tuntutan teknologi, lingkungan, dan tata kelola yang berkembang dalam industri infrastruktur (Jang et al., 2019). Namun, hubungan nonlinier antara tingkat diversifikasi dan kinerja: tingkat

diversifikasi moderat cenderung memberikan hasil optimal, sementara diversifikasi yang terlalu agresif justru dapat meningkatkan risiko operasional (Fuente & Velasco, 2020). Hal ini menegaskan bahwa bagi perusahaan sektor infrastruktur, diversifikasi harus dipandang sebagai keputusan strategis yang memerlukan keseimbangan antara keinginan memperluas basis pendapatan dan kemampuan nyata perusahaan dalam mengelola kompleksitas serta risiko yang menyertainya.

2.1.3. Risiko Keuangan (Financial Risk)

Risiko keuangan pada dasarnya menggambarkan ketidakpastian terkait kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban tepat waktu, yang tercermin dalam risiko likuiditas, risiko gagal bayar, dan volatilitas arus kas operasional maupun pendanaan. Dalam kerangka teori keuangan, tingkat risiko ini dipengaruhi oleh struktur pendanaan (proporsi utang terhadap ekuitas), kestabilan pendapatan, serta kualitas pengelolaan kas dan modal kerja yang dijalankan manajemen (Onileowo et al., 2022). Perusahaan dengan fluktuasi arus kas cenderung menghadapi biaya pendanaan lebih tinggi karena kreditur dan investor meminta kompensasi atas meningkatnya kemungkinan keterlambatan atau kegagalan pembayaran, sehingga keputusan mengenai besaran dan jatuh tempo utang menjadi sangat krusial agar tidak mendorong perusahaan masuk ke situasi financial distress (Keefe & Nguyen, 2023).

Dalam konteks perusahaan sektor infrastruktur, termasuk perusahaan konstruksi yang menjadi bagian dari sektor ini, risiko keuangan cenderung

tinggi karena pola arus kas proyek yang tidak merata, ketergantungan pada termin pembayaran, dan besarnya kebutuhan investasi awal yang sering dibiayai dengan utang jangka menengah maupun panjang (Nga & Nguyen, 2020). Keterlambatan pencairan pembayaran dari pemberi kerja, perubahan lingkup pekerjaan, maupun hambatan regulasi dapat dengan cepat mengganggu kelancaran arus kas, sehingga gangguan yang tampak kecil di sisi proyek dapat berimplikasi besar terhadap kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban bunga, pokok utang, dan kewajiban kontraktual lainnya (Azman et al., 2020). Kombinasi antara leverage yang tinggi dan volatilitas arus kas dapat memperbesar risiko kegagalan keuangan bila tidak diimbangi manajemen risiko yang hati-hati, khususnya pada proyek infrastruktur berskala besar dengan horizon waktu yang panjang (Cheirkhanova et al., 2025).

Choi & Richardson (2016) mengatakan bahwa dinamika risiko keuangan sangat dipengaruhi interaksi antara volatilitas aset, struktur modal, dan kondisi pasar yang berubah dari waktu ke waktu. Perusahaan dengan ketidakpastian arus kas dan nilai aset yang lebih rendah cenderung berani mengambil utang lebih besar hingga titik tertentu karena manfaat pengungkit masih mengimbangi potensi biaya distress, sementara pada perusahaan dengan volatilitas yang tinggi, tambahan leverage justru berpotensi memperbesar risiko ekuitas dan menurunkan nilai perusahaan (Mehmood et al., 2019). Untuk pasar negara berkembang, struktur modal yang terlalu agresif berkorelasi dengan melemahnya profitabilitas dan meningkatnya

risiko keuangan, sedangkan struktur pendanaan yang seimbang dan didukung manajemen kas yang baik dapat berkontribusi positif terhadap perkembangan bisnis dan kestabilan kinerja (Dahmash et al., 2021).

Di sisi lain, strategi diversifikasi yang dikelola secara tepat dapat membantu memperbaiki profil risiko keuangan melalui penyebaran sumber pendapatan dan pengurangan ketergantungan pada satu jenis aktivitas atau pasar saja (Adam et al., 2023). Diversifikasi pendapatan berpotensi meningkatkan stabilitas laba dan menurunkan risiko kegagalan, tetapi manfaat tersebut sangat bergantung pada kualitas tata kelola, profil risiko awal perusahaan, dan kondisi lingkungan eksternal (K. N. Nguyen, 2019). Bagi perusahaan infrastruktur, strategi diversifikasi dan pertumbuhan idealnya dirancang selaras dengan kapasitas manajemen risiko, didukung struktur pendanaan dan posisi likuiditas yang memadai, sehingga peluang ekspansi tidak berubah menjadi sumber risiko keuangan baru yang justru menggerus profitabilitas dan nilai pasar perusahaan (Azman et al., 2020).

2.1.4. Pertumbuhan Penjualan (Sales Growth)

Pertumbuhan penjualan merefleksikan sejauh mana pendapatan perusahaan meningkat dari satu periode ke periode berikutnya, dan sering dipandang sebagai cerminan keberhasilan strategi pemasaran, ekspansi pasar, serta penerimaan produk dan layanan oleh pelanggan (Cheratian et al., 2024). Bagi perusahaan sektor infrastruktur, termasuk perusahaan konstruksi yang menjadi bagian di dalamnya, pertumbuhan penjualan biasanya berkaitan

dengan keberhasilan memperoleh proyek baru, memperpanjang kontrak layanan, atau mengoptimalkan operasi aset infrastruktur seperti jalan tol, pelabuhan, dan utilitas lainnya (Cyril & Singla, 2020). Pertumbuhan yang berkelanjutan memberi ruang bagi perusahaan untuk memperkuat posisi tawar terhadap pemasok dan pemberi kerja, memanfaatkan skala ekonomi, dan pada akhirnya mendorong peningkatan margin keuntungan ketika kapasitas yang ada dapat dimanfaatkan secara lebih optimal (Yadav et al., 2022).

Laju pertumbuhan yang sehat cenderung menunjukkan profitabilitas yang lebih tinggi, meskipun hubungan antara pertumbuhan dan laba tidak selalu linier karena sangat dipengaruhi oleh efisiensi penggunaan aset, struktur biaya, dan ukuran perusahaan (Callen & Fernandez, 2019). Pertumbuhan perusahaan secara umum berhubungan positif dengan profitabilitas, tetapi efeknya dapat melemah pada perusahaan yang sudah sangat besar atau ketika pertumbuhan tidak diimbangi pengendalian leverage dan tata kelola keuangan yang baik (Yadav et al., 2022). Di sisi lain, pertumbuhan penjualan yang agresif tanpa dukungan kapasitas operasional dan pendanaan yang memadai dapat menimbulkan tekanan likuiditas, terutama pada sektor yang padat modal dan membutuhkan modal kerja besar seperti infrastruktur dan konstruksi, sehingga ekspansi justru berpotensi meningkatkan risiko keuangan jika tidak dikelola secara hati-hati (Onileowo et al., 2022).

Dalam perspektif Resource-Based View, pertumbuhan penjualan dipandang sebagai manifestasi dari keberhasilan perusahaan memanfaatkan dan mengombinasikan sumber daya serta kapabilitas unik yang dimilikinya, seperti reputasi, keahlian teknis, dan jaringan relasi dengan pemangku kepentingan (Alipour & Pejman, 2015). Perusahaan infrastruktur yang mampu mengelola teknologi, pengetahuan, dan sistem manajemen proyek secara unggul cenderung lebih mudah mempertahankan dan memperluas basis pelanggan, sehingga pertumbuhan pendapatan tidak hanya bergantung pada faktor eksternal, namun juga kualitas pengelolaan sumber daya internal (Azman et al., 2022). Dengan demikian, pertumbuhan penjualan bukan sekadar indikator keberhasilan jangka pendek, melainkan juga sinyal tentang bagaimana perusahaan mengorkestrasi sumber daya dan kapabilitasnya untuk membangun keunggulan kompetitif berkelanjutan pada dinamika pasar infrastruktur yang kompleks (Dahmash et al., 2021).

2.1.5. Pertumbuhan Aset (Asset Growth)

Pertumbuhan aset menggambarkan sejauh mana perusahaan memperluas kapasitas produktifnya melalui penambahan aset tetap maupun aset lancar, baik melalui investasi baru, akuisisi, maupun pengembangan proyek yang telah berjalan (Alipour & Pejman, 2015). Bagi perusahaan sektor infrastruktur yang mencakup perusahaan konstruksi, jalan tol, pelabuhan, utilitas energi, dan fasilitas publik lainnya pertumbuhan aset seringkali terkait dengan pembangunan atau pengambilalihan infrastruktur fisik berskala besar

yang membutuhkan komitmen dana jangka panjang dan manajemen proyek yang kompleks (Cyril & Singla, 2020). Dalam perspektif keuangan korporat, ekspansi aset yang dikelola secara efisien diharapkan mampu meningkatkan kapasitas perusahaan menghasilkan pendapatan masa depan sekaligus memperkuat basis jaminan bagi kreditur, sehingga berkontribusi positif terhadap persepsi risiko serta nilai perusahaan di mata investor (Aydognmus et al., 2022).

Beberapa penelitian menjelaskan pertumbuhan aset yang sehat berkorelasi positif dengan profitabilitas, namun hubungan tersebut tidak selalu linear dan sangat dipengaruhi oleh efisiensi pemanfaatan aset dan konteks industrinya (Dahmash et al., 2021). Di beberapa kasus, perusahaan berukuran menengah dengan pertumbuhan aset yang terkelola justru menunjukkan tingkat profitabilitas yang lebih tinggi dibanding perusahaan sangat besar, karena skala yang terlalu besar dapat memunculkan inefisiensi birokratis dan beban biaya tetap yang tinggi (Yadav et al., 2022). Dalam sektor infrastruktur, di mana proyek bersifat jangka panjang dan padat modal, pertumbuhan aset yang agresif tanpa perencanaan matang berisiko menimbulkan overinvestment, underutilization atas aset yang dibangun, dan tekanan serius pada arus kas ketika pendapatan belum sepenuhnya terealisasi (Mehmood et al., 2019). Temuan ini menegaskan pentingnya mempertimbangkan keseimbangan antara kecepatan ekspansi aset dan kemampuan perusahaan mengonversi aset tersebut menjadi arus kas dan laba yang berkelanjutan.

Dari sudut pandang Resource-Based View, pertumbuhan aset dapat dipahami sebagai proses akumulasi dan penguatan basis sumber daya, yang apabila dipadukan dengan kapabilitas manajerial mumpuni akan memperkuat keunggulan bersaing jangka panjang (Gyan et al., 2017). Aset infrastruktur yang strategis seperti jalan tol, jaringan utilitas, atau fasilitas logistik dapat menjadi sumber nilai yang berkelanjutan ketika dikelola dengan model bisnis yang adaptif dan didukung struktur pembiayaan yang tepat (Jang et al., 2019). Namun, ketika ekspansi aset tidak diiringi peningkatan efisiensi operasional, GCG yang kuat, dan pengelolaan risiko keuangan yang hati-hati, pertumbuhan tersebut justru dapat menekan kinerja dan mendegradasi nilai perusahaan, disebabkan depresiasi, biaya pemeliharaan, dan kewajiban keuangan meningkat lebih cepat daripada kemampuan menghasilkan pendapatan (Onileowo et al., 2022). Dalam konteks perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia, pengelolaan pertumbuhan aset karenanya perlu diposisikan bukan sekadar sebagai upaya memperbesar ukuran neraca, tetapi sebagai strategi terintegrasi untuk memperkuat daya saing, stabilitas keuangan, dan perspektif pasar.

2.1.6. Nilai Perusahaan (Firm Values)

Nilai perusahaan pada dasarnya merefleksikan bagaimana pasar menilai prospek suatu entitas bisnis masa mendatang, baik dari sisi kemampuan menghasilkan arus kas maupun dari sisi risiko yang menyertainya (Alipour & Pejman, 2015). Dalam penelitian keuangan korporat, nilai ini kerap

diproyeksikan menggunakan rasio pasar seperti Tobin's Q, yaitu perbandingan nilai pasar dan nilai buku aset, yang memberikan indikasi apakah pasar memandang aset perusahaan mampu menciptakan nilai lebih besar daripada biaya perolehannya (Aydogmus et al., 2022). Bagi perusahaan sektor infrastruktur, termasuk perusahaan konstruksi sebagai bagian dari sektor ini, rasio semacam ini menjadi penting karena proyek infrastruktur umumnya berjangka panjang dan padat modal, sehingga respon pasar terhadap prospek laba dan risiko proyek tercermin secara sensitif dalam penilaian harga saham dan nilai perusahaan (Cyril & Singla, 2020).

Literatur keuangan menunjukkan bahwa estimasi nilai perusahaan dipengaruhi kombinasi faktor internal seperti struktur modal, profitabilitas, efisiensi operasional, dan kebijakan investasi, serta faktor eksternal seperti makroekonomi, stabilitas regulasi, dan sentimen pasar (Alipour & Pejman, 2015). Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang baik, struktur pendanaan yang seimbang, dan tata kelola yang kuat cenderung memperoleh penilaian yang lebih tinggi dari investor karena dipandang lebih mampu menjaga kinerja dan ketahanan di tengah perubahan lingkungan (Dahmash et al., 2021). Di sektor infrastruktur, karakteristik proyek yang jangka panjang dan berisiko tinggi membuat pasar sangat memperhatikan faktor seperti leverage, kualitas kontrak, dan kemampuan perusahaan mengelola arus kas, sehingga pengaruh keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan menjadi semakin nyata (Nga & Nguyen, 2020).

Profitabilitas yang konsisten, efisiensi pemanfaatan aset, dan struktur modal yang dikelola secara hati-hati dapat berkontribusi positif terhadap nilai perusahaan karena kepercayaan pasar terhadap keberlanjutan laba di masa depan (Aydogmus et al., 2022). Di sisi lain, strategi diversifikasi dan ekspansi usaha dapat berdampak ganda: di satu pihak berpotensi meningkatkan nilai melalui sinergi dan stabilitas pendapatan, namun di pihak lain dapat menurunkan nilai jika menimbulkan biaya agensi, kompleksitas manajerial, atau kinerja yang tidak efisien (Adam et al., 2022). Kombinasi antara kinerja keuangan, kebijakan diversifikasi, dan struktur keuangan berperan penting dalam menentukan penilaian pasar, sehingga pengujian dampak diversifikasi, risiko keuangan, dan pertumbuhan terhadap indikator seperti Tobin's Q pada perusahaan sektor infrastruktur menjadi relevan untuk memahami bagaimana pasar merespons konfigurasi keputusan strategis dan keuangan di sektor ini (Mehmood et al., 2019).

2.1.7. Profitabilitas (Profitability)

Profitabilitas mengukur kapasitas perusahaan mengonversi sumber daya yang dimiliki menjadi keuntungan, yang secara umum diukur menggunakan rasio seperti return on assets (ROA) atau return on equity (ROE), sebagai cerminan efektivitas pemanfaatan aset dan ekuitas untuk menghasilkan laba (Dahmash et al., 2021). Dalam kerangka keuangan korporat, tingkat profitabilitas selain menunjukkan efisiensi operasional juga kualitas keputusan strategis manajemen terkait investasi, pendanaan, dan kebijakan

tata kelola yang dijalankan (Ahmed et al., 2023). Bagi perusahaan sektor infrastruktur, yang mencakup perusahaan konstruksi sebagai bagian integral, profitabilitas menjadi indikator krusial karena proyek infrastruktur membutuhkan modal besar dengan masa pengembalian panjang dan sangat terpapar risiko eksternal, sehingga kemampuan menghasilkan laba konsisten menjadi ukuran ketahanan dan daya saing di mata investor serta kreditur (Cyril & Singla, 2020).

Profitabilitas perusahaan ditentukan oleh kombinasi kompleks faktor internal dan eksternal, seperti struktur modal, likuiditas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, serta kondisi ekonomi makro, regulasi, dan intensitas persaingan (Yadav et al., 2022). Strategi diversifikasi dapat memberikan dampak beragam terhadap profitabilitas: diversifikasi yang dirancang secara hati-hati dengan mempertimbangkan kapabilitas inti berpotensi meningkatkan laba melalui stabilisasi pendapatan dan efisiensi biaya, sementara diversifikasi yang berlebihan atau tidak terarah justru dapat meningkatkan risiko operasional dan menekan margin keuntungan (Westerman et al., 2020). Pada sektor energi misalnya, diversifikasi yang tidak terkendali dapat mengganggu kinerja keuangan, sedangkan pada sektor perbankan negara berkembang, diversifikasi pendapatan yang disertai manajemen yang kuat mampu meningkatkan profitabilitas secara signifikan (Ashraf & Nazir, 2025).

Dalam konteks perusahaan sektor infrastruktur, model bisnis yang adaptif, diversifikasi yang terarah, dan kemampuan menyesuaikan diri terhadap dinamika pasar serta regulasi terbukti dapat memperkuat

profitabilitas dengan memperluas peluang proyek dan menyebar risiko pendapatan (Horta et al., 2016). Integrasi inovasi model bisnis, pengelolaan produktivitas melalui teknologi dan praktik manajerial, serta ekspansi geografis dapat meningkatkan kinerja laba selama dilaksanakan sejalan dengan kompetensi inti perusahaan (Kwak et al., 2025). Bahkan kualitas kepemimpinan seperti tingkat pendidikan CEO dan CFO berpengaruh pada profitabilitas perusahaan, yang menunjukkan pentingnya faktor tata kelola dalam membentuk hasil keuangan (T. T. C. Nguyen & Nguyen, 2024). Namun, tingkat keuntungan perusahaan tetap sangat dipengaruhi fluktuasi siklus ekonomi, kebijakan fiskal, dan ketersediaan skema pembiayaan serta proyek pemerintah, sehingga perusahaan infrastruktur perlu secara cermat menyeimbangkan ambisi pertumbuhan dengan kemampuan pengelolaan risiko internal dan eksternal yang dimiliki (Aydognmus et al., 2022).

2.1.8. Leverage, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan

Leverage menginterpretasikan tingkat penggunaan dana berbasis utang pada struktur modal, yang umumnya diukur menggunakan rasio perbandingan antara total utang dengan modal atau total aset (Onileowo et al., 2022). Dalam kerangka Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory, penggunaan utang dipandang memiliki manfaat strategis berupa penghematan pajak melalui deductibility bunga dan disiplin manajerial, namun juga menimbulkan risiko berupa potensi financial distress dan biaya kebangkrutan ketika proporsinya berlebihan (Mehmood et al., 2019). Keputusan leverage

sangat dipengaruhi oleh karakteristik aset dan kebutuhan pendanaan perusahaan, di mana kesesuaian antara umur ekonomis aset dan jatuh tempo utang menjadi penting untuk mengurangi risiko refinancing dan memaksimalkan efisiensi biaya modal (Geelen et al., 2024).

Dalam teori struktur modal, leverage berfungsi sebagai instrumen bermata dua, ketika pengembalian aset melampaui biaya bunga, penggunaan utang dapat meningkatkan imbal hasil melalui efek pengungkit, namun proporsi utang yang terlalu tinggi justru akan memperbesar risiko keuangan dan menekan kinerja apabila perusahaan tidak mampu menanggung beban bunga secara berkelanjutan, sehingga pencapaian struktur leverage optimal menjadi krusial untuk menyeimbangkan risiko dan target profitabilitas (Dottling & Rola-Janicka, 2025). Dalam sektor infrastruktur, yang mencakup perusahaan konstruksi sebagai bagian integralnya, leverage seringkali menjadi alat utama untuk mendanai proyek berskala besar yang membutuhkan modal awal sangat besar, sehingga keputusan terkait tingkat dan struktur utang sangat menentukan stabilitas keuangan dan keberlanjutan operasional perusahaan (Nga & Nguyen, 2020).

Hubungan antara leverage dan profitabilitas dapat bervariasi tergantung kondisi pasar, kualitas tata kelola, dan kemampuan manajemen risiko (Mehmood et al., 2019). Leverage moderat dapat meningkatkan pengembalian bagi pemegang saham, sementara leverage yang terlalu tinggi berkorelasi dengan meningkatnya risiko financial distress dan penurunan nilai perusahaan. Interaksi antara leverage dan diversifikasi dapat mempengaruhi

kinerja secara kompleks: diversifikasi yang disertai leverage moderat cenderung memperbaiki kinerja, sedangkan kombinasi leverage tinggi dan diversifikasi berlebihan berisiko menurunkan profitabilitas akibat beban keuangan yang berat dan kompleksitas manajerial (Adam et al., 2023). Penting bagi perusahaan sektor infrastruktur untuk secara hati-hati menyeimbangkan struktur pendanaan dengan strategi pertumbuhan dan diversifikasi, sehingga leverage tetap menjadi alat yang memperkuat kinerja keuangan alih-alih menjadi beban yang mengancam kelangsungan usaha (Atanasova & Willeboordse, 2025).

Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendek yang segera jatuh tempo, yang umumnya diukur menggunakan current ratio atau quick ratio sebagai indikator seberapa cepat aset lancar dikonversi menjadi kas untuk memenuhi liabilitas jangka pendek (Dahmash et al., 2021). Dalam kerangka teori manajemen modal kerja, likuiditas berfungsi sebagai penyangga pertama perusahaan dalam menghadapi ketidakpastian arus kas, di mana likuiditas yang memadai memungkinkan operasi berjalan tanpa gangguan, sementara likuiditas tinggi juga mengindikasikan adanya idle funds yang menurunkan efisiensi penggunaan aset karena dana tidak dialokasikan secara produktif (Atanasova & Willeboordse, 2025). Bagi perusahaan sektor infrastruktur, termasuk perusahaan konstruksi sebagai bagian integralnya, likuiditas menjadi sangat krusial karena pola arus kas proyek yang tidak merata di mana pengeluaran untuk material, tenaga kerja, dan peralatan harus dilakukan di awal,

sementara penerimaan pembayaran dari pemberi kerja seringkali tertunda atau bergantung pada pencapaian milestone tertentu (Azman et al., 2022).

Manajemen likuiditas tidak dapat dipisahkan dari keputusan strategis perusahaan terkait diversifikasi dan struktur pendanaan. Diversifikasi korporat dapat mempengaruhi cara perusahaan mengelola likuiditas melalui penggunaan credit lines agar lebih efisien dalam mengelola buffer likuiditas karena dapat memanfaatkan arus kas internal dari berbagai unit bisnis, meskipun kompleksitas diversifikasi juga dapat meningkatkan kebutuhan likuiditas untuk mengantisipasi risiko yang lebih beragam (Atanasova & Willeboordse, 2025). Inovasi teknologi finansial (fintech) juga dapat memperbaiki posisi likuiditas, namun manfaat tersebut sangat bergantung pada kualitas tata kelola risiko likuiditas dan stabilitas jaringan antar lembaga keuangan [(Tang et al., 2024); (Ardekani, 2024)].

Likuiditas memiliki hubungan yang kompleks dengan profitabilitas dan stabilitas keuangan perusahaan (Gustama & Danarsar, 2025). Likuiditas yang sehat berkorelasi positif dengan profitabilitas hingga tingkat tertentu, namun setelah melampaui ambang optimal, kelebihan aset lancar justru dapat menurunkan tingkat pengembalian karena dana tidak diinvestasikan secara produktif dan menimbulkan opportunity cost (Onileowo et al., 2022). Bagi perusahaan sektor infrastruktur, menjaga keseimbangan likuiditas menjadi tantangan tersendiri: likuiditas yang terlalu rendah meningkatkan risiko financial distress dan ketidakmampuan menyelesaikan proyek, sementara likuiditas berlebihan mengindikasikan inefisiensi alokasi modal yang dapat

menekan profitabilitas. Pasar memandang perusahaan dengan posisi likuid yang sehat sebagai entitas yang mampu bertahan menghadapi guncangan ekonomi dan memenuhi kewajiban tepat waktu, sehingga likuiditas juga mempengaruhi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan (Aydognmus et al., 2022).

Ukuran perusahaan diidentifikasi melalui total aset, penjualan, atau kapitalisasi pasar dan dipandang sebagai proksi dari kapasitas sumber daya serta kekuatan pasar yang dimiliki suatu perusahaan (Yadav et al., 2022). Dalam teori ekonomi industri, perusahaan besar cenderung menikmati economies of scale, akses pendanaan yang lebih mudah dan berbiaya rendah, serta nilai tawar kuat bagi pemasok dan pelanggan, namun juga dapat menghadapi birokrasi internal yang kompleks dan risiko inefisiensi manajerial akibat kesulitan koordinasi antar unit bisnis (Doucoure & Diagne, 2020). Hubungan antara ukuran perusahaan dan profitabilitas dapat bervariasi positif, negatif, atau bahkan nonlinier tergantung struktur industri, kondisi pasar, serta konteks geografis dan regulasi di mana perusahaan beroperasi (Liu et al., 2019).

Dalam kerangka Resource-Based View, ukuran perusahaan menginterpretasikan skala basis kepemilikan sumber daya, sedangkan efektivitas pemanfaatannya tercermin dalam kinerja keuangan dan nilai pasar yang dicapai (Alipour & Pejman, 2015). Kondisi di mana besaran aset dan laju pertumbuhan berjalan secara seimbang cenderung menghasilkan profitabilitas yang lebih baik, sementara perusahaan yang terlalu besar tanpa

pertumbuhan memadai atau tanpa pengelolaan efisiensi yang baik dapat mengalami penurunan kinerja (Callen & Fernandez, 2019). Bagi perusahaan sektor infrastruktur, yang mencakup perusahaan konstruksi sebagai bagian integralnya, ukuran perusahaan menjadi faktor penting karena terkait dengan kapasitas untuk mengikuti tender proyek berskala besar, kemampuan menanggung risiko proyek jangka panjang, serta kredibilitas dan track record di mata pemberi kerja, regulator, dan lembaga keuangan (Horta et al., 2016).

Ukuran perusahaan juga mempengaruhi nilai perusahaan melalui persepsi pasar terhadap stabilitas dan kemampuan beradaptasi dengan perubahan lingkungan bisnis (Aydogmus et al., 2022). Perusahaan besar dengan sumber daya berlebih umumnya lebih mampu memanfaatkan kapabilitas dinamis untuk berinovasi, melakukan internasionalisasi, dan mentransfer pengetahuan dari proyek satu ke proyek lainnya, sehingga dapat lebih kompetitif baik di pasar domestik maupun internasional. Di sisi lain, perusahaan kecil seringkali memiliki fleksibilitas operasional yang lebih tinggi, lebih responsif terhadap perubahan permintaan pasar, dan cenderung lebih adaptif dalam menerapkan strategi baru, yang dalam beberapa kasus dapat memberikan return on equity yang tinggi karena struktur organisasi yang lebih ramping dan decision-making yang lebih cepat (Ahmed et al., 2023). Oleh karena itu, analisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan pada perusahaan sektor infrastruktur perlu mempertimbangkan konteks spesifik industri, dinamika pasar, serta

kemampuan internal perusahaan dalam mengelola kompleksitas dan menciptakan nilai dari skala yang dimiliki (Liu et al., 2019).

2.2. Penelitian Terdahulu

2.2.1. Hubungan Diversifikasi dengan Nilai Perusahaan dan Profitabilitas

Sejumlah penelitian empiris menunjukkan bahwa diversifikasi berpotensi meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan, namun pengaruhnya sangat bergantung pada konteks sektor, karakteristik perusahaan, dan kualitas eksekusi strategi. Pada perusahaan publik di Brasil, diversifikasi yang dikelola secara hati-hati terbukti mampu menurunkan risiko operasi dan pada saat yang sama memperkuat profitabilitas, sementara pola diversifikasi yang terlalu tersebar justru meningkatkan volatilitas kinerja (Adam et al., 2022). Studi di sektor perbankan Pakistan memperlihatkan bahwa diversifikasi pendapatan berkontribusi positif pada kinerja keuangan, dengan catatan bahwa efek positif tersebut lebih konsisten pada bank yang mampu menyeimbangkan perluasan portofolio bisnis dengan pengelolaan risiko dan kecukupan modal yang memadai (Ashraf & Nazir, 2025). Temuan tersebut sejalan dengan penelitian K. N. Nguyen (2019) pada bank komersial di Vietnam membuktikan jika diversifikasi pendapatan dapat meningkatkan profitabilitas dan mengurangi risiko, namun manfaat tersebut sangat bergantung pada kemampuan institusi mengelola trade-off antara ekspansi sumber pendapatan dan risiko yang muncul dari aktivitas bisnis baru. Pada perusahaan keluarga di Brasil dan Meksiko, kombinasi antara diversifikasi

dan leverage yang moderat dilaporkan berkorelasi positif dengan kinerja, sedangkan keterlibatan berlebihan di banyak lini usaha dengan pembiayaan utang yang tinggi cenderung menekan profitabilitas (Adam et al., 2023). Temuan-temuan ini memberikan indikasi bahwa bagi perusahaan sektor infrastruktur, strategi diversifikasi perlu dirancang secara selektif untuk menjaga keseimbangan antara penciptaan nilai dan pengendalian risiko.

Di sektor energi dan infrastruktur, hubungan antara diversifikasi, nilai perusahaan dan profitabilitas juga tampak tidak seragam. Penelitian pada perusahaan energi menemukan bahwa diversifikasi dalam portofolio bisnis dapat meningkatkan nilai perusahaan ketika diarahkan pada aktivitas yang memiliki sinergi operasional dan teknologi, namun dapat menurunkan kinerja jika ekspansi dilakukan ke segmen yang terlalu jauh dari kompetensi inti (Westerman et al., 2020). Di sisi lain, meta-analisis global atas sistem usaha yang terdiversifikasi menunjukkan bahwa keuntungan finansial dari diversifikasi sangat bergantung pada kemampuan perusahaan memanfaatkan keunggulan spesifik, seperti efisiensi biaya, akses teknologi, dan jaringan pasar, sehingga tidak semua bentuk diversifikasi otomatis menciptakan tambahan laba (Sanchez et al., 2022). Dalam konteks pasar berkembang, diversifikasi pendapatan di sektor keuangan dilaporkan mampu meningkatkan kinerja selama didukung kecukupan modal dan pengelolaan risiko yang memadai, yang mengimplikasikan bahwa bagi perusahaan infrastruktur, kapasitas manajerial dan struktur permodalan menjadi kunci agar diversifikasi

benar-benar memperkuat profitabilitas dan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan [(Ashraf & Nazir, 2025); (Mawutor et al., 2023)].

Penelitian lain menegaskan bahwa pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan juga sangat dipengaruhi aspek tata kelola, struktur pasar, dan akses pendanaan. Studi di sektor pariwisata menemukan bahwa diversifikasi dapat meningkatkan kinerja perusahaan ketika didukung oleh struktur dewan yang efektif, menunjukkan bahwa desain tata kelola yang tepat mampu memitigasi risiko kompleksitas yang muncul dari strategi multi-bisnis (Zheng & Tsai, 2019). Di ranah keuangan korporat, diversifikasi terbukti berkaitan dengan perubahan perilaku manajemen likuiditas, di mana perusahaan yang lebih terdiversifikasi cenderung memanfaatkan fasilitas kredit (*lines of credit*) secara lebih strategis untuk mengelola risiko kas yang muncul dari berbagai lini usaha (Atanasova & Willeboordse, 2025). Pada saat yang sama, penelitian tentang struktur keuangan di negara berkembang mengindikasikan bahwa efek diversifikasi terhadap perkembangan usaha dan kinerja sangat dipengaruhi oleh konfigurasi sumber pendanaan dan kualitas lingkungan kelembagaan (Onileowo et al., 2022). Bagi perusahaan sektor infrastruktur, hasil-hasil ini menyiratkan bahwa keberhasilan diversifikasi dalam meningkatkan nilai pasar dan profitabilitas sangat bergantung pada kombinasi yang tepat antara tata kelola, kebijakan likuiditas, dan struktur modal.

2.2.2. Risiko Keuangan dengan Nilai Perusahaan dan Profitabilitas

Penelitian empiris di berbagai negara menunjukkan bahwa konfigurasi struktur keuangan dan karakteristik risiko berperan penting untuk membentuk profitabilitas serta nilai pasar perusahaan. Pada perusahaan publik di kawasan Asia dan Timur Tengah, kombinasi antara leverage yang tinggi dan efisiensi operasional yang rendah terbukti menekan nilai tambah pasar dan mengurangi nilai tawar bagi pasar, sedangkan struktur pendanaan yang lebih seimbang dan efisien berkorelasi positif dengan nilai perusahaan (Alipour & Pejman, 2015). Di sisi lain, studi lintas negara di Asia Selatan menemukan bahwa interaksi antara struktur keuangan dan strategi korporat, termasuk keputusan diversifikasi, dapat memperkuat atau justru melemahkan kinerja keuangan tergantung pada bagaimana risiko keuangan dikelola dalam kerangka struktur modal yang diambil (Mehmood et al., 2019). Temuan ini mengisyaratkan bahwa bagi perusahaan sektor infrastruktur, pengelolaan risiko keuangan tidak hanya menyangkut besar kecilnya utang, tetapi juga bagaimana utang tersebut diimbangi dengan efisiensi dan kemampuan perusahaan menghasilkan nilai tambah bagi pemegang saham.

Risiko keuangan juga terkait erat dengan volatilitas arus kas dan cara perusahaan menyesuaikan keputusan pendanaannya. Bukti internasional menunjukkan perusahaan dengan volatilitas arus kas lebih tinggi cenderung menghadapi keterbatasan dalam penggunaan utang jangka panjang dan lebih selektif terhadap waktu jatuh tempo, karena peningkatan ketidakpastian kas akan memperbesar risiko gagal bayar (Keefe & Nguyen, 2023). Dalam

konteks pasar berkembang, penelitian lain menemukan bahwa struktur keuangan yang dirancang secara hati-hati dapat mendukung perkembangan usaha, sedangkan struktur yang terlalu agresif dari sisi utang justru menghambat pertumbuhan dan meningkatkan kerentanan perusahaan terhadap guncangan ekonomi (Onileowo et al., 2022). Bagi perusahaan infrastruktur yang umumnya mengelola proyek jangka panjang dan padat modal, temuan-temuan tersebut menegaskan pentingnya pengaturan keseimbangan antara pendanaan berbasis utang dan kemampuan perusahaan menjaga stabilitas arus kas agar risiko keuangan tidak berujung pada penurunan profitabilitas dan nilai pasar.

Di sektor jasa keuangan dan perbankan, sejumlah studi memberikan gambaran tambahan mengenai bagaimana risiko keuangan berinteraksi dengan diversifikasi dan stabilitas kinerja. Penelitian pada bank komersial di negara berkembang menunjukkan bahwa diversifikasi pendapatan dapat membantu menekan risiko dan meningkatkan profitabilitas, namun manfaat ini sangat bergantung pada kecukupan modal dan efektivitas manajemen risiko yang diterapkan [(K. N. Nguyen, 2019); (Mawutor et al., 2023)]. Studi lain di Indonesia menemukan bahwa kombinasi antara diversifikasi pendapatan dan pengelolaan risiko likuiditas yang hati-hati berkontribusi positif terhadap stabilitas perbankan, sedangkan risiko likuiditas yang tidak terkontrol dapat memperbesar eksposur terhadap guncangan sistemik (Gustama & Danarsar, 2025). Bagi perusahaan sektor infrastruktur, yang menghadapi risiko proyek, risiko regulasi, dan risiko pendanaan sekaligus,

pelajaran penting dari temuan-temuan ini adalah perlunya kerangka manajemen risiko keuangan yang komprehensif mencakup pengelolaan struktur modal, arus kas, dan likuiditas agar potensi pertumbuhan dan diversifikasi portofolio proyek tidak berubah menjadi sumber risiko yang justru menekan profitabilitas dan memperlemah persepsi pasar terhadap nilai perusahaan.

2.2.3. Hubungan Pertumbuhan Penjualan dengan Nilai Perusahaan dan Profitabilitas

Pertumbuhan penjualan berpotensi memperkuat profitabilitas dan nilai perusahaan, tetapi efeknya bergantung pada bagaimana ekspansi itu dibiayai dan dikelola. Cheratian et al. (2024) menemukan bahwa pada perusahaan di Iran, pertumbuhan penjualan memberikan kontribusi positif terhadap kinerja keuangan ketika diiringi dengan komposisi pembiayaan yang hati-hati serta alokasi pengeluaran yang lebih banyak mengarah pada investasi produktif, bukan sekadar peningkatan biaya operasional rutin. Studi tersebut menegaskan bahwa pilihan sumber pendanaan apakah melalui utang, ekuitas, atau laba ditahan akan membentuk profil risiko perusahaan dan mempengaruhi cara pasar menilai keberlanjutan pertumbuhan tersebut, sehingga keputusan pembiayaan ekspansi penjualan menjadi faktor kunci dalam menjaga keseimbangan antara peluang peningkatan laba dan risiko keuangan yang ditanggung.

Dalam konteks lebih luas, pertumbuhan, profitabilitas, dan nilai perusahaan memiliki hubungan saling mempengaruhi dan tidak selalu linier. Callen & Fernandez (2019) menunjukkan pada saat krisis ekonomi, perusahaan dengan pertumbuhan konsisten cenderung memiliki kemampuan mempertahankan profitabilitas melalui strategi ekspansi yang ditempuh. Sejalan dengan itu, Yadav et al. (2022) menemukan bukti baru di Asia Pasifik, pengelolaan pertumbuhan secara efisien dan penargetan pasar secara akurat dapat meningkatkan profit dan nilai pasar. Pada sektor infrastruktur dengan karakteristik padat modal dan proyek jangka panjang, temuan tersebut mengindikasikan bahwa pertumbuhan penjualan sebagai instrumen pengembangan skala usaha dan peningkatan nilai pasar jika ekspansi tersebut didukung efektivitas operasi dan struktur keuangan yang sehat (Aydogmus et al., 2022).

2.2.4. Hubungan Pertumbuhan Aset dengan Nilai Perusahaan dan Profitabilitas

Alipour & Pejman (2015) menemukan hubungan positif antara pertumbuhan aset dengan kinerja keuangan dan nilai perusahaan yang dipengaruhi kualitas dalam pengelolaan ekspansi. Perusahaan dengan peningkatan aset yang diikuti efisiensi operasi mampu meningkatkan nilai tambah pasarnya. Hal ini dapat diinterpretasikan sebagai apresiasi terhadap kompetensi perusahaan dalam mengubah aset menjadi kinerja melalui ekspansi. Dalam konteks manajerial, faktor pendukung seperti struktur modal,

tata kelola, dan kebijakan investasi memberikan kontribusi pada profitabilitas secara signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan aset yang diarahkan ke investasi produktif mampu memperkuat laba dan daya saing, dibandingkan sekadar penumpukan aset tanpa pengelolaan secara produktif (Dahmash et al., 2021). Temuan di atas sejalan dengan pandangan bahwa perusahaan sektor infrastruktur dengan ekspansi aset yang terencana baik dapat menjadi sinyal positif bagi pasar sekaligus pendorong peningkatan profitabilitas dan nilai perusahaan.

Literatur juga mengingatkan adanya batas efisiensi dari pertumbuhan aset dan ukuran perusahaan. Yadav et al. (2022) menunjukkan bahwa di pasar Asia Pasifik, pertumbuhan perusahaan berhubungan positif dengan profitabilitas, namun pengaruh tersebut cenderung melemah pada perusahaan yang sudah berukuran sangat besar, ketika kompleksitas operasional dan biaya koordinasi mulai meningkat. Studi tersebut juga menemukan bahwa struktur aset tetap dan keputusan pendanaan dapat menekan profitabilitas apabila ekspansi tidak diikuti efisiensi yang memadai, sehingga mendorong perlunya kehati-hatian dalam mengelola fase pertumbuhan aset. Sejalan dengan itu, penelitian di berbagai sektor menegaskan bahwa pengaruh faktor internal seperti pertumbuhan aset, ukuran, dan efisiensi operasional terhadap profitabilitas lebih kuat dibandingkan pengaruh leverage dalam beberapa konteks, menunjukkan bahwa pengelolaan basis aset dan kapasitas operasional merupakan pendorong utama kinerja laba perusahaan (Dahmash et al., 2021).

Namun, meskipun secara sekilas ekspansi aset sering dimaknai sebagai sinyal kemajuan bisnis, literatur keuangan justru memotret realita yang berkebalikan. Fenomena ini dibongkar secara mendalam oleh Cooper et al. (2008) melalui temuan empirisnya yang sangat krusial, yakni asset growth anomaly (anomali pertumbuhan aset). Penelitian tersebut secara gamblang membuktikan bahwa lonjakan aset perusahaan yang terlalu agresif rentan memicu kejatuhan nilai saham perusahaan pada periode-periode berikutnya. Akar masalahnya bermuara pada perilaku manajemen yang kerap terjebak dalam overinvestment yaitu membangun imperium bisnis (empire building) dengan berinvestasi pada proyek-proyek bernilai marjinal rendah. Akibatnya, ketika volume aset membengkak tajam tanpa diimbangi dengan kapasitas pencetakan laba yang proporsional, beban operasional dan biaya penyusutan otomatis menekan tingkat profitabilitas, yang pada akhirnya menggerus metrik pengembalian aset (ROA) secara signifikan. Penelitian terhadap sektor manufaktur di Nigeria, juga menunjukkan bahwa pertumbuhan aset tetap non-lancar dan aset lancar berdampak negatif terhadap ROA secara signifikan, sementara itu peningkatan total aset cenderung tidak memperbaiki profitabilitas (Mmuogbo et al., 2024).

2.2.5. Peran Leverage, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Kontrol

Penelitian empiris menunjukkan bahwa leverage sebagai variabel kontrol kunci yang membentuk hubungan antara keputusan strategis

perusahaan dan kinerja keuangannya. Mehmood et al. (2019) menemukan bahwa di negara-negara Asia Selatan, struktur keuangan yang ditandai dengan tingkat utang tinggi cenderung menekan kinerja ketika tidak diimbangi kemampuan menghasilkan laba yang memadai, sedangkan kombinasi leverage yang moderat dengan strategi korporasi yang selaras, termasuk diversifikasi, dapat meningkatkan profitabilitas. Di sisi lain, Choi & Richardson (2016) menunjukkan bahwa volatilitas aset perusahaan memperkuat efek leverage terhadap risiko, sehingga perusahaan yang memiliki arus kas dan nilai aset lebih berfluktuasi akan lebih sensitif terhadap peningkatan utang. Bagi perusahaan sektor infrastruktur yang umumnya padat modal dan memiliki ketergantungan terhadap pendanaan jangka panjang, temuan ini menegaskan bahwa leverage perlu dikelola sebagai instrumen pengungkit nilai yang hati-hati, bukan semata alat memperbesar skala aset, agar tidak berbalik menjadi sumber risiko keuangan yang menekan nilai perusahaan dan profitabilitas.

Likuiditas dan kondisi pasar keuangan juga muncul sebagai faktor penting yang memoderasi hubungan antara keputusan pendanaan dan kinerja perusahaan. Studi pada pasar keuangan global memperlihatkan bahwa ketersediaan dan kedalaman likuiditas di pasar memengaruhi biaya pendanaan dan kemampuan perusahaan mengelola risiko nilai tukar serta risiko harga aset berpengaruh terhadap stabilitas laba dan persepsi risiko oleh investor [(Rinaldo & de Magistris, 2022); (Fan et al., 2022)]. Dalam sektor perbankan, penelitian mengenai jaringan likuiditas dan kecukupan modal

menunjukkan bahwa struktur hubungan antar lembaga keuangan dan kemampuan mempertahankan buffer likuiditas yang memadai berkontribusi terhadap ketahanan sistem dan kinerja jangka panjang [(Ardekani, 2024); (Gustama & Danarsar, 2025)]. Bagi perusahaan infrastruktur yang sangat bergantung pada pembiayaan proyek dan akses ke pasar modal maupun perbankan, likuiditas internal dan eksternal dapat dilihat sebagai faktor yang menentukan seberapa jauh strategi seperti diversifikasi, pertumbuhan penjualan, dan ekspansi aset dapat diterjemahkan menjadi peningkatan nilai perusahaan dan profitabilitas tanpa meningkatkan kerentanan terhadap guncangan keuangan.

Terkait ukuran perusahaan, Liu et al. (2019) menunjukkan bahwa di pasar modal China, size berperan penting dalam menjelaskan variasi nilai pasar, di mana perusahaan yang lebih besar cenderung memperoleh valuasi yang lebih stabil dan akses pendanaan yang lebih luas. Yadav et al. (2022) menemukan bahwa di Asia Pasifik, hubungan antara pertumbuhan dan profitabilitas dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, dengan hasil bahwa pengaruh pertumbuhan terhadap kinerja lebih kuat pada perusahaan berukuran menengah hingga besar yang mampu mengelola sumber daya secara efisien. Adam et al. (2023) juga menunjukkan bahwa pada bisnis keluarga di Brasil dan Meksiko, kombinasi diversifikasi dan leverage memberikan dampak yang berbeda terhadap kinerja tergantung pada karakteristik perusahaan, termasuk skala usaha dan struktur kepemilikan. Temuan-temuan ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan sektor

infrastruktur, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan berperan sebagai variabel kontrol yang dapat memperkuat atau melemahkan pengaruh diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan.

2.2.6. Kontradiksi dan Gap Penelitian

Penelitian-penelitian terdahulu mengenai keterkaitan antara diversifikasi, struktur keuangan, pertumbuhan, dan kinerja perusahaan menunjukkan hasil yang bervariasi dan belum sepenuhnya konvergen, sehingga membuka peluang untuk pengembangan pemahaman yang lebih mendalam pada konteks perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia. Temuan empiris dari berbagai negara dan sektor mengindikasikan bahwa strategi diversifikasi, baik produk maupun pasar, dapat memberikan dampak positif terhadap kinerja keuangan apabila sejalan dengan kapabilitas internal dan lingkungan kelembagaan yang kondusif, seperti temuan oleh Adam et al. (2022), Ashraf & Nazir (2025), dan Tang et al. (2024). Namun, sejumlah studi lain justru menemukan bahwa diversifikasi yang tidak terkontrol atau kurang selaras dengan kompetensi inti berpotensi menurunkan efisiensi, meningkatkan risiko likuiditas, dan memperlemah kinerja jangka panjang, sebagaimana terlihat pada hasil penelitian Kwak et al. (2025), Westerman et al. (2020), dan Fuente & Velasco (2020). Divergensi temuan ini menegaskan bahwa dampak diversifikasi sangat bergantung pada konteks spesifik industri, kondisi pasar, dan karakteristik internal perusahaan.

Gap pertama yang diidentifikasi adalah minimnya bukti empiris mengenai dampak diversifikasi terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas secara simultan pada perusahaan sektor infrastruktur di negara berkembang, khususnya Indonesia. Sebagian besar penelitian sebelumnya cenderung memisahkan analisis nilai pasar dan profitabilitas, sehingga belum memberikan gambaran integratif mengenai bagaimana strategi diversifikasi diterjemahkan baik dalam kinerja operasional (ROA) maupun dalam persepsi pasar (Tobin's Q). Penelitian seperti Adam et al. (2022) dan Adam et al. (2023) menjelaskan pengaruh diversifikasi terhadap profitabilitas dan risiko operasional, namun tidak secara eksplisit menganalisis respons nilai pasar terhadap strategi tersebut. Mehmood et al. (2019) menunjukkan jika interaksi antara diversifikasi korporat dan struktur keuangan memengaruhi kinerja di Asia Selatan, tetapi fokus analisis masih terbatas pada ukuran akuntansi dan belum menjangkau valuasi pasar. Maka dari itu, penelitian ini akan mengisi celah yang ada melalui integrasi dua dimensi kinerja profitabilitas dan nilai perusahaan dalam satu kerangka analisis pada perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia, sehingga dapat menjelaskan secara lebih komprehensif bagaimana strategi korporat diterjemahkan menjadi nilai ekonomis baik dari sudut pandang akuntansi maupun persepsi investor.

Gap kedua berkaitan dengan kurangnya integrasi antara dimensi risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset dalam satu model yang menjelaskan kinerja perusahaan secara menyeluruh, khususnya pada sektor infrastruktur. Dahmash et al. (2021) menemukan bahwa pertumbuhan

aset dan ukuran perusahaan meningkatkan profitabilitas, sementara pengaruh leverage tidak konsisten pada berbagai konteks. Yadav et al. (2022) menunjukkan bahwa hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas dimoderasi oleh ukuran perusahaan dan karakteristik pasar di kawasan Asia Pasifik. Di sisi lain, Cheratian et al. (2024) mengemukakan bahwa pertumbuhan penjualan berkontribusi positif terhadap kinerja ketika didukung oleh komposisi pembiayaan dan alokasi pengeluaran yang tepat. Namun, sebagian besar studi tersebut memeriksa pengaruh masing-masing dimensi secara terpisah atau dalam kombinasi terbatas, sehingga belum memberikan gambaran utuh mengenai bagaimana risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset berinteraksi secara simultan dalam membentuk profitabilitas dan nilai perusahaan. Penelitian ini mengintegrasikan ketiga dimensi tersebut ke dalam satu model empiris yang komprehensif, dengan menempatkan likuiditas, leverage dan ukuran sebagai kontrol yang secara eksplisit menjelaskan variasi kekuatan hubungan antar variabel utama pada perusahaan infrastruktur di Indonesia.

Gap ketiga muncul dari terbatasnya penerapan dan pendalaman kerangka Resource-Based View dalam konteks sektor infrastruktur di negara berkembang. Kerangka RBV menegaskan bahwa keunggulan bersaing berkelanjutan bersumber dari kombinasi sumber daya dan kapabilitas berharga yang dikelola dengan baik, pada akhirnya tercermin dalam profitabilitas superior dan nilai pasar yang lebih tinggi (Wan et al., 2011). Meskipun sejumlah penelitian telah mengaplikasikan RBV pada analisis

diversifikasi dan kinerja perusahaan di berbagai sektor [(Gyan et al., 2017); (Horta et al., 2016); (Bhatia & Thakur, 2016)], namun penerapan kerangka ini secara khusus pada sektor infrastruktur yang ditandai oleh proyek padat modal, jangka panjang, dan kompleksitas regulasi tinggi masih terbatas. Penelitian ini memperdalam penerapan RBV dengan memandang diversifikasi, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset sebagai manifestasi dari pemanfaatan dan akumulasi basis sumber daya strategis, sementara likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan diperlakukan sebagai kondisi struktural keuangan yang memengaruhi kemampuan perusahaan mengorkestrasi sumber daya tersebut untuk menciptakan nilai pasar dan laba berkelanjutan dalam konteks perusahaan infrastruktur Indonesia.

Gap keempat berkaitan dengan terbatasnya penelitian empiris yang mengeksplorasi peran variabel kontrol keuangan seperti leverage, likuiditas, dan ukuran perusahaan dalam memoderasi atau memperkuat hubungan antara strategi korporat dan kinerja pada sektor infrastruktur. Beberapa studi telah menunjukkan bahwa leverage pada satu sisi memperkuat dan pada sisi lain melemahkan hubungan diversifikasi dengan kinerja tergantung pada struktur kepemilikan dan peluang investasi (Fuente & Velasco, 2020), sementara likuiditas dan ukuran perusahaan diketahui mempengaruhi fleksibilitas perusahaan dalam merespons peluang dan risiko pasar [(Atanasova & Willeboordse, 2025); (Liu et al., 2019)]. Namun, interaksi antara ketiga variabel kontrol ini dengan keputusan strategis perusahaan seperti diversifikasi, pengelolaan risiko keuangan, serta pertumbuhan penjualan dan

aset belum banyak diteliti secara simultan, terutama pada sektor infrastruktur di pasar berkembang. Penelitian ini secara eksplisit menimbang likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol untuk mengeksplorasi variasi dampak dari variabel independen terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan, sehingga dapat menjadikan pemahaman yang tajam mengenai kondisi keuangan apa yang memperkuat atau melemahkan efektivitas strategi korporat pada perusahaan sektor infrastruktur.

Dengan mengatasi kontradiksi dan celah penelitian yang diuraikan di atas, penelitian ini akan memperkaya literatur keuangan korporat dan manajemen strategis secara empiris dan teoritis, khususnya dalam konteks sektor infrastruktur di Indonesia. Penelitian ini juga dapat memberikan panduan praktis bagi manajemen dalam merancang strategi diversifikasi, mengelola risiko keuangan, serta mengoptimalkan pertumbuhan penjualan dan aset untuk meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan, dengan mempertimbangkan kondisi leverage, likuiditas, dan ukuran perusahaan sebagai faktor kontekstual yang relevan.

2.3. Pengembangan Hipotesis

2.3.1. Pengaruh Diversifikasi terhadap Nilai Perusahaan dan Profitabilitas

Pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas dapat dijelaskan melalui tiga perspektif teoritis utama. Pertama, Resource-Based View (RBV) menegaskan bahwa strategi diversifikasi akan menciptakan nilai

ketika dibangun di atas kapabilitas dan pemanfaatan sumber daya yang dimiliki, terutama yang bersifat bernilai, langka, dan sulit ditiru (Wan et al., 2011). Dalam kerangka RBV, diversifikasi yang selaras dengan kompetensi inti memungkinkan perusahaan mengeksplorasi sinergi internal, efisiensi biaya transaksi dan operasi, yang pada akhirnya tercermin dalam profitabilitas superior dan nilai pasar yang lebih tinggi. Kedua, teori portofolio menyatakan bahwa diversifikasi dapat mengurangi volatilitas pendapatan dengan menyebarkan risiko ke berbagai lini bisnis atau pasar, sehingga stabilitas arus kas yang lebih baik meningkatkan preferensi pasar dan memperkuat valuasi perusahaan (Bagnara & Vaucher, 2025). Ketiga, teori agensi mengingatkan bahwa diversifikasi yang tidak terkendali atau didorong oleh motif manajerial pribadi dapat menimbulkan biaya agensi, kompleksitas organisasi, dan inefisiensi alokasi sumber daya, yang justru menurunkan profitabilitas dan nilai perusahaan (Fuente & Velasco, 2020). Oleh karena itu, kunci keberhasilan diversifikasi terletak pada keselarasan strategi dengan basis sumber daya perusahaan dan efektivitas mekanisme tata kelola internal.

Bukti empiris menunjukkan kontribusi positif diversifikasi terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan, terutama pada konteks pasar berkembang dan sektor infrastruktur. Gyan et al. (2017) membuktikan bahwa di pasar berkembang, diversifikasi yang disertai peningkatan efisiensi operasional berkontribusi positif terhadap profitabilitas, sedangkan diversifikasi yang tidak efisien justru melemahkan kinerja perusahaan. Horta et al. (2016) menunjukkan bahwa strategi diversifikasi melalui

internasionalisasi dan diversifikasi produk pada perusahaan konstruksi di Eropa terbukti meningkatkan produktivitas dan kinerja keuangan, terutama ketika didukung oleh kapabilitas manajerial dan lingkungan kelembagaan yang kondusif. Bhatia & Thakur (2016) menemukan bahwa perusahaan di India yang memiliki strategi diversifikasi adaptif yang responsif terhadap dinamika pasar dan memanfaatkan sinergi internal mampu meningkatkan nilai perusahaan secara signifikan.

Dalam konteks yang lebih dekat dengan sektor infrastruktur, Adam et al. (2022) menemukan bahwa pada perusahaan publik di Brasil, diversifikasi yang dikelola dengan hati-hati terbukti menurunkan risiko operasional sekaligus meningkatkan profitabilitas, sedangkan diversifikasi yang terlalu tersebar justru meningkatkan volatilitas kinerja. Oladimeji & Udosen (2019) menunjukkan bahwa strategi diversifikasi terkait (*related diversification*) berkontribusi positif terhadap profitabilitas yang diukur melalui ROA dan ROI, sementara diversifikasi tidak terkait lebih banyak mendorong pertumbuhan ekuitas dan ekspansi basis aset. Temuan-temuan ini mengindikasikan bahwa bagi perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia, strategi diversifikasi yang selaras dengan kompetensi inti dan didukung oleh kapasitas manajerial yang memadai berpotensi meningkatkan stabilitas pendapatan, efisiensi operasional, dan persepsi positif pasar, akan tercermin dalam profitabilitas positif dan peningkatan nilai perusahaan.

Berdasarkan teori dan bukti empiris, diputuskan hipotesis pertama penelitian adalah:

H1_a: Diversifikasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H1_b: Diversifikasi berpengaruh positif terhadap profitabilitas.

2.3.2. Pengaruh Risiko Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dan Profitabilitas

Pengaruh risiko keuangan terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas dapat dijelaskan melalui tiga kerangka teoritis utama. Pertama, teori trade-off struktur modal (trade-off theory) menegaskan bahwa perusahaan berupaya agar manfaat pajak dari penggunaan utang dengan biaya financial distress yang muncul lebih seimbang ketika leverage terlalu tinggi, sehingga struktur keuangan yang tidak optimal akan meningkatkan risiko pailit dan menekan profitabilitas serta nilai perusahaan (Ahmed et al., 2023). Ketika rasio utang terhadap aset atau ekuitas melampaui batas tertentu, beban bunga yang meningkat akan menggerus laba operasi dan mengurangi fleksibilitas keuangan perusahaan dalam merespons peluang investasi maupun guncangan pasar. Kedua, dalam teori pecking order perusahaan cenderung lebih memilih pendanaan internal sebelum beralih ke utang dan penerbitan ekuitas baru, karena pendanaan eksternal terutama utang membawa risiko asimetri informasi dan biaya agensi yang dapat meningkatkan persepsi risiko oleh investor, yang pada akhirnya menurunkan valuasi pasar (Mehmood et al., 2019). Ketiga, teori volatilitas dan leverage effect menekankan bahwa volatilitas aset dan arus kas perusahaan akan memperkuat efek negatif leverage terhadap risiko ekuitas, di mana perusahaan yang memiliki volatilitas arus kas akan lebih rentan terhadap tekanan keuangan ketika

meningkatkan proporsi utang dalam struktur modalnya (Choi & Richardson, 2016).

Sejumlah penelitian empiris menunjukkan bahwa risiko keuangan yang tinggi, yang tercermin dalam leverage berlebihan dan volatilitas arus kas, berdampak negatif pada profit dan nilai perusahaan. Alipour & Pejman (2015) menemukan bahwa pada perusahaan di Iran, leverage yang tinggi tanpa disertai efisiensi operasional yang memadai terbukti menurunkan nilai tambah pasar, karena investor memandang struktur keuangan yang agresif sebagai sumber risiko yang mengurangi keberlanjutan kinerja. Mehmood et al. (2019) menunjukkan bahwa di negara-negara Asia Selatan, struktur keuangan yang didominasi utang cenderung menekan profitabilitas, terutama ketika tidak diimbangi dengan kompetensi perusahaan untuk menghasilkan arus kas stabil dan laba memadai. Ahmed et al. (2023) memperkuat temuan ini melalui keputusan struktur modal yang mengarah pada leverage tinggi berpengaruh negatif terhadap profitabilitas, sejalan dengan perspektif trade-off theory yang menekankan bahwa biaya financial distress akan semakin besar seiring dengan peningkatan proporsi utang.

Choi & Richardson (2016) menemukan bahwa volatilitas aset perusahaan memperkuat efek negatif leverage terhadap risiko ekuitas, sehingga perusahaan dengan nilai aset yang sangat berfluktuasi akan mengalami peningkatan risiko yang lebih tajam ketika menambah utang. Keefe & Nguyen (2023) menunjukkan bahwa kondisi arus kas yang tidak seimbang akan mendorong manajemen untuk selektif dalam memanfaatkan

utang, karena ketidakpastian arus kas juga menunjukkan adanya risiko gagal bayar dan memperlemah kemampuan perusahaan memperoleh pembiayaan jangka panjang dengan biaya yang kompetitif. Onileowo et al. (2022) menemukan bahwa struktur keuangan yang terlalu agresif dari sisi utang justru menghambat pertumbuhan dan meningkatkan kerentanan perusahaan terhadap guncangan ekonomi di pasar berkembang.

Dalam konteks sektor infrastruktur khususnya konstruksi, Geelen et al. (2024) menemukan bahwa keputusan struktur modal, termasuk pencocokan antara umur aset dan jatuh tempo utang, sangat mempengaruhi risiko keuangan dan kinerja perusahaan, di mana ketidaksesuaian antara durasi aset proyek dan struktur pendanaan dapat meningkatkan tekanan likuiditas dan menurunkan profitabilitas. Dottling & Rola-Janicka (2025) menegaskan jika perusahaan dengan leverage yang terlalu tinggi menghadapi kendala finansial yang lebih berat, terutama dalam konteks regulasi yang ketat dan tuntutan keberlanjutan, sehingga kemampuan mereka menghasilkan laba dan menciptakan nilai jangka panjang menjadi terbatas. Temuan-temuan ini mengindikasikan bahwa bagi perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia, yang umumnya mengelola proyek padat modal dengan arus kas berjangka panjang dan volatilitas tinggi, peningkatan risiko keuangan baik dari leverage berlebihan maupun ketidakstabilan arus kas akan memperbesar kemungkinan financial distress, menggerus margin laba, dan menurunkan preferensi pasar atas nilai perusahaan.

Berlandaskan teoritis dan bukti empiris tersebut, hipotesis kedua penelitian ini adalah:

H2_a: Risiko keuangan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

H2_b: Risiko keuangan berpengaruh negatif terhadap profitabilitas.

2.3.3. Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Nilai Perusahaan dan Profitabilitas

Dari perspektif teori pertumbuhan perusahaan, peningkatan penjualan mencerminkan kemampuan perusahaan menangkap peluang pasar, memperluas basis pelanggan, dan memperkuat posisi bersaing, sehingga secara logis akan mendorong kenaikan laba dan meningkatkan ekspektasi pasar terhadap kinerja masa depan. Pertumbuhan penjualan yang berkelanjutan biasanya terkait dengan pemasaran efektif, konsistensi kualitas layanan, serta kemampuan berinovasi dalam merespons kebutuhan pelanggan, sehingga memberikan sinyal positif bagi investor mengenai prospek arus kas dan kelangsungan usaha (Callen & Fernandez, 2019). Dalam konteks sektor infrastruktur yang bergantung pada kontrak jangka panjang dan proyek berskala besar, pertumbuhan penjualan dapat ditafsirkan sebagai keberhasilan perusahaan mengamankan proyek baru dan memperluas portofolio layanan, yang jika dikelola dengan efisien akan tercermin pada peningkatan profitabilitas dan nilai perusahaan.

Dalam kerangka Resource-Based View (RBV), pertumbuhan penjualan dipandang sebagai hasil dari pemanfaatan resources dan capabilities yang

bernilai dan sulit ditiru, seperti reputasi, relasi dengan pemangku kepentingan, kemampuan teknis, dan kapasitas manajerial. Efektivitas sebuah perusahaan dalam mengelola basis sumber dayanya tercermin dari kemampuan entitas tersebut mentransformasi keunggulan kompetitif menjadi peningkatan volume kontrak serta pendapatan yang berkelanjutan (Wan et al., 2011). Fenomena ini dapat dijelaskan melalui sudut pandang teori sinyal (signalling theory), di mana pertumbuhan penjualan yang konsisten dipandang sebagai indikator positif oleh pasar mengenai stabilitas arus kas dan prospek profitabilitas di masa depan. Akibatnya, investor cenderung memberikan apresiasi berupa valuasi yang lebih tinggi bagi perusahaan yang menunjukkan performa pertumbuhan yang sehat dan berkualitas (Aydogmus et al., 2022). Secara teoretis, dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan penjualan yang terkelola dengan baik pada sektor infrastruktur akan memberikan dampak positif terhadap profitabilitas maupun nilai perusahaan secara keseluruhan.

Dukungan empiris memperkuat argumen bahwa terdapat korelasi positif antara ekspansi perusahaan dengan kinerja keuangan, meskipun hubungan ini sangat dipengaruhi oleh efisiensi pengelolaan sumber daya serta ketepatan struktur pembiayaan. Sebagai contoh, penelitian oleh Cheratian et al. (2024) di Iran menggarisbawahi bahwa kontribusi pertumbuhan penjualan terhadap kinerja keuangan hanya akan optimal jika didukung oleh kebijakan pembiayaan yang konservatif dan alokasi modal yang berfokus pada investasi produktif. Sejalan dengan itu, Callen & Fernandez (2019) menemukan bahwa

dalam kondisi ketidakpastian ekonomi, perusahaan yang menerapkan strategi pertumbuhan selektif tetap mampu menjaga margin profitabilitasnya, meskipun dinamika antara pertumbuhan dan profitabilitas bisa sangat bervariasi tergantung pada arah strategi ekspansi yang diambil.

Di wilayah Asia Pasifik, Yadav et al. (2022) menegaskan bahwa pertumbuhan perusahaan berhubungan erat dengan peningkatan profitabilitas, khususnya pada organisasi yang mampu mengeksekusi fase ekspansi secara efisien sesuai karakteristik pasar. Studi ini menekankan bahwa disiplin dalam mengelola pertumbuhan tidak hanya memperkuat fundamental keuangan, tetapi juga memperkuat daya tarik perusahaan di mata para pemangku kepentingan. Lebih lanjut, Mehmood et al. (2019) mengonfirmasi temuan serupa di Asia Selatan, namun memberikan catatan bahwa pengaruh pertumbuhan terhadap nilai pasar tetap dimoderasi oleh faktor ukuran perusahaan dan struktur keuangan. Secara kolektif, literatur ini menunjukkan bahwa pada industri infrastruktur, pertumbuhan penjualan yang didorong oleh efisiensi operasional dan pengendalian finansial yang ketat berpotensi besar dalam meningkatkan margin laba serta memperkuat reputasi perusahaan di pasar jangka panjang (Aydogmus et al., 2022).

Berdasarkan sintesis dari kerangka teoretis dan bukti-bukti empiris yang telah dipaparkan, maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H3_a: Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H3_b: Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap profitabilitas.

2.3.4. Pengaruh Pertumbuhan Aset terhadap Nilai Perusahaan dan Profitabilitas

Dalam teori investasi perusahaan, pertumbuhan aset dipandang sebagai hasil keputusan investasi yang memperluas kapasitas ekonomi perusahaan melalui penambahan aset tetap maupun aset lancar yang menunjang kegiatan operasional dan proyek jangka panjang. Namun, ketika ekspansi aset tidak diimbangi peningkatan kemampuan menghasilkan laba, penambahan total aset justru dapat menurunkan rasio kinerja karena nilai total aset menjadi pembagi dalam perhitungan indikator seperti return on assets ROA maupun rasio nilai pasar berbasis aset. Secara akuntansi, kenaikan aset yang lebih cepat daripada pertumbuhan laba akan menekan ROA, dan dalam konteks rasio pasar seperti Tobin's Q, ekspansi aset yang tidak diikuti peningkatan nilai pasar ekuitas dapat menyebabkan penurunan rasio tersebut karena nilai buku aset di sisi denominator meningkat lebih cepat dibandingkan penyesuaian nilai pasar di sisi numerator (Tharavanij, 2024). Bukti empiris juga menunjukkan bahwa di berbagai pasar, perusahaan dengan laju pertumbuhan aset yang tinggi tetapi tidak produktif justru cenderung mengalami penurunan kinerja keuangan dan valuasi pasar, karena investor memandang ekspansi tersebut sebagai sinyal overinvestment dan penggunaan sumber daya yang kurang efisien (Yao et al., 2011).

Dari perspektif Resource-Based View RBV, pertumbuhan aset idealnya mencerminkan proses akumulasi sumber daya yang mendukung keunggulan

bersaing jangka panjang, tetapi hanya jika aset yang ditambahkan dapat diorkestrasi secara efektif melalui kapabilitas manajerial dan operasional yang memadai. Dalam praktiknya, pertumbuhan aset yang terlalu agresif sering kali menimbulkan kompleksitas organisasional, kapasitas menganggur, dan beban biaya tetap yang lebih besar, sehingga menekan margin laba dan mengurangi efisiensi pemanfaatan aset. Hal ini selaras dengan temuan studi internasional mengenai “asset growth anomaly”, yang mendokumentasikan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan aset tinggi cenderung mengalami penurunan profitabilitas dan menghasilkan imbal hasil saham yang lebih rendah di periode berikutnya, karena ekspansi aset tidak sepenuhnya terserap oleh peningkatan penjualan dan arus kas (Cao, 2011). Secara logis, ketika perusahaan menambah aset lebih cepat daripada kemampuannya meningkatkan penjualan dan laba, ROA akan turun karena laba menjadi relatif kecil terhadap total aset, dan nilai pasar relatif terhadap aset juga melemah, sehingga pertumbuhan aset dapat berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas, khususnya sektor infrastruktur yang padat modal.

Secara empiris, beberapa penelitian terkini mendukung pandangan bahwa pertumbuhan aset tidak selalu menguntungkan dan bahkan dapat berkorelasi negatif dengan kinerja keuangan. Penelitian pada perusahaan manufaktur di Nigeria, misalnya, menunjukkan bahwa pertumbuhan aset tetap (non-lancar) dan aset lancar berpengaruh signifikan negatif terhadap ROA, sementara itu pertumbuhan total aset cenderung tidak memperbaiki

profitabilitas (Mmuogbo et al., 2024). Studi lain yang menganalisis hubungan antara pertumbuhan aset dan indikator seperti Tobin's Q, market-to-book value, dan ROA di perusahaan publik juga menemukan bahwa pergerakan pertumbuhan aset seringkali berlawanan arah dengan peningkatan rasio nilai perusahaan dan profitabilitas, sehingga kenaikan aset yang tidak disertai peningkatan kinerja justru melemahkan indikator tersebut. Temuan tersebut mendukung konsep asset growth anomaly yang menyimpulkan bahwa agregat pertumbuhan aset merupakan prediktor negatif bagi kinerja dan pengembalian di masa depan, terutama ketika ekspansi didorong oleh motif empire building atau kesalahan proyeksi manajemen, bukan oleh peluang investasi yang benar-benar bernilai tambah (O'Donovan, 2021).

Dalam konteks sektor infrastruktur yang padat modal, pola tersebut menjadi sangat relevan. Proyek infrastruktur umumnya membutuhkan investasi aset yang besar dengan periode payback yang panjang, sehingga setiap penambahan aset akan segera tercermin dalam kenaikan total asset di neraca, sementara kontribusi laba baru muncul secara bertahap. Jika perusahaan mempercepat pertumbuhan aset melalui ekspansi proyek tanpa perencanaan permintaan dan kapasitas yang matang, ROA akan turun karena laba belum sebanding dengan aset yang telah dibukukan, dan rasio nilai berbasis aset seperti Tobin's Q dapat menurun ketika pasar menilai ekspansi tersebut sebagai berisiko atau kurang efisien. Cyril & Singla (2020) menunjukkan bahwa perbedaan profitabilitas antar sub-sektor real estate, konstruksi industri, dan infrastruktur di India banyak dipengaruhi oleh

struktur aset jangka panjang, likuiditas, efisiensi, dan pengelolaan leverage. Penelitian tentang asset growth anomaly (anomali pertumbuhan aset) juga membuktikan bahwa lonjakan aset perusahaan yang terlalu agresif rentan memicu kejatuhan nilai saham perusahaan pada periode-periode berikutnya. Dimana perilaku manajemen yang kerap terjebak dalam overinvestment dengan berinvestasi pada proyek-proyek bernilai marjinal rendah. Akibatnya, ketika volume aset membengkak tajam tanpa diimbangi dengan kapasitas pencetakan laba yang proporsional, beban operasional dan biaya penyusutan otomatis menekan tingkat profitabilitas, yang pada akhirnya menggerus metrik pengembalian aset (ROA) secara signifikan (Cooper et al., 2008). Oleh karena itu, bagi perusahaan infrastruktur di Indonesia, pertumbuhan aset yang terlalu agresif berpotensi menekan profitabilitas dan nilai perusahaan, baik melalui mekanisme penurunan efisiensi pemanfaatan aset maupun melalui efek denominator pada rasio keuangan dan pasar.

Jika ditarik ke dalam kacamata Resource-Based View (RBV), kegagalan ekspansi aset ini menjadi sangat logis dan memiliki pijakan teori yang kuat. Teori RBV pada dasarnya memandang bahwa keunggulan bersaing sebuah entitas bisnis tidak diukur dari seberapa "gemuk" total aset fisiknya, melainkan dari kapabilitas perusahaan dalam meracik sumber daya bernilai tinggi, langka, dan sulit ditiru (valuable, rare, inimitable). Penambahan aset secara masif yang sekedar berorientasi pada kuantitas tanpa dibarengi dengan keunggulan kapabilitas operasional untuk mengelolanya hanya akan menghasilkan sumber daya yang tidak efisien (idle capacity).

Aset-aset baru tersebut gagal bertransformasi menjadi kompetensi inti dan justru membebani struktur modal serta fleksibilitas keuangan perusahaan. Dengan demikian, sinkronisasi antara logika teori RBV dan bukti empiris anomali investasi menunjukkan bahwa penambahan aset yang tidak strategis justru bertindak sebagai beban yang menghancurkan kekayaan pemegang saham. Berpijak pada alur argumentasi teoritis dan empiris ini, maka hipotesis keempat adalah:

H4_a: Pertumbuhan aset berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

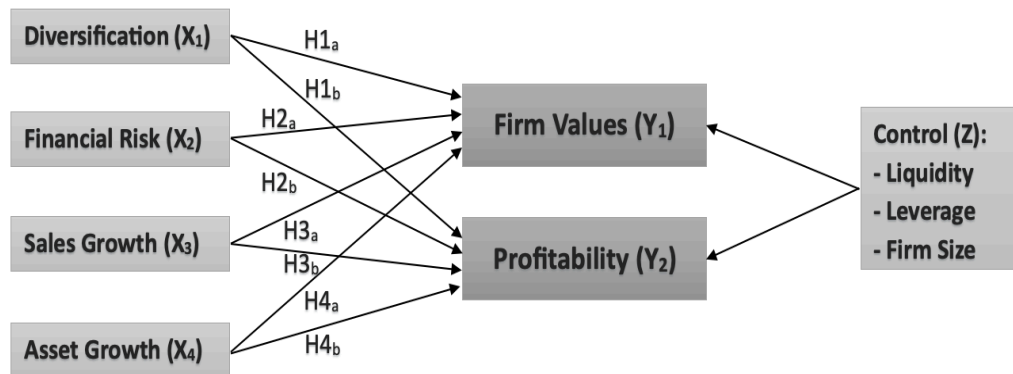
H4_b: Pertumbuhan aset berpengaruh negatif terhadap profitabilitas.

2.4. Kerangka Konsep Penelitian

Kerangka konsep penelitian ini berangkat dari pandangan bahwa nilai pasar dan kinerja keuangan perusahaan infrastruktur merupakan hasil dari kombinasi keputusan strategi dan kondisi keuangan perusahaan. Diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset diposisikan sebagai variabel independen yang secara langsung mempengaruhi dua variabel dependen, yaitu nilai perusahaan (menggunakan Tobin's Q) dan profitabilitas (misalnya ROA). Diversifikasi merepresentasikan cara perusahaan memperluas sumber-sumber pendapatan melalui perluasan produk atau lini bisnis, risiko keuangan mencerminkan stabilitas struktur pendanaan dan volatilitas arus kas, sedangkan pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan aset menunjukkan dinamika ekspansi usaha dan akumulasi sumber daya. Kerangka ini didasari RBV yang memandang bahwa strategi-

strategi tersebut merupakan bentuk pemanfaatan dan pengembangan resources dan capabilities yang apabila dikelola efektif akan meningkatkan kemampuan perusahaan menciptakan laba dan nilai pasar.

Di sisi lain, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan diproyeksi sebagai variabel kontrol pada model empiris untuk menangkap pengaruh karakteristik keuangan dasar yang memiliki kapasitas untuk mempertegas maupun memitigasi dampak variabel independen terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas. Likuiditas dimaknai sebagai kapasitas perusahaan dalam menyelesaikan kewajiban jangka pendek dan menjaga kelancaran proyek, leverage sebagai proporsi pendanaan berbasis utang yang menentukan tingkat risiko dan fleksibilitas keuangan, sedangkan ukuran perusahaan sebagai proksi skala sumber daya dan kekuatan pasar. Dengan mengintegrasikan variabel-variabel ini dalam satu kerangka, penelitian ini berupaya menggambarkan bagaimana kombinasi strategi diversifikasi, manajemen risiko, dan pertumbuhan, yang dioperasikan dalam batasan likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan secara simultan membentuk kinerja laba dan nilai pasar perusahaan sektor infrastruktur yang ada di Indonesia.



Gambar 1. Kerangka Konsep Penelitian

Keterangan:

a) Variabel independen (X):

- Diversification (X₁): tingkat penyebaran segmen usaha/produk.
- Financial Risk (X₂): diukur melalui volatilitas arus kas.
- Sales Growth (X₃): perubahan persentase penjualan/pendapatan dari periode sebelumnya.
- Asset Growth (X₄): perubahan persentase total aset dari periode sebelumnya.

b) Variabel dependen (Y):

- Nilai Perusahaan / Firm Values (Y₁): proxied dengan Tobin's Q.
- Profitabilitas / Profitability (Y₂): diukur melalui ROA.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Jenis dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan pendekatan berbasis data panel, karena berfokus pada pengujian hubungan statistik antara beberapa variabel independen (diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset) dengan variabel dependen (nilai perusahaan dan profitabilitas) serta variabel kontrol berupa likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan. Pendekatan kuantitatif memungkinkan pengukuran setiap konstruk dalam bentuk data numerik dan pengujian hipotesis secara objektif melalui model ekonometrika, sehingga pola hubungan antar variabel keuangan dapat diidentifikasi secara sistematis. Dalam konteks studi keuangan perusahaan, penggunaan data panel lazim diterapkan untuk menganalisis pengaruh karakteristik perusahaan terhadap indikator kinerja seperti ROA, ROE, maupun rasio nilai pasar pada beberapa perusahaan dan periode observasi sekaligus (Osterrieder et al., 2020).

Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi data panel karena data yang diteliti mencakup banyak perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia yang diamati selama beberapa tahun, sehingga mengandung dimensi cross-section dan time series secara bersamaan. Regresi data panel dipilih karena keandalannya dalam menangkap dinamika perubahan variabel keuangan dari waktu ke waktu sekaligus mengendalikan heterogenitas tidak

teramati antar perusahaan, misalnya perbedaan praktek manajerial atau karakteristik struktural yang relatif konstan. Dalam literatur keuangan, model regresi panel baik common effect model (CEM), fixed effect model (FEM), maupun random effect model (REM) banyak digunakan untuk menganalisis determinan kinerja dan profitabilitas lembaga keuangan maupun perusahaan non-keuangan. Sebagaimana ditunjukkan oleh studi tentang determinan profitabilitas yang menggunakan pendekatan regresi panel model fixed effect pada data tidak seimbang untuk menguji pengaruh faktor internal dan eksternal terhadap ROA dan net interest margin (Al-Harbi, 2019). Pendekatan serupa juga diadopsi dalam penelitian yang menganalisis pengaruh berbagai rasio keuangan terhadap kinerja perusahaan dengan menggunakan regresi panel sebagai alat utama untuk menguji bagaimana hubungan antar variabel keuangan secara simultan dalam kerangka empiris yang lebih robust.

Model random effect juga diandalkan sebagai kerangka estimasi yang paling pas untuk membaca pergerakan Tobin's Q. Penggunaan model random effect ini didasari oleh asumsi logis bahwa karakteristik spesifik tiap perusahaan yang tidak teramati (unobserved heterogeneity) menyebar secara acak dan tidak saling bergesekan dengan variabel penjelasnya. Melalui spesifikasi REM tersebut, studi tentang tata kelola dan nilai perusahaan pada emerging market berhasil memetakan secara presisi parameter pengujian yang jauh lebih efisien dan bebas bias, sekaligus mengonfirmasi bahwa metode ini sangat solid untuk menguji determinasi nilai perusahaan (Miao et al., 2023).

Kerangka teoritis penelitian ini bertumpu pada perspektif RBV yang memandang diversifikasi, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset sebagai bentuk pemanfaatan dan perluasan basis sumber daya, sedangkan likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan diposisikan sebagai kondisi keuangan yang mempengaruhi kemampuan perusahaan mengonversi sumber daya tersebut menjadi kinerja keuangan dan nilai pasar (Wan et al., 2011). Oleh karena itu, penggunaan kerangka kerja ini dianggap sangat relevan untuk mengevaluasi secara empiris kapasitas penjelas dari perpaduan strategi dan profil keuangan terhadap fluktuasi nilai perusahaan (seperti Tobin's Q) serta tingkat profitabilitas (misalnya ROA). Pendekatan tersebut memungkinkan dilakukannya analisis yang komprehensif dalam satu model terintegrasi, khususnya bagi entitas bisnis di sektor infrastruktur Indonesia (Cheratian et al., 2024).

3.2. Populasi Penelitian

Populasi dalam kajian ini mencakup seluruh entitas di sektor infrastruktur yang telah mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan merujuk pada standar IDX Industrial Classification (IDX-IC). Secara spesifik, cakupan industri ini meliputi berbagai sub-sektor strategis, mulai dari operator bandara, penyedia jasa jalan tol dan rel, hingga pengelola pelabuhan. Selain itu, klasifikasi ini juga menyertakan perusahaan di bidang konstruksi berat dan teknik sipil, layanan telekomunikasi, serta penyedia utilitas listrik dan gas.

Penetapan sektor infrastruktur sebagai objek penelitian didorong oleh karakteristik fundamental industri ini yang bersifat padat modal (*capital intensive*) dan memiliki profil risiko yang cukup tinggi. Mengingat operasionalnya sangat terikat pada dinamika siklus proyek, aspek-aspek seperti strategi diversifikasi, manajemen risiko finansial, serta pertumbuhan aset dan penjualan menjadi variabel yang sangat krusial untuk dianalisis (Cyril & Singla, 2020). Lebih jauh lagi, pemilihan sektor ini didorong oleh posisinya yang kerap menjadi fokus dalam literatur global mengenai korelasi antara diversifikasi dan performa keuangan. Dengan demikian, studi ini diharapkan mampu memberikan perspektif komparatif yang berharga dalam bingkai ekonomi negara berkembang (Horta et al., 2016).

Populasi penelitian ditetapkan sebanyak 79 perusahaan bergerak pada sektor infrastruktur yang aktif di bursa efek selama periode observasi tahun 2020 hingga 2024 dan mempublikasi laporan keuangan sesuai kebutuhan variabel penelitian. Seluruh perusahaan yang memenuhi kriteria kelengkapan data dimasukkan dalam struktur data panel dan dianalisis menggunakan model yang sesuai seperti *fixed effect* maupun *random effect*, sehingga variasi kinerja antar perusahaan dapat dikaji dengan tetap mengendalikan karakteristik tidak teramati yang relatif konstan sepanjang waktu (Yousaf, 2025).

3.3. Data dan Sumber Data

Penelitian ini memanfaatkan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan teraudit yang dirilis oleh perusahaan infrastruktur melalui kanal atau sumber kredibel. Data sekunder dipilih karena memungkinkan peneliti mengukur variabel keuangan seperti nilai perusahaan (Tobin's Q), profitabilitas (ROA), diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aset, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan secara konsisten dalam rentang waktu tertentu (Mehmood et al., 2019). Penggunaan data sekunder berbasis laporan keuangan dan informasi pasar juga sejalan dengan praktik penelitian sebelumnya yang menginvestigasi signifikansi pengaruh diversifikasi, pertumbuhan dan struktur modal terhadap kinerja dan nilai pasar di berbagai negara (Azman et al., 2022).

Seluruh data yang diperlukan untuk penelitian ini, seperti data laba bersih, total aset, total liabilitas, pendapatan per segmen, dan data keuangan relevan lainnya, akan diakses dan dikumpulkan melalui situs idx.co.id, stockbit.com dan/atau situs resmi perusahaan. Penggunaan data yang telah diaudit dan dipublikasikan secara resmi ini memastikan objektivitas dan keandalan data yang akan diuji.

Jenis data yang dikolektif meliputi data tahunan dari tahun 2020 hingga 2024 dengan total 392 observasi, dimana terdapat satu perusahaan yang baru berdiri 2 tahun. Data ini mencakup seluruh variabel penelitian, yaitu: pendapatan dari berbagai segmen usaha untuk mengukur proporsi diversifikasi, arus kas operasi untuk mengukur profil risiko keuangan, laba

bersih dan total aset untuk menghitung profitabilitas dan ukuran perusahaan, total utang untuk menghitung leverage, pertumbuhan penjualan dan aset, serta rasio likuiditas.

Nilai perusahaan kemudian diproksikan dengan rasio Tobin's Q, yang lazim digunakan dalam literatur keuangan untuk merefleksikan bagaimana pasar menilai aset perusahaan secara relatif terhadap nilai bukunya (Alipour & Pejman, 2015). ROA diadopsi sebagai parameter profitabilitas untuk memotret kemampuan manajerial dalam menciptakan laba bersih dari setiap aset yang dikelola. Pertumbuhan penjualan dihitung dari persentase perubahan penjualan antara periode saat ini dengan kurun waktu sebelumnya, sedangkan pertumbuhan aset diukur dari persentase perubahan total aset dalam periode yang sama, sesuai pendekatan yang digunakan studi-studi tentang pertumbuhan perusahaan dan kinerja keuangan (Cyril & Singla, 2020).

Variabel kontrol likuiditas akan diukur dengan current ratio atau indikator serupa yang menginterpretasikan kemampuan perusahaan memenuhi liabilitas jangka pendek, sementara leverage diproksi dengan rasio utang terhadap ekuitas atau aset untuk mencerminkan tingkat risiko keuangan yang ditanggung perusahaan (Ahmed et al., 2023). Ukuran perusahaan akan ditentukan berdasarkan transformasi logaritma natural (Ln) atas keseluruhan aset atau ukuran lain yang lazim digunakan dalam penelitian terdahulu mengenai hubungan antara ukuran, pertumbuhan, dan profitabilitas (Yadav et al., 2022). Kombinasi variabel dan sumber data ini disusun mengikuti praktik

empiris atas hasil pengujian pengaruh diversifikasi, risiko, dan pertumbuhan terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan di berbagai konteks industri dan negara (Alipour & Pejman, 2015).

Dalam kerangka empiris penelitian ini, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan dimasukkan sebagai variabel kontrol karena ketiganya secara konsisten dilaporkan berpengaruh terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan dalam studi keuangan korporat berbasis data panel (Alipour & Pejman, 2015). Namun demikian, variabel-variabel tersebut tidak ditempatkan sebagai fokus utama analisis, melainkan berperan untuk memastikan bahwa estimasi pengaruh diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan dan juga aset terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas telah mengendalikan perbedaan kondisi struktur keuangan dan skala perusahaan. Dengan demikian, interpretasi hasil penelitian akan lebih terarah pada kontribusi dimensi strategi korporat dan pertumbuhan terhadap kinerja perusahaan sektor infrastruktur, tanpa mengabaikan peran dasar karakteristik keuangan yang mendasari.

3.4. Definisi Operasional Variabel

Secara rinci variabel yang dilibatkan untuk penelitian meliputi variabel independen, variabel dependen, dan variabel kontrol. Definisi secara operasional dan bagaimana pengukuran dilakukan akan dijelaskan secara komprehensif, untuk memastikan validitas dan reliabilitas penelitian. Penentuan definisi operasional dan rumus pengukuran merujuk pada praktik umum dalam riset keuangan perusahaan dan studi empiris terdahulu yang

tercantum dalam daftar referensi. Dengan demikian, data yang dihasilkan dapat dikorelasikan serta divalidasi melalui perbandingan dengan hasil studi terdahulu (Yadav et al., 2022).

3.3.1. Variabel Independen:

a) Diversifikasi / Diversification (X_1)

Diversifikasi dalam penelitian ini didefinisikan sebagai sejauh mana perusahaan infrastruktur mengembangkan kegiatan usaha dan sumber pendapatan ke lebih dari satu segmen bisnis, produk, atau jenis proyek, baik yang masih terkait maupun tidak terkait dengan bisnis utamanya. Diversifikasi dipandang sebagai strategi korporat untuk menyebar risiko dan memperluas basis pendapatan, dengan asumsi bahwa pengelolaan portofolio yang tepat dapat memperbaiki stabilitas arus kas, profitabilitas, dan akhirnya nilai perusahaan [(Gyan et al., 2017); (Westerman et al., 2020)].

Secara operasional, diversifikasi diukur menggunakan indeks konsentrasi pendapatan antar segmen yang merefleksikan seberapa besar kontribusi masing-masing segmen terhadap total pendapatan perusahaan. Mengacu pada praktik pengukuran diversifikasi pada perusahaan multisekmen, nilai indeks dihitung berdasarkan proporsi pendapatan setiap segmen terhadap total pendapatan, sehingga semakin besar nilai indeks menunjukkan tingkat diversifikasi yang lebih beragam (Azman et al., 2020). Pendekatan ini sejalan dengan

pengukuran diversifikasi berbasis pendapatan yang banyak digunakan pada studi sektor konstruksi, energi, dan keuangan, karena mampu menangkap struktur portofolio bisnis perusahaan secara kuantitatif dan konsisten dari laporan keuangan tahunan [(Adam et al., 2022); (Ashraf & Nazir, 2025)]. Pendekatan yang banyak digunakan dalam penelitian salah satunya adalah indeks konsentrasi pendapatan antar-segmen menggunakan Berry-Herfindahl Index (BHI) atau 1-HHI untuk mengukur tingkat konsentrasi pendapatan antar-segmen dalam suatu perusahaan, dengan formula yang digunakan Kwak et al. (2025) adalah sebagai berikut:

$$DIV = 1 - \sum_{k=1}^n (P_k)^2$$

Keterangan Komponen:

- DIV: Indeks Diversifikasi (semakin mendekati 1, perusahaan semakin terdiversifikasi; mendekati 0, perusahaan semakin fokus pada satu bidang).
- P_k : Proporsi pendapatan dari segmen bisnis atau produk k terhadap total pendapatan perusahaan.
- n : Jumlah total segmen bisnis atau kategori produk yang dikerjakan oleh perusahaan infrastruktur tersebut. Semakin banyak segmen aktif (dengan $P_k > 0$), semakin besar potensi diversifikasi portofolio pendapatan.

b) Risiko Keuangan / Financial Risk (X_2)

Risiko keuangan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai tingkat ketidakpastian terkait dengan kemampuan untuk memenuhi kewajiban finansial perusahaan, yang tercermin dari sensitivitas perusahaan terhadap perubahan arus kas, struktur pendanaan, dan tekanan likuiditas jangka pendek maupun jangka panjang. Risiko ini meningkat ketika perusahaan sangat bergantung pada pendanaan berbasis utang, menghadapi volatilitas arus kas operasi yang tinggi, atau beroperasi dalam lingkungan bisnis yang tidak stabil (Mehmood et al., 2019). Dalam konteks sektor infrastruktur yang mengelola proyek berjangka panjang dan padat modal, risiko keuangan menjadi dimensi penting karena pola arus kas yang fluktuatif dan kebutuhan pembiayaan yang besar dapat memperbesar probabilitas financial distress jika tidak dikelola secara hati-hati (Geelen et al., 2024).

Secara operasional, risiko keuangan diukur menggunakan indikator volatilitas arus kas operasi relatif terhadap total aset, yang menginterpretasikan seberapa besar ketidakpastian kapabilitas perusahaan menghasilkan kas dari aktivitas operasional terhadap basis aset yang dimilikinya sepanjang periode pengamatan. Ukuran ini sejalan dengan pendekatan yang digunakan dalam studi volatilitas arus kas dan penggunaan utang, di mana standar deviasi atas arus kas operasi dibagi dengan total aset dianggap sebagai proksi yang mencerminkan tingkat ketidakstabilan kemampuan internal perusahaan

untuk membiayai kewajiban dan investasinya (O'Connor Keefe & Nguyen, 2023). Secara matematis, risiko keuangan (FR) dirumuskan sebagai:

$$FR_i = \left(\frac{SD (CFO_i / TA_i)}{CFO_i / TA_i} \right)$$

Keterangan Komponen:

- FR_i : Indeks risiko keuangan perusahaan i ; semakin tinggi nilainya, semakin besar volatilitas kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas operasi relatif terhadap aset dan rata-rata kinerjanya, sehingga diinterpretasikan sebagai risiko keuangan yang lebih tinggi.
- CFO_i : Cash flow operation (arus kas operasi) perusahaan i pada suatu periode, yaitu kas bersih yang dihasilkan dari aktivitas operasi utama perusahaan (penjualan jasa/proyek dikurangi pengeluaran operasional kas rutin).
- TA_i : Total aset yang dimiliki perusahaan i pada periode yang sama, mencerminkan seluruh sumber daya ekonomi yang dikuasai perusahaan dan digunakan sebagai pembagi untuk menstandarisasi CFO agar dapat dibandingkan antar perusahaan dan antar waktu.
- CFO_i/TA_i : Rasio arus kas operasi terhadap total aset perusahaan i pada setiap tahun pengamatan; menggambarkan kemampuan aset perusahaan menghasilkan kas operasional.

- $SD(CFO_i/TA_i)$: Standar deviasi dari rasio CFO_i/TA_i selama seluruh periode penelitian untuk perusahaan i , yang mengukur tingkat volatilitas atau ketidakstabilan arus kas operasi relatif terhadap aset. Semakin besar standar deviasi, semakin berfluktuasi kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari operasinya.
- $\overline{CFO_i/TA_i}$: Nilai rata-rata rasio CFO_i/TA_i selama periode penelitian untuk perusahaan i ; digunakan sebagai pembanding (skala) sehingga volatilitas diukur relatif terhadap kinerja kas normal perusahaan, bukan hanya besarnya fluktuasi absolut.

Dengan konstruksi tersebut, FR_i menangkap tingkat ketidakpastian kemampuan internal perusahaan membiayai kewajiban dan investasi dari kas operasi terhadap basis asetnya; pendekatan volatilitas arus kas ini sejalan dengan praktik pengukuran risiko keuangan dan risiko penggunaan utang dalam studi keuangan korporat kontemporer (Keefe & Nguyen, 2023).

c) Pertumbuhan Penjualan / Sales Growth (X_3)

Naik turunnya angka penjualan menjadi cermin sejauh mana perusahaan mampu memperluas pangsa pasarnya dan mendatangkan pemasukan dan sering dipandang sebagai indikator keberhasilan strategi pemasaran, ekspansi pasar, dan inovasi produk (Cheratian et al., 2024). Studi empiris menunjukkan jika laju pertumbuhan penjualan atau pendapatan yang tinggi umumnya perusahaan memiliki potensi besar

untuk meningkatkan profitabilitas dan nilai pasar, terutama jika pertumbuhan tersebut didukung efisiensi operasional dan manajemen biaya yang baik (Callen & Fernandez, 2019).

Dalam penelitian ini, pertumbuhan penjualan diukur dengan persentase perubahan penjualan bersih dari periode lampau ke periode setelahnya, menggunakan rumus:

$$SG_{i,t} = \left(\frac{Sales_{i,t} - Sales_{i,t-1}}{Sales_{i,t-1}} \right) \times 100\%$$

Keterangan Komponen:

- $SG_{i,t}$: Tingkat pertumbuhan penjualan /pendapatan (dalam persen) perusahaan i pada periode t, digunakan sebagai indikator seberapa cepat pendapatan perusahaan bertumbuh dibanding periode sebelumnya.
- $Sales_{i,t}$: Penjualan bersih (net sales) perusahaan i pada periode t, yaitu total pendapatan dari penjualan setelah dikurangi retur dan potongan penjualan sebagaimana disajikan dalam laporan laba rugi tahunan.
- $Sales_{i,t-1}$: Penjualan bersih (net sales) perusahaan i pada periode sebelumnya (periode t-1), digunakan sebagai basis pembandingan untuk menghitung perubahan relatif penjualan.
- Faktor $\times 100\%$ digunakan untuk mengubah rasio menjadi persentase sehingga lebih mudah diinterpretasikan dan dibandingkan antar perusahaan serta antar periode.

Nilai yang menunjukkan arah positif mengindikasikan adanya peningkatan penjualan (pertumbuhan), sedangkan nilai dengan arah negatif menunjukkan adanya penurunan penjualan (kontraksi). Pola pertumbuhan yang konsisten dan berkelanjutan umumnya dikaitkan dengan peluang profitabilitas yang lebih baik dan peningkatan nilai perusahaan, terutama ketika ekspansi penjualan diiringi pengelolaan biaya dan efisiensi operasional yang memadai (Callen & Fernandez, 2019).

d) Pertumbuhan Aset / Asset Growth (X_4)

Pertumbuhan aset dalam penelitian ini didefinisikan sebagai peningkatan atau penurunan total aset yang dimiliki perusahaan pada suatu periode ke periode berikutnya, yang mencerminkan sejauh mana perusahaan memperluas kapasitas ekonominya melalui akumulasi aset lancar maupun aset tidak lancar sebagai bagian dari strategi ekspansi pasar dan investasi jangka panjang (Alipour & Pejman, 2015). Pertumbuhan aset yang dikelola secara hati-hati umumnya dipandang sebagai sinyal ekspansi yang berpotensi meningkatkan kapabilitas perusahaan untuk menghasilkan pendapatan dan arus kas di masa mendatang, selama penambahan aset tersebut diikuti dengan pemanfaatan yang produktif dan efisien (Callen & Fernandez, 2019). Dalam konteks perusahaan non-keuangan, dinamika pertumbuhan aset juga sering dikaitkan dengan fase siklus hidup perusahaan serta

kapasitasnya untuk mempertahankan kinerja di tengah perubahan kondisi pasar (Doucoure & Diagne, 2020).

Secara operasional, pertumbuhan aset diukur menggunakan persentase perubahan total aset dari periode sebelumnya ke periode setelahnya. Rumus yang digunakan adalah:

$$AG_{i,t} = \left(\frac{TA_{i,t} - TA_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} \right) \times 100\%$$

Keterangan Komponen:

- $AG_{i,t}$: Tingkat pertumbuhan aset perusahaan i pada periode t, dinyatakan dalam persen. Nilai ini menggambarkan seberapa besar perubahan ukuran basis aset perusahaan dari tahun sebelumnya ke tahun berjalan.
- $TA_{i,t}$: Total aset perusahaan i pada periode t, yaitu jumlah seluruh aset lancar dan tidak lancar sebagaimana disajikan pada laporan posisi keuangan pada akhir tahun. Komponen ini menginterpretasikan kapabilitas atas sumber daya yang dikuasai perusahaan pada periode berjalan.
- $TA_{i,t-1}$: Total Aset perusahaan i pada periode sebelumnya (periode t-1), digunakan sebagai basis pembandingan untuk menghitung perubahan relatif aset dari waktu ke waktu.
- Faktor $\times 100\%$ digunakan untuk mengubah rasio menjadi persentase sehingga lebih mudah diinterpretasikan dan dibandingkan antar perusahaan serta antar periode.

Nilai pertumbuhan aset yang positif menunjukkan ekspansi kapasitas, sedangkan nilai negatif mengindikasikan penyusutan atau pelepasan aset, sehingga variabel ini mampu menangkap dinamika investasi dan ekspansi perusahaan infrastruktur selama periode observasi (Yadav et al., 2022).

3.3.2. Variabel Dependen:

a) Nilai Perusahaan / Firm Value (Y_1)

Nilai perusahaan dalam penelitian ini dipahami sebagai bagaimana pasar memandang kualitas prospek dan kinerja suatu entitas secara keseluruhan, yang tercermin dari cara investor menilai aset perusahaan di atas atau di bawah nilai bukunya di pasar modal. Rasio pasar terhadap nilai buku aset sering digunakan untuk menangkap kombinasi ekspektasi pertumbuhan, efisiensi operasional, dan persepsi risiko, sehingga menjadi indikator yang komprehensif atas keberhasilan manajemen atas pengelolaan sumber daya secara efektif dan efisien (Alipour & Pejman, 2015). Dalam literatur keuangan, salah satu ukuran yang banyak digunakan untuk merepresentasikan nilai perusahaan adalah Tobin's Q, karena rasio ini secara substansial menyandingkan valuasi pasar perusahaan dengan biaya substitusi asetnya guna memotret ekspektasi pasar. Melalui perbandingan ini, dapat teridentifikasi apakah pasar memberikan apresiasi tinggi terhadap

prospek ekspansi perusahaan atau justru memberikan sinyal adanya penurunan kinerja (underperformance) (Liu et al., 2019).

Secara operasional, variabel nilai perusahaan dalam kajian ini direpresentasikan melalui penggunaan rasio Tobin's Q yang telah dimodifikasi sebagai instrumen pengukuran utamanya (Aydogmus et al., 2022), dengan rumus:

$$TQ_{i,t} = \left(\frac{MVEquity_{i,t} + BVDebt_{i,t}}{TA_{i,t}} \right)$$

Keterangan Komponen:

- $TQ_{i,t}$: Nilai Tobin's Q perusahaan i pada periode t, digunakan sebagai indikator nilai perusahaan. Besaran nilai ini menggambarkan preferensi pasar dalam menghargai aset perusahaan jika dibandingkan nilai buku aset.
- $MVEquity_{i,t}$: Nilai pasar ekuitas perusahaan i pada periode t, dihitung dengan menggunakan harga saham penutupan akhir tahun atas lembar saham yang beredar. Komponen ini mencerminkan penilaian pasar terhadap bagian perusahaan yang dimiliki pemegang saham.
- $BVDebt_{i,t}$: Nilai buku dari total utang atau liabilitas perusahaan i pada periode t, biasanya diambil dari pos "total liabilities" dalam laporan posisi keuangan. Nilai ini digunakan sebagai pendekatan nilai pasar klaim kreditur ketika data nilai pasar utang tidak tersedia secara rinci.

- $TA_{i,t}$: Total aset perusahaan i pada periode t , sebagaimana tercatat dalam laporan posisi keuangan. Komponen ini merepresentasikan nilai buku keseluruhan sumber daya yang dikuasai perusahaan, yang menjadi pembagi untuk menormalkan besaran klaim ekuitas dan utang.

Nilai Tobin's $Q > 1$ mengindikasikan bahwa pasar menilai perusahaan memiliki peluang pertumbuhan dan kemampuan penciptaan nilai yang tinggi, karena aset dihargai lebih tinggi daripada biaya perolehannya. Sebaliknya, Tobin's $Q \leq 1$ mengindikasikan bahwa pasar dalam menilai perusahaan belum sepenuhnya mampu mengoptimalkan aset yang dimiliki atau menghadapi prospek yang lebih terbatas (Aydogmus et al., 2022).

b) Profitabilitas / Profitability (Y_2)

Profitabilitas dalam penelitian ini dipahami sebagai kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan memanfaatkan seluruh sumber daya yang dimiliki, sehingga menjadi salah satu indikator utama untuk menilai kinerja dan kesehatan keuangan jangka panjang (Mehmood et al., 2019). Di banyak studi keuangan korporat, profitabilitas sering diukur menggunakan return on assets (ROA) yang dapat menunjukkan tingkat efisiensi manajemen dalam mengonversi total aset menjadi laba, sehingga cocok digunakan untuk perbandingan antar perusahaan dengan skala aset yang berbeda (Aydogmus et al., 2022). Secara operasional, profitabilitas diukur dengan rumus:

$$ROA_{i,t} = \left(\frac{Net\ Income_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) \times 100\%$$

Keterangan Komponen:

- $ROA_{i,t}$: Return on assets perusahaan i pada periode t, digunakan sebagai proksi profitabilitas. Nilai yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan lebih efektif dalam pemanfaatan aset untuk mencatatkan laba operasi.
- $Net\ Income_{i,t}$: jumlah keuntungan yang tersisa setelah semua biaya, pajak, bunga, dan pengeluaran operasional dikurangi dari total pendapatan perusahaan i pada periode t. Komponen ini memberikan gambaran tentang kinerja operasi setelah dipengaruhi kebijakan pembiayaan dan akuntansi depresiasi
- $TA_{i,t}$: Total aset perusahaan i pada periode t, sebagaimana tercatat di laporan posisi keuangan, meliputi aset lancar dan tidak lancar. Besaran ini digunakan sebagai pembagi untuk menormalkan laba operasi terhadap skala sumber daya yang dikelola perusahaan.

Nilai ROA yang lebih tinggi menginterpretasikan adanya efektivitas manajemen dalam mengoptimalkan seluruh aset untuk menghasilkan keuntungan, yang pada gilirannya berpotensi meningkatkan daya tarik perusahaan di mata investor dan mendukung peningkatan nilai perusahaan (Cyril & Singla, 2020).

3.3.3. Variabel Kontrol:

Penggunaan variabel kontrol dalam model empiris dimaksudkan untuk menangkap pengaruh karakteristik keuangan dasar perusahaan yang juga mempengaruhi nilai perusahaan dan profitabilitas, sehingga estimasi pengaruh variabel utama seperti diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset menjadi lebih akurat dan tidak bias. Literatur keuangan membuktikan bahwa likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan secara konsisten berkaitan dengan kinerja dan nilai pasar, baik melalui kanal struktur permodalan, kapasitas pendanaan, maupun persepsi risiko oleh investor (Alipour & Pejman, 2015). Dengan memasukkan ketiga variabel ini sebagai kontrol, penelitian berupaya memastikan bahwa variasi nilai perusahaan dan profitabilitas yang ditangkap model lebih merefleksikan pengaruh variabel utama daripada sekadar perbedaan kondisi keuangan dasar antar perusahaan (Adam et al., 2022).

Secara khusus, leverage dan ukuran perusahaan sering diposisikan sebagai faktor yang memoderasi atau menyalurkan pengaruh keputusan korporasi terhadap kinerja, misalnya melalui biaya modal, kapasitas menanggung risiko, serta daya tawar perusahaan di pasar keuangan (Westerman et al., 2020). Likuiditas juga berperan penting karena tingkat ketersediaan aset lancar yang memadai dapat mengurangi risiko kesulitan keuangan dan mendukung stabilitas operasional, yang pada akhirnya berdampak pada kemampuan menciptakan laba dan menjaga kepercayaan investor (Ardekani, 2024). Dengan demikian, penyertaan likuiditas, leverage,

dan ukuran perusahaan dalam perannya sebagai variabel kontrol memungkinkan pengujian hubungan antara diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset dengan nilai perusahaan dan profitabilitas dilakukan dalam kerangka yang lebih robust dan terkontrol secara metodologis.

a) Likuiditas / Liquidity (Z_1)

Likuiditas dipahami sebagai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar yang tersedia, sehingga menjadi indikator penting untuk menilai kesehatan keuangan jangka pendek dan stabilitas operasional. Tingkat likuiditas yang memadai memungkinkan perusahaan mengelola arus kas operasi secara lancar, menghindari risiko gagal bayar, dan menjaga kepercayaan kreditor serta pemasok hal yang krusial bagi perusahaan infrastruktur yang sering menghadapi ketidakcocokan waktu antara pengeluaran proyek dan penerimaan kas kontraktual (Tang et al., 2024).

Secara operasional, likuiditas dihitung menggunakan current ratio (CR), yang merupakan rasio yang lazim digunakan untuk menilai kapabilitas perusahaan menutupi liabilitas jangka pendek dengan aset lancar yang dikuasai (Gustama & Danarsar, 2025). Rumus yang digunakan adalah:

$$CR_{i,t} = \left(\frac{Current\ Assets_{i,t}}{Current\ Liabilities_{i,t}} \right)$$

Keterangan Komponen:

- $CR_{i,t}$: Current ratio perusahaan i pada periode t , digunakan sebagai proksi likuiditas. Nilai ini menggambarkan seberapa banyak aset lancar tersedia untuk menutupi setiap unit liabilitas jangka pendek, sehingga menjadi indikator kapabilitas perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya.
- $Current\ Assets_{i,t}$: Total aset lancar perusahaan i pada periode t , meliputi kas dan setara kas, investasi jangka pendek, piutang usaha, persediaan, serta aset lancar lainnya yang dapat dikonversi menjadi kas atau digunakan dalam waktu satu tahun atau satu siklus operasi. Komponen ini mencerminkan sumber daya likuid yang dimiliki perusahaan untuk membiayai operasi jangka pendek.
- $Current\ Liabilities_{i,t}$: Total liabilitas (kewajiban) jangka pendek perusahaan i pada periode t , mencakup utang usaha, utang jangka pendek yang jatuh tempo dalam satu tahun, beban yang masih harus dibayar, serta kewajiban lancar lainnya yang harus diselesaikan dalam waktu satu tahun atau siklus operasi. Komponen ini merepresentasikan tekanan pembayaran jangka pendek yang dihadapi perusahaan.

Rasio $CR_{i,t} > 1$ mengindikasikan bahwa aset lancar melebihi liabilitas lancar, artinya perusahaan mampu menyelesaikan kewajiban jangka pendek dengan cadangan likuiditas yang memadai. Semakin tinggi nilai rasio (dalam batas wajar), semakin rendah risiko likuiditas

yang dihadapi perusahaan. Sedangkan $CR_{i,t} < 1$ menunjukkan bahwa liabilitas lancar melebihi aset lancar, yang dapat merefleksikan adanya hambatan likuiditas dalam penyelesaian liabilitas segera, yang pada gilirannya memperbesar probabilitas terjadinya tekanan keuangan (financial distress) bagi perusahaan, terutama jika kondisi ini berlangsung secara persisten (Gustama & Danarsar, 2025).

b) Leverage (Z_2)

Leverage dalam penelitian ini dipahami sebagai indikator ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan yang bersumber dari eksternal berbasis utang dalam struktur modalnya, yang secara langsung berkaitan dengan profil risiko keuangan dan kemampuan perusahaan dalam mengoptimalkan struktur permodalan untuk memaksimalkan pengembalian bagi pemegang saham (Keefe & Nguyen, 2023). Teori struktur modal menegaskan bahwa penggunaan utang dapat menciptakan leverage effect yang positif di mana laba atas ekuitas (ROE) meningkat ketika tingkat pengembalian aset melebihi biaya bunga utang, namun pada saat yang sama dapat memperbesar risiko kebangkrutan dan tekanan arus kas bila proporsi utang terlalu tinggi (Adam et al., 2023).

Hubungan leverage dengan profitabilitas dan nilai perusahaan bersifat non linier dan bergantung pada konteks, karena tingkat beban bunga yang signifikan dapat mengikis laba bersih setelah pajak, sementara leverage moderat dapat memperkuat kemampuan perusahaan

memanfaatkan peluang investasi tanpa mendilusi kepemilikan ekuitas (Dottling & Rola-Janicka, 2025). Oleh karena itu, leverage perlu dikontrol dalam model empiris untuk memastikan bahwa variasi nilai perusahaan dan profitabilitas yang ditangkap tidak terdistorsi oleh perbedaan struktur modal perusahaan satu dengan lainnya.

Secara operasional, leverage diukur menggunakan debt to asset ratio (DAR), yang membandingkan total utang atau liabilitas dengan total aset (Ahmed et al., 2023). Rumus yang digunakan adalah:

$$DAR_{i,t} = \left(\frac{Total\ Debt_{i,t}}{Total\ Asset_{i,t}} \right)$$

Keterangan Komponen:

- $DAR_{i,t}$: Debt to asset ratio perusahaan i pada periode t, digunakan sebagai proksi leverage atau struktur modal. Rasio ini merefleksikan proporsi total utang untuk membiayai aset yang dimiliki dan dikuasai perusahaan, yang menunjukkan sejauh mana aset perusahaan didanai oleh kreditor serta menjadi indikator tingkat risiko keuangan dan ketergantungan pada pendanaan eksternal.
- $Total\ Debt_{i,t}$: Total utang atau liabilitas perusahaan i pada periode t, mencakup utang baik jangka pendek maupun panjang yang diperoleh dari pihak eksternal. Komponen ini merepresentasikan seluruh klaim kreditor terhadap aset perusahaan dan menjadi sumber pembiayaan eksternal yang menimbulkan kewajiban pembayaran bunga dan pokok.

- Total Asset_{t,i}: Seluruh sumber daya yang dimiliki dan dikuasai oleh perusahaan *i* pada periode *t* sebagai akibat dari peristiwa masa lalu, yang diharapkan memberikan manfaat ekonomi di masa depan. Total aset merupakan penjumlahan dari aset lancar (seperti kas dan piutang) serta aset tidak lancar (seperti properti, peralatan, dan infrastruktur), yang pendanaannya bersumber baik dari liabilitas (utang) maupun ekuitas (modal).

Rasio DAR yang lebih tinggi menunjukkan ketergantungan yang lebih besar pada pembiayaan utang, sehingga berpotensi meningkatkan risiko keuangan dan memengaruhi hubungan antara variabel utama (diversifikasi, risiko, pertumbuhan) dengan profitabilitas dan nilai perusahaan (Ahmed et al., 2023).

c) Ukuran Perusahaan / Firm Size (Z_3)

Merupakan cerminan dari skala operasi, jangkauan pasar, dan kekayaan yang dikuasai oleh sebuah entitas bisnis (Liu et al., 2019). Perusahaan berskala besar secara umum memiliki aksesibilitas terhadap pendanaan eksternal, skala ekonomi, dan jaringan bisnis, tetapi juga dapat menghadapi risiko birokrasi dan inefisiensi jika tidak dikelola dengan baik.

Secara operasional, ukuran perusahaan diproksikan melalui perhitungan logaritma natural ($\ln$) dari total kekayaan yang dimiliki, untuk merampingkan dan menstabilkan skala data serta mengurangi pengaruh nilai ekstrim. Penggunaan transformasi logaritma natural ($\ln$)

bertujuan untuk normalisasi distribusi data aset yang seringkali memiliki cakupan nilai yang cukup besar dan cenderung miring (skewed). Transformasi ini membantu mereduksi distorsi nilai ekstrim (outliers) dan memastikan data lebih sesuai untuk analisis statistik, sehingga hasil estimasi menjadi lebih stabil dan tidak bias (Yadav et al., 2022). Penghitungan dalam penelitian ini dilakukan dengan formula di bawah ini:

$$SIZE_{i,t} = \text{Ln}(Total\ Assets_{i,t})$$

Keterangan Komponen:

- $SIZE_{i,t}$: Ukuran perusahaan i pada periode t, dinyatakan sebagai logaritma natural dari total aset. Nilai ini digunakan untuk menormalkan ukuran perusahaan agar dapat dibandingkan secara proporsional di seluruh sampel dengan skala aset yang beragam.
- Ln: Fungsi logaritma natural (natural logarithm, basis $e \approx 2.718$), yang mentransformasi nilai total aset menjadi skala logaritmik untuk mengurangi distorsi nilai ekstrim dan meningkatkan validitas statistik estimasi model.
- $Total\ Assets_{i,t}$: Total aset perusahaan i pada periode t, meliputi seluruh aset lancar dan tidak lancar sebagaimana disajikan pada laporan posisi keuangan. Besaran ini mencerminkan kapasitas ekonomi perusahaan secara keseluruhan, termasuk aset tetap seperti peralatan konstruksi, tanah, bangunan, serta aset lancar seperti kas, piutang, dan persediaan.

Nilai $SIZE_{i,t}$ yang lebih tinggi; mengindikasikan perusahaan dengan skala aset yang lebih besar, yang biasanya memiliki akses lebih fleksibel ke pasar modal, daya tawar yang kuat, dan reputasi yang lebih mapan di mata investor dan kreditor. Begitu juga sebaliknya, $SIZE_{i,t}$ yang lebih rendah berarti perusahaan berskala lebih kecil, yang mungkin menghadapi keterbatasan akses pendanaan dan skala ekonomi yang terbatas, namun juga dapat lebih fleksibel dan responsif terhadap perubahan pasar (Doucoure & Diagne, 2020).

Metode pengukuran tersebut memiliki keterkaitan erat dengan beberapa studi empiris yang menguji hubungan antara ukuran, pertumbuhan, profitabilitas, dan nilai perusahaan di pasar Asia Pasifik dan sektor infrastruktur khususnya konstruksi (Cyril & Singla, 2020).

Dengan mendefinisikan dan mengukur variabel penelitian lebih akurat dan konsisten, akan menghasilkan temuan yang valid dan reliabel mengenai bagaimana diversifikasi pendapatan mempengaruhi profitabilitas serta risiko yang dihadapi dalam keuangan perusahaan.

3.5. Analisis Data

Bagian ini menjelaskan tahap-tahap pengolahan dan analisis data untuk menguji pengaruh diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas dengan memperhatikan aspek likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol (Mehmood et al., 2019). Pendekatan yang digunakan bersifat

kuantitatif dengan pemodelan regresi, mengikuti praktik umum penelitian keuangan perusahaan yang menguji hubungan simultan berbagai rasio dan indikator pertumbuhan terhadap kinerja dan nilai pasar. Data yang telah dikumpulkan akan dianalisis secara kuantitatif menggunakan teknik statistik yang sesuai (Alipour & Pejman, 2015).

3.5.1. Teknik dan Alat Analisis Data

Uji validitas atas hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini dieksekusi melalui penerapan analisis regresi data panel yang diestimasi melalui model terpilih (common effect, fixed effect, atau random effect). Sementara itu, penggunaan model fixed effect sejalan dengan praktik empiris dalam penelitian keuangan korporat yang menganalisis pengaruh struktur keuangan, pertumbuhan, dan karakteristik perusahaan terhadap indikator kinerja dan nilai pasar berbasis data panel (Alipour & Pejman, 2015). Sebagai pendekatan alternatif yang sama kuatnya, penelitian ini juga dapat mengakomodasi penggunaan model random effect khususnya untuk mengestimasi proksi nilai yang kompleks. Berbeda dengan pendekatan fixed effect, penggunaan model ini bertumpu pada asumsi rasional bahwa heterogenitas atau karakteristik unik dari setiap entitas bisnis yang tidak teramati (unobserved heterogeneity) menyebar secara acak dan sama sekali tidak berkorelasi dengan variabel-variabel penjelas dalam model (Miao et al., 2023).

Secara teknis, estimasi dilakukan dengan menggunakan perangkat lunak statistik yang mendukung regresi data panel (misalnya Stata), sehingga memungkinkan pelaksanaan uji Chow dan Hausman, estimasi model regresi, serta penggunaan robust standard errors apabila ditemukan indikasi heteroskedastisitas atau korelasi intra-panel (Hong et al., 2023). Penggunaan perangkat lunak ini sejalan dengan praktik empiris terkini dalam penelitian yang memanfaatkan data panel perusahaan di pasar negara berkembang untuk menguji pengaruh variabel keuangan terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas (Cheratian et al., 2024).

Secara umum, penelitian ini akan mengestimasi dua persamaan regresi utama sebagai berikut:

1) Model nilai perusahaan (Tobin's Q):

$$TQ_{i,t} = \alpha_1 + \beta_{11}DIV_{i,t} + \beta_{12}FR_{i,t} + \beta_{13}SG_{i,t} + \beta_{14}AG_{i,t} + \beta_{15}CR_{i,t} + \beta_{16}DAR_{i,t} + \beta_{17}SIZE_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{1,i,t}$$

2) Model profitabilitas (ROA):

$$ROA_{i,t} = \alpha_2 + \beta_{21}DIV_{i,t} + \beta_{22}FR_{i,t} + \beta_{23}SG_{i,t} + \beta_{24}AG_{i,t} + \beta_{25}CR_{i,t} + \beta_{26}DAR_{i,t} + \beta_{27}SIZE_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{2,i,t}$$

dengan:

- $TQ_{i,t}$: tobin's Q (nilai perusahaan)
- $ROA_{i,t}$: return on asset (profitabilitas)
- $DIV_{i,t}$: diversifikasi
- $FR_{i,t}$: risiko keuangan
- $SG_{i,t}$: pertumbuhan penjualan

- $AG_{i,t}$: pertumbuhan aset
- $CR_{i,t}$: current ratio (likuiditas)
- $DAR_{i,t}$: debt to asset ratio (leverage)
- $SIZE_{i,t}$: ukuran perusahaan
- μ_l : efek tetap perusahaan
- λ_t : efek tetap tahun
- $\varepsilon_{2,i,t}$ $\varepsilon_{2,i,t}$: error term idiosinkratik

Dalam kerangka ini, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan diperlakukan sebagai variabel kontrol yang diperhitungkan dalam model untuk menghindari bias akibat perbedaan struktur keuangan dan skala perusahaan, tetapi tidak dianalisis sebagai fokus utama pembahasan hasil penelitian (Mehmood et al., 2019).

3.5.2. Prosedur Analisis Data

Prosedur analisis data disusun secara bertahap agar hasil estimasi model panel fixed effects dapat diinterpretasikan secara sah dan konsisten dengan tujuan penelitian.

a) Analisis Statistik Deskriptif

Prosedur analisis diawali dengan melakukan kompilasi serta purifikasi data panel yang bersumber dari laporan keuangan entitas sektor infrastruktur sepanjang rentang waktu observasi. Tahapan ini mencakup sinkronisasi satuan ukur, verifikasi kelengkapan amatan (balanced panel), serta mitigasi data pencilan (outlier) secara cermat

untuk menjaga integritas hasil estimasi. Langkah berikutnya adalah pelaksanaan analisis statistik deskriptif guna membedah karakteristik fundamental dari setiap variabel penelitian. Melalui parameter nilai minimum, maksimum, rerata, hingga standar deviasi, penelitian ini bertujuan untuk memotret distribusi serta tren utama dari variabel-variabel krusial.

Gambaran komprehensif tersebut mencakup proksi nilai perusahaan (Tobin's Q), profitabilitas (ROA), derajat diversifikasi, serta indikator risiko finansial. Selain itu, analisis ini juga mengeksplorasi dinamika pertumbuhan aset dan penjualan, tingkat likuiditas, leverage, serta skala atau ukuran perusahaan. Penelaahan informasi deskriptif ini menjadi fondasi penting dalam memahami tipologi data dan memastikan pemenuhan asumsi dasar sebelum melangkah pada fase pemodelan regresi data panel yang lebih kompleks (Cyril & Singla, 2020).

b) Pemilihan Spesifikasi Model Panel

Setelah tahapan deskripsi data terpenuhi, langkah krusial berikutnya adalah melakukan seleksi atas spesifikasi model panel yang paling representatif. Proses ini bertujuan untuk menentukan apakah model tersebut lebih tepat diestimasi menggunakan pendekatan common effect, fixed effect, atau random effect sesuai dengan sifat dan distribusi data yang diobservasi. Proses ini dilalui dengan tahapan:

- uji Chow yang digunakan untuk membandingkan model common effect dengan fixed effect, dan
- uji Hausman digunakan untuk membedakan apakah model fixed effect lebih tepat digunakan dibandingkan model random effect.

Jika hasil uji menunjukkan bahwa perbedaan antara estimator fixed effect dan random effects signifikan, maka model fixed effect dipilih karena dianggap mampu mengontrol perbedaan karakteristik tetap antarperusahaan yang tidak teramati (Hong et al., 2023). Tahapan ini penting agar estimasi pengaruh diversifikasi, risiko keuangan, dan pertumbuhan terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas tidak bias akibat pemilihan model panel yang keliru perusahaan.

c) Uji Multikolinearitas dan Penyesuaian Model Panel

Setelah spesifikasi model panel dipilih, dilakukan pengujian atas beberapa asumsi dasar yang relevan untuk regresi data panel. Uji multikolinearitas dilakukan dengan memeriksa nilai Variance Inflation Factor (VIF) antar variabel independen dan kontrol; nilai VIF yang relatif rendah mengindikasikan tidak terdapat masalah korelasi tinggi antar variabel yang dapat mengganggu stabilitas estimasi (Alipour & Pejman, 2015). Selain itu, dilakukan pengujian terhadap kemungkinan heteroskedastisitas dan korelasi intra-panel (autokorelasi) atau korelasi cross-section, misalnya dengan mengamati pola residual dan menerapkan uji yang sesuai; apabila terdapat indikasi pelanggaran asumsi varian konstan, maka digunakan robust standard errors yang

disesuaikan untuk panel agar koefisien tetap tidak bias dan uji signifikansi lebih andal (Hong et al., 2023).

d) Estimasi Model Regresi Data Panel

Setelah tahapan di atas terpenuhi, regresi data panel dengan model common effect, fixed effect atau random effect diestimasi untuk dua persamaan utama: model nilai perusahaan (Tobin's Q) dan model profitabilitas (ROA). Dalam setiap model, diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset diperlakukan sebagai variabel independen utama, sedangkan likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan dimasukkan sebagai variabel kontrol yang mengakomodasi perbedaan kondisi dasar struktur keuangan dan skala perusahaan (Cheratian et al., 2024). Output estimasi yang diperhatikan meliputi tanda dan besaran koefisien, nilai statistik t, p-value, serta koefisien determinasi (R^2 dan adjusted R^2) untuk menilai kekuatan model dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan dan profitabilitas (Alipour & Pejman, 2015).

3.5.3. Pengujian Hipotesis

Pengujian validitas atas hipotesis yang diajukan dilakukan melalui hasil estimasi model regresi data panel terpilih baik untuk Tobin's Q dan ROA. Untuk setiap variabel independen utama, yaitu diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset, dilakukan uji statistik parsial (uji t) terhadap koefisien regresi pada tingkat signifikansi yang ditetapkan

(misalnya 5 persen). Jika nilai p-value koefisien suatu variabel lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan, maka hipotesis yang menyatakan adanya pengaruh variabel tersebut terhadap nilai perusahaan atau profitabilitas dinyatakan didukung oleh data (Mehmood et al., 2019).

Selain uji statistik parsial, digunakan uji F untuk menilai signifikansi model secara simultan, yakni apakah kombinasi variabel independen utama beserta variabel kontrol berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas. Nilai R^2 dan adjusted R^2 dievaluasi untuk melihat seberapa besar proporsi variasi Tobin's Q dan ROA yang dapat dijelaskan oleh model, sekaligus membandingkan kekuatan penjelasan antara model nilai perusahaan dan model profitabilitas (Aydognmus et al., 2022).

Interpretasi hasil uji hipotesis dilakukan dengan mengaitkan tanda dan besaran koefisien dengan kerangka Resource-Based View dan teori keuangan perusahaan, serta temuan penelitian terdahulu. Misalnya, koefisien positif dan signifikan pada variabel pertumbuhan penjualan terhadap ROA dan Tobin's Q akan dimaknai bahwa ekspansi pendapatan yang dikelola secara efisien mampu berdampak positif terhadap profitabilitas sekaligus memperkuat persepsi pasar terhadap nilai perusahaan (Cheratian et al., 2024). Sebaliknya, koefisien negatif dan signifikan pada risiko keuangan terhadap Tobin's Q menunjukkan bahwa peningkatan volatilitas arus kas dan tekanan keuangan menurunkan kepercayaan investor, sejalan dengan bukti bahwa risiko keuangan dan struktur modal yang terlalu agresif dapat menekan nilai perusahaan di pasar negara berkembang (Keefe & Nguyen, 2023).

Dalam kerangka tersebut, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan tetap diperhitungkan sebagai variabel kontrol yang menyesuaikan pengaruh variabel utama, tetapi tidak menjadi fokus penjabaran hasil. Penekanan utama interpretasi diarahkan pada bagaimana kombinasi diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset dapat menjelaskan variasi nilai perusahaan dan profitabilitas perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia dalam perspektif RBV dan teori keuangan korporat (Alipour & Pejman, 2015).

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Analisis Data

4.1.1. Statistika Deskriptif

Penelitian mengambil objek pada entitas di sektor infrastruktur yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama rentang waktu 2020 hingga 2024, dengan total populasi mencakup 79 perusahaan. Pasca proses pengumpulan data selesai dilakukan, tahapan berikutnya adalah melakukan analisis data dan pembahasan yang komprehensif, diawali dengan pengujian statistik serta tinjauan deskriptif. Secara teknis, analisis statistik dalam penelitian ini melibatkan pengolahan data kuantitatif yang dieksekusi melalui bantuan perangkat lunak Stata 17-SE. Sementara itu, analisis deskriptif digunakan untuk mengelaborasi fenomena dan kecenderungan yang muncul pada variabel-variabel penelitian. Langkah ini bertujuan untuk memperkuat interpretasi hasil uji statistik dengan memberikan gambaran kontekstual mengenai kondisi nyata variabel yang diamati selama periode penelitian.

Dalam penelitian ini, dilakukan teknik winsorizing pada tingkat 1% dan 99% untuk mengatasi masalah pencilan (outliers) yang ditemukan pada beberapa variabel yang mengakibatkan sebaran data yang sangat miring (skewed). Keberadaan nilai ekstrem dapat menyebabkan bias pada estimasi koefisien regresi, meningkatkan standard error, dan menurunkan kekuatan uji

statistik (signifikansi). Dengan menerapkan Winsorizing, nilai-nilai ekstrem di luar persentil ke-1 dan ke-99 tidak dihapus, melainkan ditarik kembali (recapping) ke nilai batas persentil tersebut. Hal ini dilakukan agar integritas jumlah observasi tetap terjaga (N=392) sekaligus menghasilkan model regresi yang lebih stabil, efisien, dan memenuhi asumsi normalitas residual tanpa menghilangkan informasi berharga dari sampel penelitian.

Bagian berikut menguraikan statistik deskriptif dari seluruh variabel yang diintegrasikan ke dalam model penelitian. Penjelasan ini bertujuan untuk memotret karakteristik fundamental data sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang lebih mendalam.

Tabel 1. Hasil Deskriptif Statistik Variabel Penelitian

Variables	Count	Mean	Std. Dev.	Minimum	Maximum
DIV	392	0.277	0.221	0.000	0.739
FR	392	0.258	2.190	-7.422	7.723
SG	392	0.109	0.575	-0.886	3.262
AG	392	0.137	0.455	-0.708	2.706
CR	392	1.684	1.780	0.002	9.005
DAR	392	1.196	1.343	-1.848	6.802
SIZE	392	28.745	2.590	22.700	35.017
TQ	392	1.213	0.582	0.472	3.605
ROA	392	-0.012	0.204	-1.533	0.242

Sumber: Data diolah, 2026

a) Diversifikasi (DIV)

Rata-rata tingkat diversifikasi perusahaan infrastruktur yang diukur dengan indeks BHI berada pada angka 0,277 dengan standar deviasi 0,221. Nilai ini menggambarkan bahwa, secara umum, perusahaan telah memiliki penyebaran sumber pendapatan antar segmen, namun intensitasnya masih cenderung moderat dan belum benar-benar tersebar merata. Sebaran data

yang cukup besar tampak dari nilai minimum 0,000 sampai maksimum 0,739, sehingga menunjukkan adanya perusahaan yang sangat terfokus hanya pada satu lini usaha, sekaligus perusahaan lain yang portofolionya jauh lebih beragam. Kondisi ini mengindikasikan bahwa strategi diversifikasi di sektor infrastruktur Indonesia masih sangat bervariasi antar perusahaan, dari yang masih single business hingga yang sudah relatif terdiversifikasi luas.

b) Risiko Keuangan (FR)

Nilai rata-rata risiko keuangan yang diproksi melalui volatilitas arus kas operasi terhadap total aset tercatat sebesar 0,258 dengan standar deviasi 2,190. Angka rata-rata yang mendekati nol mengisyaratkan bahwa secara agregat kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari operasi relatif stabil, tetapi nilai standar deviasi yang sangat besar menandakan adanya fluktuasi risiko yang ekstrem antar perusahaan dan antar periode. Rentang nilai FR yang sangat lebar dari -7,422 hingga 7,723 memperlihatkan bahwa ada perusahaan yang mengalami tekanan kas operasi sangat dalam, sementara yang lain menikmati arus kas positif yang tinggi dibanding total asetnya. Artinya, profil risiko keuangan di sektor infrastruktur tidak homogen, dimana sebagian perusahaan berada pada posisi kas yang aman sementara sebagian lainnya menghadapi ketidakpastian kas yang berpotensi memicu financial distress.

c) Pertumbuhan Penjualan (SG)

Rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan infrastruktur selama periode observasi mencapai 0,109 (10,89 persen) dengan standar deviasi

0,575. Secara umum hal ini mencerminkan bahwa penjualan cenderung tumbuh dari tahun ke tahun, namun laju pertumbuhan tersebut tidak seragam di seluruh perusahaan. Nilai minimum -0,886 menunjukkan adanya perusahaan yang penjualannya anjlok hingga tidak menghasilkan pendapatan dibanding tahun sebelumnya, sedangkan nilai maksimum 3,262 menggambarkan lonjakan penjualan yang sangat tajam pada perusahaan tertentu. Besarnya variasi ini menandakan bahwa ekspansi pasar dan keberhasilan memperoleh proyek baru di sektor infrastruktur amat bergantung pada strategi dan kondisi masing-masing perusahaan, sehingga kinerja penjualan sektor ini secara keseluruhan bersifat sangat dinamis dan penuh volatilitas.

d) Pertumbuhan Aset (AG)

Rata-rata pertumbuhan aset sebesar 0,137 (13,73 persen) dengan standar deviasi 0,455 menunjukkan bahwa perusahaan infrastruktur pada umumnya masih berada dalam fase ekspansi kapasitas melalui penambahan aset. Namun, nilai penyebaran yang besar mengindikasikan bahwa laju ekspansi aset sangat beragam, dari perusahaan yang justru mengalami penurunan aset hingga yang memperbesar aset secara agresif. Hal ini tampak dari nilai minimum -0,708 yang menandakan adanya pengetatan atau pelepasan aset cukup drastis, sementara nilai maksimum 2,706 memperlihatkan perusahaan yang melakukan ekspansi aset secara besar-besaran dalam satu periode. Variasi ini menggambarkan bahwa keputusan investasi dan perluasan kapasitas di sektor infrastruktur tidak

seragam, sehingga dampaknya terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan pun berpotensi berbeda antar perusahaan.

e) Likuiditas (CR)

Rata-rata current ratio mencapai 1,684 dengan standar deviasi 1,780. Secara rata-rata, angka ini mengisyaratkan bahwa aset lancar perusahaan lebih dari cukup untuk menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya, sehingga kemampuan memenuhi kewajiban lancar tampak cukup longgar. Namun, standar deviasi yang sangat besar dan rentang nilai dari 0,002 hingga 9,005 menandakan adanya ketimpangan likuiditas yang tajam. Di satu sisi terdapat perusahaan yang hampir tidak memiliki bantalan aset lancar untuk menutup liabilitas jangka pendek, sementara di sisi lain ada perusahaan dengan kelebihan kas atau aset lancar yang sangat tinggi; kondisi tersebut dapat berarti kehati-hatian yang ekstrem ataupun penggunaan aset lancar yang kurang efisien.

f) Leverage (DAR)

Nilai rata-rata untuk debt to asset ratio sebesar 1,196 dengan standar deviasi 1,343 menggambarkan bahwa secara rata-rata struktur permodalan perusahaan infrastruktur didanai utang sedikit lebih besar daripada modal sendiri. Nilai rata-rata ini merefleksikan pemanfaatan utang sebagai instrumen pembiayaan investasi yang cukup intensif, sejalan dengan karakter sektor yang padat modal. Meskipun demikian, rentang sebaran yang cukup lebar dengan nilai minimum -1,848 hingga maksimum 6,802 mengindikasikan adanya variasi data yang cukup ekstrem. Fenomena ini

mencakup kondisi perusahaan dengan ekuitas negatif yang menyebabkan rasio debt to asset ratio (DAR) merosot tajam atau bernilai negatif, hingga entitas yang memiliki akumulasi utang jauh melampaui total asetnya. Situasi tersebut mempertegas bahwa profil risiko keuangan terkait kebijakan leverage di sektor ini sangat heterogen; mulai dari perusahaan yang menerapkan pendekatan finansial konservatif hingga perusahaan yang sangat agresif dalam memanfaatkan instrumen utang guna mendanai operasionalnya.

g) Ukuran Perusahaan (SIZE)

Dari sisi skala entitas, pengukuran variabel ini melalui logaritma natural total aset mencatatkan nilai rata-rata (mean) di level 28,744. Sementara itu, variasi ukuran antarperusahaan dalam sampel penelitian ini ditunjukkan oleh nilai standar deviasi sebesar 2,590. Angka ini menunjukkan bahwa secara umum perusahaan infrastruktur yang menjadi sampel tergolong perusahaan menengah hingga besar dilihat dari skala aset. Nilai minimum 22,700 dan maksimum 35,017 memperlihatkan adanya rentang ukuran yang cukup luas, dari perusahaan dengan aset yang relatif kecil sampai perusahaan raksasa yang mengelola aset jauh lebih besar. Hal ini mengindikasikan bahwa struktur sektor infrastruktur di Indonesia terdiri atas kombinasi pemain besar dan pemain yang skalanya masih terbatas, yang berpotensi memengaruhi daya tawar, akses pendanaan, serta kemampuan mengelola strategi pertumbuhan.

h) Nilai Perusahaan (TQ)

Nilai rata-rata Tobin's Q sebesar 1,213 dengan standar deviasi 0,582 menunjukkan bahwa, secara umum, pasar memberikan valuasi yang sedikit lebih tinggi dibandingkan nilai buku aset perusahaan infrastruktur. Dengan kata lain, secara agregat aset-aset perusahaan pada sektor ini terbukti kapabel dalam menghasilkan nilai tambah yang melampaui biaya perolehannya, kendati margin kelebihannya tergolong moderat. Lebarnya rentang distribusi nilai Tobin's Q, yang merentang dari 0,472 hingga 3,605, mengonfirmasi adanya polarisasi penilaian di bursa. Pada satu kutub, terdapat perusahaan yang valuasinya terdiskon di bawah nilai buku, sementara pada kutub lainnya, sebagian entitas justru menikmati premium pasar yang signifikan. Disparitas metrik ini secara substansial merepresentasikan tingginya heterogenitas persepsi investor tatkala mengevaluasi potensi ekspansi, efektivitas manajerial, serta eksposur risiko pada masing-masing perusahaan infrastruktur.

i) Profitabilitas (ROA)

Dari segi profitabilitas, variabel return on assets (ROA) mencatatkan titik tengah pada level -0,012 (ekuivalen dengan -1,21%) dan diiringi oleh standar deviasi 0,204. Minus pada nilai agregat ini memberikan indikasi kuat bahwa pendayagunaan aset untuk mendulang keuntungan belum berjalan efektif, di mana sejumlah amatan justru menelan kerugian operasional. Lebarnya disparitas data, yang bergerak dari titik terendah -1,533 hingga puncaknya di angka 0,242, merepresentasikan volatilitas kinerja keuangan

yang sangat tajam antar perusahaan. Sebagian perusahaan harus menanggung beban kerugian yang menggerus nilai ROA hingga minus cukup dalam, sedangkan yang lain tetap resilient dengan torehan laba yang positif. Ketimpangan pencapaian ini merupakan refleksi langsung dari bervariasinya kualitas tata kelola proyek serta ketajaman efisiensi manajerial di masing-masing perusahaan infrastruktur di Indonesia.

4.1.2. Uji Multikolinieritas

Sebagai bagian dari evaluasi kelayakan model regresi, pengujian multikolinearitas diaplikasikan guna mendeteksi potensi korelasi linear yang berlebihan di antara variabel-variabel independen. Parameter utama yang dijadikan landasan evaluasi dalam diagnosis ini adalah indikator Variance Inflation Factor (VIF). Merujuk pada kaidah statistik yang lazim digunakan, ketiadaan gejala gangguan multikolinearitas dapat dipastikan apabila nilai VIF dari masing-masing prediktor berada di bawah ambang batas 10. Pemaparan berikut merangkum hasil estimasi dari pengujian prasyarat tersebut.

Tabel 2. Hasil Pengujian Multikolonieritas

Variables	VIF	1/VIF
DIV	1.063	0.941
FR	1.027	0.974
SG	1.170	0.854
AG	1.166	0.857
CR	1.094	0.914
DAR	1.303	0.767
SIZE	1.384	0.723
MeanVIF	1.173	

Sumber: Data diolah, 2026

Merujuk pada luaran estimasi statistik tersebut, metrik VIF secara konsisten menunjukkan angka yang relatif rendah, yakni bergerak pada interval 1,063 sampai dengan 1,170. Karena tidak ada satu pun variabel penjelas yang menyentuh atau melampaui batas toleransi maksimal 10, hal ini memberikan justifikasi kuat bahwa persamaan model terhindar dari bias korelasi linear yang berlebihan antar prediktor.

4.1.3. Uji Regresi dan Pemilihan Model

Guna mengidentifikasi spesifikasi model regresi data panel yang paling presisi, penelitian ini mengaplikasikan tiga tahapan evaluasi struktural, yakni uji chow, uji hausman, dan uji lagrange multiplier. Sebagai langkah pengantar sebelum mendalami hasil uji eliminasi tersebut, penjabaran berikut akan menampilkan luaran regresi dari ketiga pendekatan pemodelan yang ada.

a) Uji Chow

Pengujian chow diaplikasikan dalam tahapan ini sebagai instrumen determinasi utama. Tujuannya adalah untuk menyeleksi spesifikasi pemodelan yang paling optimal, yakni dengan menimbang apakah struktur data lebih akurat diestimasi menggunakan model common effect atau fixed effect. Hasil uji chow untuk variabel Tobin's Q dan ROA yang diinterpretasikan dari hasil olah data pada tabel 3 dan tabel 4.

- Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

Tabel 3. Hasil Estimasi Regresi untuk Tobin's Q

Tobin's Q (TQ) Variables	CEM	FEM	REM
DIV	0.119 (0.133)	-0.167 (0.227)	0.015 (0.167)
FR	-0.025* (0.013)	-0.005 (0.012)	-0.010 (0.011)
SG	0.123** (0.054)	0.062 (0.043)	0.080* (0.043)
AG	-0.097 (0.068)	-0.141** (0.062)	-0.103* (0.059)
CR	-0.030* (0.017)	-0.028 (0.023)	-0.021 (0.018)
DAR	-0.047* (0.024)	-0.015 (0.031)	-0.031 (0.027)
SIZE	-0.037*** (0.013)	0.119** (0.052)	-0.025 (0.019)
Constant	2.348*** (0.362)	-2.071 (1.477)	2.006*** (0.524)
Observations	392	392	392
R-squared	0.075	0.036	
Number of firms		79	79

Standard errors in parentheses *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Sumber: Data diolah, 2026

Hasil estimasi regresi fixed effects untuk Tobin's Q yang menunjukkan interpretasi uji chow menunjukkan nilai Prob > F = 0,1197 atau lebih besar dari 0,05, maka H0 diterima sehingga model untuk penghitungan regresi Tobin's Q adalah common effect model (CEM) lebih baik daripada fixed effect model (FEM). Guna memperoleh kepastian metodologis yang komprehensif, analisis panel ini turut mengeksekusi uji lagrange multiplier yang diposisikan sebagai instrumen pamungkas dalam menyeleksi sekaligus memvalidasi model regresi final yang akan diadopsi.

- Profitabilitas (ROA)

Tabel 4. Hasil Estimasi Regresi untuk ROA

ROA Variables	CEM	FEM	REM
DIV	-0.094** (0.046)	0.053 (0.089)	-0.059 (0.056)
FR	-0.003 (0.005)	-0.010** (0.005)	-0.007 (0.004)
SG	0.027 (0.019)	0.036** (0.017)	0.032** (0.016)
AG	0.025 (0.023)	0.028 (0.024)	0.025 (0.022)
CR	0.022*** (0.006)	0.003 (0.009)	0.014** (0.007)
DAR	0.006 (0.008)	0.014 (0.012)	0.009 (0.009)
SIZE	0.022*** (0.004)	-0.004 (0.020)	0.018*** (0.006)
Constant	-0.655*** (0.124)	0.071 (0.577)	-0.548*** (0.165)
Observations	392	392	392
R-squared	0.106	0.045	
Number of firms		79	79

Standard errors in parentheses *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Sumber: Data diolah, 2026

Sementara itu, hasil estimasi regresi fixed effect untuk ROA yang menunjukkan interpretasi uji chow menunjukkan nilai $\text{Prob} > F = 0,0471$ atau lebih kecil dari 0,05, maka H_0 ditolak sehingga model untuk penghitungan regresi ROA adalah menggunakan fixed effect model (FEM) lebih baik daripada common effect model (CEM). Sebagai konsekuensi analitis dari temuan awal, tahapan identifikasi beralih pada uji hausman sebagai indikator penentu untuk menyaring dan menetapkan model estimasi final dalam penelitian ini.

b) Uji Hausman

Uji hausman dilakukan untuk mengetahui diantara model fixed effects dan random effects mana yang lebih baik digunakan dalam penelitian ini khususnya untuk penghitungan regresi ROA. Hasil uji hausman menunjukkan bahwa:

Tabel 5. Hasil Uji Hausman

ROA	Coef.
Chi-square test value	17.391
P-value	0.0150

Sumber: Data diolah, 2026

Hasil uji hausman untuk ROA menunjukkan nilai $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0150$ atau lebih kecil dari 0,05, artinya H_0 ditolak sehingga model yang lebih tepat digunakan untuk penghitungan regresi ROA adalah fixed effect model (FEM).

c) Uji Lagrange Multiplier

Uji LM, atau yang sering dikenal sebagai uji Breusch-Pagan, berfungsi secara spesifik untuk membandingkan common effect dengan random effect dengan cara menguji keberadaan varians dari error term lintas individu.

Tabel 6. Hasil Uji Lagrange Multiplier

	Var	SD = sqrt (Var)
TQ	339.186	0.582
e	182.337	0.427
u	128.851	0.359
Test: Var(u) =		0
chibar2(01) =		125.69
Prob > chibar2 =		0.0000

Sumber: Data diolah, 2026

Hasil uji LM dengan nilai Prob > chibar2 sebesar 0,0000 untuk model Tobin's Q yang lebih kecil dari 0,05 maka keputusannya adalah H0 ditolak. Dengan demikian, random effect model (REM) adalah model yang jauh lebih tepat dan efisien untuk digunakan dibandingkan model lain. Sehingga REM dipilih sebagai model regresi untuk penghitungan Tobin's Q.

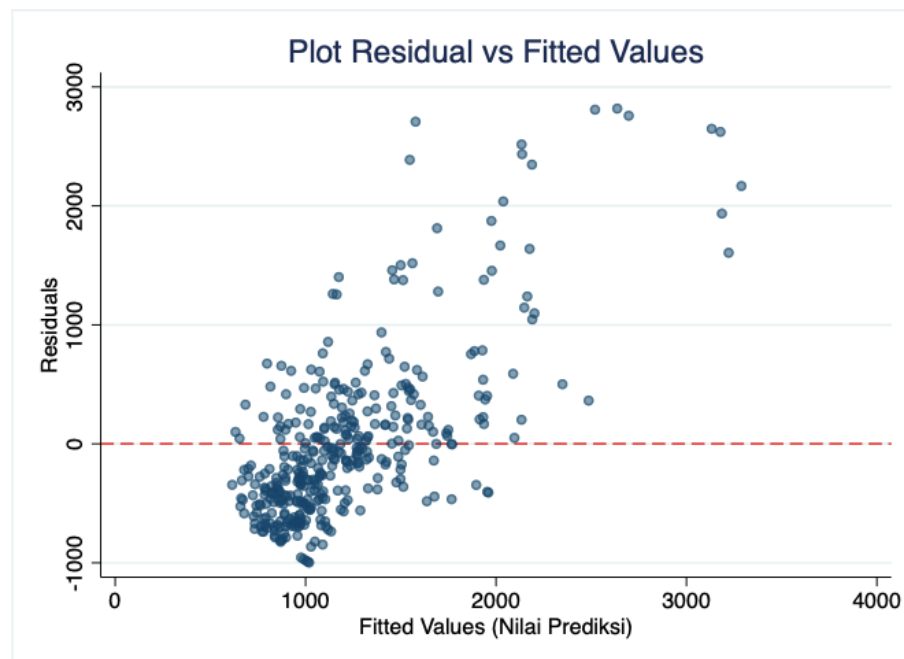
d) Uji Heteroskedastisitas

Dalam analisis regresi panel, uji heteroskedastisitas merupakan prosedur diagnostik yang fundamental untuk memastikan bahwa model penelitian memenuhi kriteria BLUE (Best Linear Unbiased Estimator). Karakteristik data panel yang menggabungkan dimensi lintas sektoral (cross-section) dan deret waktu (time-series) memiliki risiko tinggi terhadap variansi sisaan (error) yang tidak konstan antar unit observasi. Oleh karena itu, uji ini menjadi "gerbang" penting untuk menjamin validitas inferensi statistik dalam penelitian. Hasil uji heteroskedastisitas adalah sebagai berikut:

Tabel 7. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Breusch–Pagan/Cook–Weisberg test for heteroskedasticity			
Tobin's Q		ROA	
Assumption: Normal error terms Variable: Fitted values of TQ H0: Constant variance		Assumption: Normal error terms Variable: Fitted values of ROA H0: Constant variance	
chi2(01) =	112.60	chi2(01) =	622.82
Prob > chi2 =	0.0000	Prob > chi2 =	0.0000

Sumber: Data diolah, 2026



Gambar 2. Plot Residual vs Fitted Values

Nilai $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0000$ atau lebih kecil dari 0,05 pada uji Breusch-Pagan/Cook-Weisberg secara statistik menunjukkan indikasi adanya masalah heteroskedastisitas pada model regresi. Varians dari error tidak konstan di seluruh rentang data, yang biasanya ditunjukkan dengan pola melebar atau menyempit pada sebaran data. Sebagai upaya mitigasi terhadap indikasi heteroskedastisitas yang terdeteksi, penelitian ini mengaplikasikan estimasi robust standard errors. Pendekatan korektif ini secara spesifik direkomendasikan guna menjaga tingkat signifikansi statistik sekaligus memastikan konsistensi parameter yang dihasilkan oleh model regresi.

4.1.4. Hasil Regresi Model Terpilih

Mengacu pada rumusan masalah serta kerangka hipotesis yang telah dibangun, spesifikasi ekonometrika yang diaplikasikan untuk menguji data

dalam penelitian ini bersandar pada analisis regresi data panel. Hasil uji model regresi panel dengan random effect model (REM) untuk Tobin's Q dan fixed effect model (FEM) untuk ROA, yang menggambarkan pengaruh variabel-variabel pada perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia selama 2020-2024 yang dapat dicermati dari tabel di bawah ini. Sejalan dengan rekomendasi untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas, proses regresi menggunakan robust standard errors.

a) Hasil Regresi Random Effect untuk Tobin's Q

Tabel 8. Perbandingan Model Hasil Regresi REM untuk Tobin's Q

Tobin's Q Variables	(Model 1) DIV	(Model 2) FR	(Model 3) SG	(Model 4) AG	(Model 5) ALL
DIV	-0.014 (0.245)				0.015 (0.238)
FR		-0.006 (0.015)			-0.010 (0.014)
SG			0.051 (0.063)		0.080 (0.065)
AG				-0.067 (0.072)	-0.103 (0.065)
CR	-0.027 (0.022)	-0.027 (0.022)	-0.026 (0.022)	-0.024 (0.022)	-0.021 (0.022)
DAR	-0.031 (0.027)	-0.030 (0.027)	-0.032 (0.026)	-0.030 (0.027)	-0.031 (0.027)
SIZE	-0.025 (0.020)	-0.026 (0.018)	-0.025 (0.019)	-0.025 (0.018)	-0.025 (0.019)
Constant	2.022*** (0.585)	2.043*** (0.570)	2.020*** (0.575)	2.004*** (0.564)	2.006*** (0.574)
Observations	392	392	392	392	392
Number of firm	79	79	79	79	79

Sumber: Data diolah, 2026

Tabel 9. Hasil Analisis Regresi REM untuk Tobin's Q

Tobin's Q Variables	Coef.	Robust Std. Err.	t-value	p-value	Sig .
DIV	0.015	0.238	0.06	0.949	
FR	-0.010	0.014	-0.73	0.466	
SG	0.080	0.065	1.23	0.218	
AG	-0.103	0.065	-1.57	0.116	
CR	-0.021	0.022	-0.95	0.341	
DAR	-0.031	0.027	-1.14	0.254	
SIZE	-0.025	0.019	-1.29	0.196	
Constant	2.006	0.574	3.50	0.000	***
Mean dependent var		1.213	SD dependent var		0.582
Overall r-squared		0.070	Number of obs		392
Chi-square		5.835	Prob > chi2		0.559
R-squared within		0.011	R-squared between		0.139

Sumber: Data diolah, 2026

Berdasarkan tabel hasil analisis regresi panel dengan model random effect, persamaan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan (Tobin's Q) sektor infrastruktur di Indonesia dapat dituliskan sebagai berikut:

$$TQ_{i,t} = 2,006 + 0,015*DIV_{i,t} - 0,010*FR_{i,t} + 0,080*SG_{i,t} - 0,103*AG_{i,t} - 0,021*CR_{i,t} - 0,031*DAR_{i,t} - 0,025*SIZE_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{1,i,t}$$

Nilai konstanta pada persamaan Tobin's Q sebesar 2,006 menunjukkan bahwa ketika seluruh variabel independen (DIV, FR, SG, AG, CR, DER, dan SIZE) berada pada nilai nol, maka nilai perusahaan yang diproksi oleh Tobin's Q cenderung berada di sekitar 2,006 satuan. Secara ekonomis, konstanta ini dapat dibaca sebagai tingkat rata-rata valuasi pasar yang melekat pada perusahaan infrastruktur meskipun tidak ada pengaruh tambahan dari diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan, maupun karakteristik keuangan lainnya dalam model. Sedangkan pengaruh setiap variabel terhadap Tobin's Q adalah sebagai berikut.

1) Diversifikasi terhadap Nilai Perusahaan

Secara parsial pada Model 1, diversifikasi menunjukkan pengaruh negatif terhadap Tobin's Q dengan koefisien $-0,014$, yang mengindikasikan adanya persepsi diversification discount atau inefisiensi awal di mata pasar. Namun, secara simultan pada model lengkap (Model 5), arahnya berbalik menjadi positif $0,015$, meskipun tetap tidak signifikan secara statistik.

Perubahan arah ini menyiratkan adanya efek sinergi yang baru terlihat nyata ketika strategi diversifikasi dikelola bersamaan dengan pertumbuhan aset dan penjualan yang tepat. Secara arah, setiap peningkatan satu satuan diversifikasi diikuti kecenderungan kenaikan Tobin's Q sebesar $0,015$ poin, dengan asumsi variabel lain konstan. Temuan ini menggambarkan bahwa strategi diversifikasi di sektor infrastruktur belum secara konsisten diterjemahkan menjadi nilai tambah yang kuat, kemungkinan karena pasar masih bersikap wait-and-see terhadap kualitas eksekusi dan kemampuan perusahaan dalam mengelola portofolio bisnisnya yang beragam.

2) Risiko Keuangan terhadap Nilai Perusahaan

Secara parsial pada Model 2, risiko keuangan memiliki hubungan negatif terhadap Tobin's Q dengan koefisien sebesar $-0,006$. Hubungan negatif ini menunjukkan kecenderungan semakin kuat secara simultan dalam model lengkap (Model 5) dengan koefisien menjadi $-0,010$, meskipun pada kedua kondisi tersebut hasilnya tidak signifikan secara

statistik ($p\text{-value} > 0,05$). Temuan ini mengindikasikan bahwa tingkat risiko keuangan yang dihadapi perusahaan sektor infrastruktur cenderung dipandang sebagai beban tambahan oleh pasar. Secara teoretis, risiko keuangan yang tinggi mencerminkan potensi ketidakpastian dalam memenuhi kewajiban masa depan, yang kemudian direspons negatif sebagai bentuk antisipasi pasar terhadap kemungkinan kesulitan likuiditas atau kebangkrutan.

Perubahan nilai koefisien yang semakin negatif dalam model simultan menyiratkan bahwa ketika perusahaan berupaya mengejar pertumbuhan (SG dan AG) serta melakukan diversifikasi (DIV), keberadaan risiko keuangan yang tinggi menjadi lebih "terlihat" dan memberikan tekanan diskon yang sedikit lebih besar pada nilai perusahaan. Secara arah, setiap kenaikan satu satuan risiko keuangan diikuti dengan kecenderungan penurunan Tobin's Q sebesar 0,010 poin dengan asumsi variabel lain konstan. Hal ini menggambarkan bahwa para pelaku pasar di industri ini cenderung bersikap konservatif, di mana mereka lebih menghargai stabilitas profil risiko keuangan daripada agresivitas yang dibarengi dengan eksposur risiko yang tinggi.

3) Pertumbuhan Penjualan terhadap Nilai Perusahaan

Pada Model 3 secara parsial, pertumbuhan penjualan menunjukkan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan koefisien 0,051. Menariknya, ketika diuji secara simultan pada Model 5, pengaruh positif ini meningkat cukup signifikan menjadi 0,080, walaupun tetap tidak

mencapai signifikansi statistik. Secara analitik, tren positif ini menunjukkan bahwa pasar memberikan apresiasi terhadap kemampuan perusahaan dalam memperluas pangsa pasar dan menghasilkan pendapatan.

Peningkatan koefisien dari model parsial ke model simultan menandakan adanya efek komplementer, artinya daya tarik pertumbuhan penjualan akan terlihat jauh lebih kuat bagi investor apabila perusahaan tersebut juga didukung oleh struktur modal (DAR) dan ukuran perusahaan (SIZE) yang stabil. Secara arah, kenaikan pertumbuhan penjualan sebesar satu satuan akan mendorong kenaikan Tobin's Q sebesar 0,080 poin. Belum signifikannya hasil ini secara statistik kemungkinan disebabkan oleh volatilitas pendapatan di sektor infrastruktur yang sangat bergantung pada proyek-proyek jangka panjang, sehingga investor cenderung berhati-hati dalam menerjemahkan pertumbuhan penjualan menjadi nilai ekuitas yang permanen sebelum benar-benar terealisasi menjadi laba bersih.

4) Pertumbuhan Aset terhadap Nilai Perusahaan

Hubungan antara pertumbuhan aset dan nilai perusahaan menunjukkan konsistensi arah negatif, baik secara parsial pada Model 4 (-0,067) maupun secara simultan pada Model 5 (-0,103). Sama seperti variabel lainnya, hasil ini tidak signifikan secara statistik. Arah negatif ini memberikan sinyal adanya kekhawatiran pasar terhadap perilaku empire building, di mana perusahaan terus menambah aset secara agresif

namun belum tentu diiringi dengan efisiensi penggunaan aset tersebut. Secara simultan, dampak negatifnya semakin besar, yang menyiratkan bahwa ekspansi aset yang dilakukan bersamaan dengan strategi diversifikasi justru dipandang sebagai beban yang dapat menggerus nilai perusahaan dalam jangka pendek.

Koefisien $-0,103$ pada model lengkap mengindikasikan bahwa setiap penambahan aset satu satuan secara rata-rata diikuti penurunan Tobin's Q sebesar $0,103$ poin, asumsi variabel lain tetap. Fenomena ini mencerminkan karakteristik sektor infrastruktur yang bersifat capital intensive; pasar mungkin menilai bahwa penambahan aset yang masih memerlukan pendanaan besar dan waktu tunggu yang lama untuk menghasilkan return, sehingga secara jangka pendek direspons secara pesimis oleh pelaku pasar.

5) Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan

Likuiditas yang diwakili CR (current ratio) memiliki koefisien negatif $-0,021$ secara simultan. Secara analitik, arah negatif ini mengindikasikan bahwa tingkat likuiditas yang terlalu tinggi cenderung dipandang kurang optimal oleh investor di sektor infrastruktur. Pasar mungkin menginterpretasikan kelebihan aset lancar sebagai "dana menganggur" (idle cash) yang tidak diinvestasikan kembali ke dalam proyek-proyek produktif, sehingga menurunkan efisiensi modal. Secara arah, setiap kenaikan satu satuan CR diikuti dengan kecenderungan penurunan Tobin's Q sebesar $0,021$ poin. Kendati koefisien regresi

mengisyaratkan adanya arah hubungan yang negatif, temuan tersebut secara statistik gagal mencapai level signifikansi ($p\text{-value} > 0,05$). Fakta empiris ini menyiratkan bahwa para pelaku pasar tidak memposisikan metrik likuiditas sebagai determinan krusial dalam menakar valuasi perusahaan di sektor infrastruktur.

6) Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Variabel debt to asset ratio (DAR) secara konsisten menunjukkan hubungan negatif terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien yang stabil di kisaran -0,031 pada hampir seluruh model. Temuan ini merefleksikan pandangan konservatif pasar terhadap penggunaan utang di sektor infrastruktur yang padat modal. Koefisien negatif ini menyiratkan bahwa peningkatan proporsi utang dalam mendanai aset dianggap meningkatkan risiko gagal bayar atau beban bunga yang dapat menggerus profitabilitas di masa depan. Secara arah, kenaikan satu satuan pada DAR cenderung diikuti oleh penurunan nilai Tobin's Q sebesar 0,031 poin dengan asumsi variabel lain konstan. Meskipun arahnya jelas menunjukkan tekanan terhadap nilai perusahaan, ketiadaan signifikansi statistik mengisyaratkan bahwa investor mungkin masih menoleransi tingkat utang tertentu selama perusahaan mampu menunjukkan performa operasional yang stabil, mengingat utang adalah instrumen pendanaan yang lumrah di industri ini.

7) Ukuran perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) menunjukkan pengaruh negatif yang sangat konsisten di seluruh spesifikasi model dengan koefisien sebesar -0,025. Secara teoritis, perusahaan berskala besar pada umumnya diyakini memiliki ketahanan fundamental yang lebih kokoh, sekaligus menikmati privilese berupa kemudahan berekspansi melalui dukungan akses pembiayaan eksternal yang jauh lebih memadai. Namun hasil ini menunjukkan fenomena sebaliknya di mana ukuran perusahaan yang semakin besar justru cenderung diikuti oleh penurunan Tobin's Q. Hal ini dapat dijelaskan melalui perspektif inefisiensi birokrasi atau kejenuhan pertumbuhan (growth maturity), di mana perusahaan besar seringkali sulit untuk mempertahankan tingkat pertumbuhan yang sama agresifnya dengan perusahaan yang lebih kecil. Secara arah, setiap kenaikan satu satuan ukuran perusahaan diikuti dengan kecenderungan penurunan Tobin's Q sebesar 0,025 poin. Sama seperti variabel kontrol lainnya, pembuktian data pada parameter ini tidak memperlihatkan adanya tingkat signifikansi secara statistik, hal ini menandakan bahwa skala besar perusahaan belum tentu menjadi jaminan bagi pasar untuk memberikan penilaian harga saham yang lebih tinggi.

b) Hasil Regresi Fixed Effect untuk ROA

Tabel 10. Perbandingan Model Hasil Regresi FEM untuk ROA

ROA Variables	(Model 1) DIV	(Model 2) FR	(Model 3) SG	(Model 4) AG	(Model 5) ALL
DIV	0.040 (0.085)				0.053 (0.070)
FR		-0.009 (0.008)			-0.010 (0.009)
SG			0.036*** (0.011)		0.036*** (0.009)
AG				0.047 (0.034)	0.028 (0.037)
CR	0.003 (0.004)	0.002 (0.004)	0.004 (0.004)	0.002 (0.004)	0.003 (0.004)
DAR	0.014 (0.016)	0.016 (0.017)	0.013 (0.015)	0.013 (0.015)	0.014 (0.016)
SIZE	0.003 (0.018)	0.005 (0.018)	0.001 (0.019)	-0.005 (0.016)	-0.004 (0.014)
Constant	-0.137 (0.515)	-0.189 (0.518)	-0.058 (0.547)	0.105 (0.457)	0.071 (0.403)
Observations	392	392	392	392	392
R-squared	0.006	0.018	0.022	0.018	0.045
Number of firm	79	79	79	79	79

Sumber: Data diolah, 2026

Tabel 11. Hasil Analisis Regresi FEM untuk ROA

ROA Variables	Coef.	Robust Std. Err.	t-value	p-value	Sig .
DIV	0.053	0.070	0.77	0.446	***
FR	-0.010	0.009	-1.21	0.231	
SG	0.036	0.009	3.92	0.000	
AG	0.028	0.037	0.77	0.445	
CR	0.003	0.004	0.72	0.475	
DAR	0.014	0.016	0.91	0.365	
SIZE	-0.004	0.014	-0.31	0.756	
Constant	0.071	0.403	0.18	0.861	
Mean dependent var		-0.012	SD dependent var		0.204
R-squared		0.045	Number of obs		392
F-test		11.426	Prob > F		0.000

Sumber: Data diolah, 2026

Untuk persamaan profitabilitas yang diproksi dengan ROA, model fixed effect yang terpilih memberikan bentuk persamaan sebagai berikut:

$$ROA_{i,t} = 0,071 + 0,053*DIV_{i,t} - 0,010*FR_{i,t} + 0,036*SG_{i,t} + 0,028*AG_{i,t} + 0,003*CR_{i,t} + 0,014*DAR_{i,t} - 0,004*SIZE_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{1,i,t}$$

Nilai konstanta untuk persamaan ROA bernilai positif yaitu 0,071. Artinya, pada kondisi hipotetik ketika seluruh variabel penjelas bernilai nol, perusahaan akan cenderung mencatat tingkat pengembalian aset yang sekitar 7,09 persen. Hal ini memberi indikasi bahwa tanpa dukungan strategi dan kondisi keuangan yang memadai, kinerja profitabilitas sektor infrastruktur relatif rentan dan berpotensi berada pada zona rugi, yang konsisten dengan karakteristik industri yang padat modal dan berisiko tinggi. Adapun pengaruh masing-masing variabel terhadap profitabilitas (ROA) adalah sebagai berikut.

1) Diversifikasi terhadap Profitabilitas

Secara parsial pada Model 1, diversifikasi memiliki hubungan positif terhadap profitabilitas (ROA) dengan koefisien sebesar 0,040. Berbeda dengan pandangan pasar (Tobin's Q) yang awalnya merespons negatif, secara fundamental akuntansi, strategi diversifikasi justru menunjukkan indikasi awal kemampuannya dalam menciptakan efisiensi operasional atau economies of scope. Pengaruh positif ini semakin menguat secara simultan dalam model lengkap (Model 5) dengan koefisien yang meningkat menjadi 0,053, meskipun pada kedua kondisi tersebut hasilnya tidak signifikan secara statistik.

Temuan ini mengindikasikan bahwa ketika diversifikasi dieksekusi bersamaan dengan pengelolaan pertumbuhan penjualan dan aset yang baik, perusahaan mampu mencatatkan tingkat pengembalian aset yang

lebih baik melalui subsidi silang antar segmen bisnis atau optimalisasi sumber daya. Secara arah, koefisien ini menyiratkan bahwa setiap peningkatan diversifikasi sebesar satu satuan diikuti kecenderungan kenaikan ROA sebesar 0,053 poin, dengan asumsi variabel lain konstan. Meski demikian, ketiadaan signifikansi statistik menggambarkan bahwa keberhasilan konversi dari strategi diversifikasi menjadi laba bersih yang nyata masih sangat bervariasi antar perusahaan infrastruktur dalam sampel ini.

2) Risiko Keuangan terhadap Profitabilitas

Variabel risiko keuangan menunjukkan hubungan negatif yang konsisten terhadap profitabilitas, baik secara parsial pada Model 2 (koefisien -0,009) maupun secara simultan pada Model 5 (koefisien -0,010), namun tidak signifikan secara statistik. Secara analitik, temuan ini sangat logis; tingkat risiko keuangan yang lebih tinggi (yang umumnya berkorelasi dengan tingginya beban utang atau potensi kesulitan keuangan) secara langsung akan menggerus laba bersih perusahaan akibat besarnya beban bunga yang harus ditanggung. Perubahan koefisien yang sedikit lebih negatif pada model lengkap menyiratkan bahwa tekanan dari beban keuangan ini menjadi beban laten yang sedikit lebih terasa ketika perusahaan sedang berusaha memacu pertumbuhan. Secara arah, setiap kenaikan satu satuan risiko keuangan cenderung diikuti dengan penurunan ROA sebesar 0,010 poin. Belum signifikannya hasil ini secara statistik kemungkinan disebabkan oleh

fakta bahwa banyak perusahaan infrastruktur memang beroperasi dengan leverage tinggi, namun mereka masih memiliki arus kas operasi atau subsidi pemerintah yang cukup untuk menjaga stabilitas laba kotor sebelum dikurangi beban keuangan murni.

3) Pertumbuhan Penjualan terhadap Profitabilitas

Pertumbuhan penjualan merupakan temuan bintang (highlight) dalam model ini karena menunjukkan pengaruh positif yang sangat signifikan secara statistik (pada level 1% atau $p < 0,01$). Secara parsial pada Model 3, koefisien tercatat sebesar 0,036, dan besaran pengaruh ini bertahan dengan sangat stabil di angka 0,036 pada pengujian simultan (Model 5). Secara komprehensif, hal ini membuktikan bahwa kemampuan perusahaan infrastruktur dalam mendorong pendapatan (pertumbuhan top-line) berbanding lurus dan berhasil diterjemahkan secara efektif menjadi laba bersih (bottom-line).

Arah positif dan signifikan ini menyiratkan bahwa setiap kali variabel pertumbuhan penjualan terakselerasi sebanyak satu satuan metrik secara meyakinkan akan mendorong kenaikan ROA sebesar 0,036 poin, dengan asumsi variabel lain konstan. Pasar dan manajemen dapat melihat bahwa ekspansi pangsa pasar atau penyelesaian proyek yang membuahkan penagihan pendapatan adalah motor penggerak utama (katalis) bagi profitabilitas riil perusahaan di sektor ini.

4) Pertumbuhan Aset terhadap Profitabilitas

Secara parsial pada Model 4, pertumbuhan aset menunjukkan pengaruh positif terhadap ROA dengan koefisien sebesar 0,047. Namun, secara simultan pada Model 5, daya dorong positif ini mengalami penyusutan menjadi 0,028 dan keduanya tetap tidak signifikan secara statistik. Fenomena penyusutan koefisien ini sangat menarik untuk dianalisis. Hal ini menunjukkan bahwa ekspansi aset secara mandiri memang terlihat menjanjikan untuk mencetak laba, tetapi ketika faktor pertumbuhan penjualan (SG) dimasukkan ke dalam model, efek murni dari penambahan aset menjadi berkurang. Artinya, penambahan aset baru akan benar-benar bermakna bagi profitabilitas jika aset tersebut produktif menghasilkan penjualan.

Secara arah, kenaikan pertumbuhan aset sebesar satu satuan cenderung diikuti kenaikan ROA sebesar 0,028 poin. Ketidadaan signifikansi statistik pada variabel ini sangat wajar mengingat karakteristik industri infrastruktur yang memiliki masa tenggang (*gestation period*) yang panjang. Aset-aset baru yang dibangun atau diakuisisi (seperti jalan tol atau pembangkit listrik) membutuhkan waktu bertahun-tahun untuk beroperasi penuh dan menghasilkan laba (ROA) yang sepadan dengan nilai investasinya.

5) Likuiditas terhadap Profitabilitas

Merujuk pada temuan empiris dari estimasi model, indikator likuiditas yang diukur menggunakan *current ratio* (CR) mengonfirmasi

adanya pola hubungan yang konsisten positif terhadap ROA di seluruh model. Baik secara parsial pada Model 1 maupun secara simultan pada Model 5, koefisien bertahan stabil di kisaran 0,003, meskipun hasil ini tidak mencapai tingkat signifikansi statistik. Secara analitik, temuan ini mengindikasikan bahwa ketersediaan aset lancar yang memadai membantu kelancaran aktivitas operasional harian perusahaan infrastruktur, sehingga berdampak positif pada penciptaan laba.

Secara arah, setiap kenaikan satu satuan tingkat likuiditas cenderung diikuti dengan peningkatan ROA sebesar 0,003 poin, dengan asumsi variabel lain konstan. Ketiadaan signifikansi statistik pada variabel ini menggambarkan bahwa meskipun likuiditas penting untuk operasional, menyimpan terlalu banyak aset lancar (seperti kas yang menganggur) tidak serta merta memberikan daya ungkit yang besar terhadap profitabilitas fundamental secara keseluruhan.

6) Leverage terhadap Profitabilitas

Variabel debt to asset ratio (DAR) secara mengejutkan menunjukkan hubungan positif terhadap profitabilitas (ROA), berbeda dengan respon pasar (Tobin's Q) yang cenderung negatif. Secara parsial pada Model 1 hingga pengujian simultan pada Model 5, koefisien DAR berada pada kisaran stabil di angka 0,014, kendati hasil estimasi tersebut gagal mencapai taraf signifikansi yang dipersyaratkan. Arah positif ini memberikan perspektif fundamental bahwa utang yang diambil oleh perusahaan infrastruktur pada dasarnya dialokasikan untuk mendanai

proyek-proyek aset produktif yang memang menghasilkan laba operasional.

Secara arah, kenaikan satu satuan proporsi utang cenderung diikuti oleh peningkatan ROA sebesar 0,014 poin, asumsi variabel lain tetap. Namun, hasil yang tidak signifikan ini merefleksikan adanya efek trade-off; tambahan laba operasi yang dihasilkan dari pendanaan utang tersebut kemungkinan besar banyak tergerus oleh tingginya beban bunga (cost of debt), sehingga dampak akhirnya terhadap laba bersih (ROA) menjadi kurang material.

7) Ukuran Perusahaan terhadap Profitabilitas

Ukuran perusahaan (SIZE) menampilkan dinamika yang cukup menarik karena mengalami perubahan arah koefisien. Pada pengujian parsial awal (Model 1 hingga 3), ukuran perusahaan memberikan pengaruh positif yang sangat kecil (0,001 hingga 0,005). Namun, ketika variabel pertumbuhan aset (AG) dimasukkan pada Model 4 dan diuji secara simultan pada Model 5, arahnya berbalik menjadi negatif dengan koefisien -0,004. Pada seluruh spesifikasi model, hasilnya tetap tidak signifikan secara statistik. Perubahan menjadi negatif ini menyiratkan adanya indikasi diseconomies of scale atau inefisiensi birokrasi. Artinya, ketika skala perusahaan menjadi terlalu besar dan kompleks, perusahaan mulai kesulitan menjaga tingkat efisiensi operasionalnya dalam mencetak laba. Secara arah pada model lengkap, setiap terjadi peningkatan marginal sebesar satu unit pada proksi ukuran perusahaan justru diikuti

kecenderungan penurunan tipis ROA sebesar 0,004 poin. Temuan yang tidak signifikan ini menegaskan bahwa menjadi perusahaan berskala raksasa di sektor infrastruktur belum tentu menjamin tingkat pengembalian aset yang lebih superior dibandingkan perusahaan berskala lebih ramping dan lincah.

c) Sintesis dan Implikasi Manajerial

Secara keseluruhan, hasil estimasi model regresi untuk nilai perusahaan (Tobin's Q) dan profitabilitas (ROA) menampilkan dikotomi sudut pandang yang sangat menarik antara ekspektasi pasar modal dan realitas fundamental di sektor infrastruktur. Pada model Tobin's Q, meskipun seluruh variabel secara simultan memberikan pengaruh yang meyakinkan, keengganan pasar merespon secara parsial mengindikasikan sikap investor yang sangat konservatif. Pelaku pasar cenderung memberikan sentimen kehati-hatian terhadap peningkatan risiko keuangan, agresivitas penambahan aset, hingga postur utang dan ukuran perusahaan yang terlalu besar. Nilai perusahaan baru menunjukkan sinyal penguatan ketika diversifikasi bisnis dijalankan secara sinergis dengan pertumbuhan penjualan.

Di sisi lain, potret profitabilitas fundamental (ROA) justru menunjukan hal berbeda. Kinerja laba perusahaan secara terbukti dan sangat signifikan digerakkan oleh keberhasilan mencetak pertumbuhan penjualan. Lebih jauh, arah koefisien pada ROA menyiratkan bahwa strategi diversifikasi, penambahan aset, hingga pemanfaatan struktur modal pada dasarnya

berkontribusi positif terhadap penciptaan laba, meskipun ukuran birokrasi perusahaan yang terlampau raksasa mulai memunculkan tantangan inefisiensi operasional.

Bagi pihak manajemen, temuan komprehensif ini mengirimkan pesan strategis yang krusial yaitu ekspansi bisnis tidak boleh sekadar berfokus pada pembangunan narasi empire building untuk memikat pasar jangka pendek. Manajemen dituntut untuk secara presisi menyeimbangkan agresivitas pertumbuhan dengan kelincahan operasional dan disiplin pengelolaan risiko keuangan. Dengan demikian, setiap rupiah dari penambahan aset maupun diversifikasi dapat benar-benar dikonversi menjadi pendapatan riil yang tidak hanya mendongkrak profitabilitas fundamental, tetapi juga memulihkan valuasi perusahaan di mata investor secara berkelanjutan.

4.1.5. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Evaluasi terhadap koefisien determinasi (R^2) diaplikasikan guna mengukur daya penjelas (explanatory power) dari model regresi. Parameter ini secara spesifik memetakan seberapa jauh proporsi varians pada variabel terikat mampu diterangkan oleh dinamika variabel-variabel penjelasnya. Dalam model regresi data panel random effect, nilai yang dijadikan acuan untuk mengukur daya prediksi model secara keseluruhan adalah Overall R-squared. Sedangkan untuk model fixed effect, nilai yang digunakan untuk mengukur daya prediksi model adalah R-squared Within. Semakin besar nilai R^2 , semakin besar proporsi perubahan variabel dependen yang dapat

diterangkan oleh model; sebaliknya, nilai R^2 yang kecil menunjukkan bahwa sebagian besar variasi variabel dependen masih dipengaruhi faktor lain di luar model.

Tabel 12. Hasil Koefisien Determinasi

Tobin's Q (REM)		ROA (FEM)	
R^2 within	= 0.0112	R^2 within	= 0.0451
R^2 between	= 0.1385	R^2 between	= 0.0214
R^2 overall	= 0.0700	R^2 overall	= 0.0052

Sumber: Data diolah, 2026

Berdasarkan hasil estimasi pengujian koefisien determinasi pada data panel, nilai Overall R-squared untuk model nilai perusahaan (Tobin's Q) dengan pendekatan random effect model (REM) tercatat sebesar 0,0700. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 7 persen variasi fluktuasi nilai perusahaan sektor infrastruktur dapat dijelaskan secara bersama-sama oleh variabel diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aset, likuiditas, leverage (struktur modal), dan ukuran perusahaan. Sementara itu, porsi dominan sisanya sebesar 93 persen dijelaskan oleh variabel atau faktor-faktor makroekonomi maupun sentimen pasar lain di luar batasan model penelitian ini.

Di sisi lain, untuk model profitabilitas (ROA) yang menggunakan pendekatan fixed effect model (FEM), nilai yang menjadi fokus utama untuk diinterpretasikan adalah R-squared Within, yang tercatat sebesar 0,0451. Hal ini mengindikasikan bahwa sebesar 4,51 persen variasi tingkat profitabilitas fundamental dari waktu ke waktu di dalam internal perusahaan infrastruktur mampu dijelaskan oleh kombinasi variabel independen dan kontrol tersebut.

Selebihnya, proporsi yang sangat besar yakni 95,49 persen dipengaruhi oleh dinamika operasional atau faktor eksternal lain yang tidak diikutsertakan dalam spesifikasi model ini.

Rendahnya nilai koefisien determinasi pada kedua model ini merupakan hal yang lumrah dalam studi empiris data panel keuangan, terutama di sektor infrastruktur yang sangat sensitif terhadap kebijakan pemerintah dan proyek jangka panjang. Hal ini mengisyaratkan bahwa kinerja fundamental dan valuasi pasar dalam sampel penelitian lebih banyak didikte oleh faktor-faktor di luar model. Namun demikian, kerangka penelitian ini tetap valid dan kuat secara metodologis untuk digunakan dalam penarikan kesimpulan karena telah melalui tahapan uji kelayakan model secara simultan serta pengujian asumsi dasar lainnya serta dilakukan koreksi dengan robust standard error.

4.1.6. Uji F

Dalam kerangka estimasi model random effect berbasis perangkat lunak Stata, evaluasi signifikansi simultan yang secara ekuivalen merepresentasikan Uji F diwujudkan melalui parameter statistik Wald Chi-Square. Instrumen diagnostik ini diaplikasikan guna memverifikasi apakah konstelasi variabel penjelas secara agregat memiliki kontribusi yang bermakna secara statistik terhadap dinamika variabel terikat di dalam persamaan panel. Sedangkan untuk uji F pada model fixed effect ditunjukkan secara langsung oleh nilai F-statistik beserta probabilitasnya ($\text{Prob} > F$). Pengujian ini digunakan untuk menilai apakah seluruh variabel independen yang dimasukkan ke dalam

model secara simultan terkonfirmasi memberikan dampak yang bermakna secara statistik atas variabel dependen. Jika nilai Prob > F lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan (yaitu 0,05), maka dapat dimaknai bahwa model regresi secara keseluruhan adalah layak (fit) dan variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen.

Tabel 13. Hasil Uji F

Tobin's Q (REM)	ROA (FEM)
Wald chi2(7) = 5.83	F-statistic = 11.43
Prob > chi2 = 0.5592	Prob > F = 0.0000

Sumber: Data diolah, 2026

a) Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

Berdasarkan output regresi data panel dengan pendekatan random effect model (REM) untuk proksi nilai perusahaan (Tobin's Q), diperoleh nilai uji Wald chi-square sebesar 5,83 dengan probabilitas (Prob > chi2) sebesar 0,5592. Karena nilai probabilitas tersebut jauh lebih besar dari tingkat signifikansi yang umum digunakan ($\alpha = 0,05$), maka hipotesis nol (H_0) gagal ditolak. Artinya, secara simultan atau bersama-sama, variabel diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aset, likuiditas, struktur modal (leverage), dan ukuran perusahaan belum mampu memberikan pengaruh yang signifikan terhadap fluktuasi nilai perusahaan sektor infrastruktur. Hasil ini mengisyaratkan bahwa penilaian investor di bursa saham tampaknya lebih banyak didikte oleh sentimen makroekonomi, ekspektasi proyek jangka panjang, atau faktor eksternal lainnya, ketimbang kombinasi metrik fundamental internal yang ada di dalam batasan model ini.

b) Profitabilitas (ROA)

Di sisi lain, potret yang sangat kontras dan meyakinkan terlihat pada pengujian model profitabilitas fundamental (ROA) yang diestimasi menggunakan fixed effect model (FEM). Hasil uji kelayakan model menunjukkan nilai F-statistik sebesar 11,43 dengan tingkat probabilitas ($\text{Prob} > F$) sebesar 0,0000. Nilai probabilitas absolut yang berada jauh di bawah $\alpha = 0,05$ ini secara tegas menolak hipotesis nol (H_0). Kesimpulannya, variabel diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aset, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan secara bersama-sama terbukti memiliki pengaruh yang sangat signifikan terhadap kemampuan perusahaan mencetak laba (ROA). Temuan ini menegaskan bahwa kombinasi strategi manajemen mulai dari ekspansi bisnis hingga pengelolaan risiko dan aset, secara simultan merupakan motor penggerak utama yang menentukan efisiensi dan profitabilitas riil perusahaan infrastruktur, terlepas dari bagaimana pasar modal meresponsnya dalam jangka pendek.

4.1.7. Uji Statistik Parsial (Uji Hipotesis)

Pengujian hipotesis secara parsial dilakukan untuk mengukur signifikansi pengaruh individu dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil uji spesifikasi model sebelumnya, analisis parsial ini menerapkan pendekatan random effect model (REM) untuk mengevaluasi nilai perusahaan (Tobin's Q) dan fixed effect model (FEM) untuk menilai profitabilitas fundamental (ROA). Fokus

penjabaran pada bagian ini diarahkan untuk membedah sejauh mana kontribusi variabel utama yakni diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset, serta variabel kontrol (likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan) dalam menjelaskan dinamika pada kedua proksi kinerja tersebut secara mandiri. Dengan mengacu pada besaran koefisien arah dan nilai probabilitas (p-value) yang dihasilkan, pengujian ini akan menjadi landasan empiris yang presisi untuk memutuskan apakah serangkaian hipotesis penelitian (H1_a hingga H4_b) terbukti dapat diterima atau harus ditolak sesuai dengan batas toleransi signifikansi yang telah ditetapkan ($\alpha = 0,05$).

1) **H1_a**: Diversifikasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hipotesis H1_a menyatakan bahwa diversifikasi memiliki pengaruh searah (positif) terhadap nilai perusahaan yang diproksikan oleh Tobin's Q. Berdasarkan hasil estimasi random effect model pada pengujian simultan (Model 5), koefisien variabel diversifikasi (DIV) menunjukkan arah yang sejalan dengan hipotesis, yakni bernilai positif sebesar 0,015. Meskipun demikian, besaran standar eror (0,238) mengindikasikan bahwa pengaruh tersebut tidak signifikan secara statistik (p-value > 0,05). Hal ini menegaskan bahwa peningkatan tingkat diversifikasi bisnis belum mampu memberikan daya ungkit yang cukup kuat dan meyakinkan terhadap perubahan nilai perusahaan di pasar modal.

Temuan ini konsisten dengan studi empiris internasional yang juga melaporkan efek tidak signifikan dari diversifikasi terhadap Tobin's Q.

Sebagai contoh, penelitian Van de Fliert (2018) pada perusahaan terdaftar di Belanda menemukan pengaruh diversifikasi yang tidak signifikan secara statistik terhadap Tobin's Q menggunakan dummy diversifikasi, disebabkan oleh kompleksitas koordinasi antar-segmen yang mengurangi efisiensi nilai. Demikian pula, di perusahaan Indonesia, diversifikasi korporat tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan karena biaya agensi dan inefisiensi pasar modal yang belum matang (Riswan & Suyono, 2016).

Secara analitik, temuan ini merefleksikan sikap investor yang cenderung wait-and-see terhadap emiten sektor infrastruktur di Indonesia. Pasar tampaknya menyadari adanya potensi sinergi dari perluasan portofolio usaha (yang tercermin dari arah positif koefisien), namun mereka juga berhati-hati bahwa keberagaman lini bisnis tidak otomatis menjamin penciptaan nilai tambah tanpa pembuktian efisiensi eksekusi di lapangan (Van de Fliert, 2018). Karena arah pengaruh positif tersebut tidak didukung oleh bukti signifikansi secara statistik, maka **H1_a ditolak**.

2) **H1_b**: Diversifikasi berpengaruh positif terhadap profitabilitas

Hipotesis H1_b mengajukan dugaan bahwa strategi diversifikasi mampu mendorong peningkatan profitabilitas fundamental yang diukur dengan ROA. Hasil pengujian menggunakan pendekatan fixed effect model pada spesifikasi akhir (Model 5) mencatatkan koefisien DIV bernilai positif sebesar 0,053. Arah koefisien ini sangat menarik karena

membuktikan bahwa secara fundamental, ekspansi segmen usaha pada dasarnya memberikan indikasi awal akan terciptanya efisiensi operasional atau economies of scope. Akan tetapi, hasil ini belum memenuhi syarat signifikansi statistik ($p\text{-value} > 0,05$) karena tingginya standar error (0,070).

Hasil ini selaras dengan penelitian empiris Nigam & Gupta (2023) yang melaporkan pengaruh diversifikasi positif tapi tidak signifikan terhadap ROA. Misalnya, studi pada perusahaan India menemukan dampak insignificant dari diversifikasi terkait (related dan unrelated) terhadap kinerja keuangan termasuk ROA, karena kurangnya sinergi aktual antar-segmen. Demikian pula, penelitian Manase et al. (2024) pada perusahaan konstruksi Inggris, pertumbuhan profitabilitas diversifikasi lebih tinggi tapi perbedaannya tidak signifikan secara statistik dibanding firm fokus.

Secara substantif, pola positif yang tidak signifikan ini mengirimkan sinyal bahwa manfaat diversifikasi seperti subsidi silang antar-proyek atau optimalisasi sumber daya sebenarnya mulai terbentuk, namun sayangnya belum tereksekusi secara konsisten dan merata di seluruh lini sampel perusahaan. Ketidaksignifikan disebabkan kompleksitas manajerial dan biaya koordinasi proyek baru yang melebihi manfaat subsidi silang, sehingga tambahan laba belum solid. Bukti dari Nigam & Gupta (2023) menunjukkan diversifikasi terkait positif hanya signifikan jika negatif related; otherwise, menjadi insignificant karena

inefisiensi internal capital market. Oleh karena itu, meskipun arahnya sejalan dengan dugaan awal, ketiadaan signifikansi statistik menyebabkan **H1_b ditolak**.

3) **H2_a**: Risiko keuangan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

Hipotesis H2_a menyatakan bahwa risiko keuangan memberikan tekanan (pengaruh negatif) terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q). Berdasarkan hasil estimasi random effect model pada spesifikasi lengkap (Model 5), koefisien risiko keuangan (FR) menunjukkan arah negatif sebesar -0,010. Secara teoretis, arah ini sejalan dengan ekspektasi bahwa volatilitas arus kas operasi dan tingginya kewajiban finansial dipandang pasar sebagai ancaman terhadap keberlanjutan bisnis.

Akan tetapi, hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai koefisien tersebut tidak signifikan secara statistik ($p\text{-value} > 0,05$). Temuan ini konsisten dengan studi Adegoke & Akinola (2025) yang menemukan hubungan negatif risiko keuangan terhadap Tobin's Q tapi insignificant. Pada perusahaan real estate Bulgaria, market risk negatif terhadap Tobin's Q namun tidak signifikan secara statistik, karena mitigasi risiko yang efektif. Studi Mutumanikam & Adelin (2024) pada emerging markets juga melaporkan leverage negatif tapi insignificant terhadap firm value, disebabkan adaptasi manajemen terhadap kondisi volatil.

Secara analitik, hal ini mengindikasikan bahwa meskipun investor menyadari adanya risiko dari beban utang, tingkat risiko tersebut masih dianggap wajar atau dapat ditoleransi oleh pasar mengingat karakteristik

industri infrastruktur yang memang padat modal (capital intensive). Bukti dari Adegoke & Akinola (2025) menegaskan bahwa negatif relationship insignificant timbul saat risiko tidak memicu distress akut, memungkinkan firm bertahan tanpa penalti valuasi signifikan. Karena bukti empiris yang tersedia tidak cukup kuat untuk membuktikan pengaruh negatif ini secara konsisten di seluruh sampel, maka **H2_a ditolak**.

4) **H2_b**: Risiko keuangan berpengaruh negatif terhadap profitabilitas

Hipotesis H2_b memprediksi bahwa tingginya risiko keuangan akan menggerus profitabilitas (ROA). Hasil regresi fixed effect model (Model 5) mencatatkan koefisien FR bernilai negatif sebesar -0,010, yang tidak signifikan secara statistik ($p\text{-value} > 0,05$). Secara fundamental, tanda negatif ini merefleksikan bahwa beban bunga dan volatilitas arus kas pada dasarnya memang memberikan beban tambahan yang mengurangi margin laba bersih perusahaan.

Hasil ini sejalan dengan studi empiris yang melaporkan pengaruh negatif risiko keuangan terhadap ROA namun tidak signifikan. Penelitian Karaca et al. (2025) pada perusahaan manufaktur Turki menemukan financial risk negatif tapi insignificant terhadap ROA, karena kemampuan manajemen mengelola leverage melalui restrukturisasi. Studi Mutumanikam & Adelin (2024) pada emerging markets juga menunjukkan leverage tinggi tidak signifikan memengaruhi profitabilitas akibat adaptasi strategi keuangan yang adaptif. Tidak signifikkannya hasil

ini secara statistik memberikan gambaran ekonomi yang menarik: manajemen perusahaan infrastruktur di Indonesia tampaknya cukup cakap dalam melakukan mitigasi risiko keuangan. Upaya seperti restrukturisasi utang, renegotiasi kontrak, atau penjadwalan ulang pembayaran membuat dampak laten dari risiko keuangan menjadi lebih tumpul dan tidak secara drastis menghancurkan laba berbasis aset mereka. Financial risk insignificant terhadap profitability saat perusahaan menerapkan risk management yang efektif, mencegah distress akut (T. T. C. Nguyen & Nguyen, 2024). Karena korelasi negatif yang diharapkan tidak terbukti secara signifikan, maka **H2_b ditolak**.

5) **H3_a**: Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hipotesis H3_a menduga bahwa peningkatan pertumbuhan penjualan akan direspon positif oleh pasar melalui kenaikan Tobin's Q. Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh koefisien pertumbuhan penjualan (SG) yang bernilai positif sebesar 0,053. Arah ini menunjukkan bahwa ekspansi pendapatan (top-line) mulai dibaca sebagai sinyal perbaikan kinerja operasional perusahaan.

Meski demikian, pengaruh tersebut tidak signifikan secara statistik ($p\text{-value} > 0,05$). Temuan ini didukung penelitian yang melaporkan sales growth positif tapi insignificant terhadap Tobin's Q atau firm value. Studi Goh et al. (2023) pada perusahaan Indonesia menemukan sales growth berpengaruh positif negligible terhadap firm value, karena tidak konsisten memengaruhi valuasi pasar. Penelitian lain pada infrastruktur

Indonesia (2015-2019) juga menunjukkan firm growth positif insignificant terhadap firm value (Irawan et al., 2022).

Dari perspektif pasar modal, temuan ini menyiratkan bahwa investor masih bersikap skeptis terhadap kualitas pertumbuhan tersebut. Pasar belum sepenuhnya yakin apakah lonjakan penjualan ini murni berasal dari efisiensi proyek yang berkelanjutan atau hanya efek penyelesaian proyek jangka pendek yang tidak serta-merta meningkatkan valuasi jangka panjang. Abidin et al. (2021) menjelaskan sales growth insignificant karena investor mempertimbangkan faktor lain seperti capital structure, sehingga pertumbuhan top-line saja tidak cukup meyakinkan. Karena kekuatan statistiknya belum memadai, maka **H3_a ditolak**.

6) **H3_b**: Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap profitabilitas

Hipotesis H3_b menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan mampu mendorong peningkatan ROA. Berdasarkan pengujian fixed effect model pada Model 5, koefisien SG mencatatkan nilai positif sebesar 0,036 dan terbukti sangat signifikan secara statistik ($p\text{-value} < 0,01$).

Hasil ini selaras dengan penelitian terdahulu dalam tesis yang menemukan sales growth signifikan positif terhadap profitabilitas. menunjukkan pertumbuhan penjualan secara konsisten meningkatkan ROA pada panel Asia Pasifik melalui stabilitas keuangan. Dahmash et al. (2021) juga membuktikan sales growth berpengaruh positif signifikan

terhadap kinerja fundamental di emerging markets, didukung efisiensi operasional.

Ini adalah temuan kunci dalam penelitian. Secara substantif, hasil ini membuktikan secara meyakinkan bahwa ekspansi pendapatan perusahaan infrastruktur berhasil dikonversi menjadi keuntungan riil (bottom-line). Skala operasi yang meningkat memberikan ruang bagi perusahaan untuk memperbaiki margin laba dan menutup beban operasional tetapnya dengan lebih efisien. Karena arah koefisien terbukti positif dan didukung oleh tingkat signifikansi yang sangat kuat, maka **H3_b diterima.**

7) **H4_a:** Pertumbuhan aset berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

Hipotesis H4_a mengajukan pandangan bahwa pertumbuhan aset justru akan menekan nilai perusahaan (Tobin's Q) di mata pasar. Hasil estimasi menunjukkan koefisien pertumbuhan aset (AG) bernilai negatif sebesar -0,060. Tanda negatif ini mengkonfirmasi adanya persepsi asset growth anomaly di pasar modal Indonesia, di mana ekspansi aset yang agresif sering dicurigai investor sebagai tindakan overinvestment yang berisiko menekan likuiditas perusahaan.

Kendati arah korelasi yang terbentuk sudah merepresentasikan ekspektasi literatur, parameter estimasi ini nyatanya belum mampu menyajikan pembuktian empiris yang bermakna secara statistik ($p\text{-value} > 0,05$). Hasil selaras dengan studi Rivda et al. (2025) yang menemukan asset growth negatif tapi insignificant terhadap Tobin's Q. Penelitian

pada perusahaan Indonesia menunjukkan pertumbuhan aset negatif insignificant terhadap nilai perusahaan, karena investor ragu akan efisiensi penggunaan aset baru. Studi lain pada sektor infrastruktur juga melaporkan efek negatif tidak signifikan, disebabkan fluktuasi proyek. Hal ini mencerminkan respons pasar yang terbelah; di satu sisi, ada investor yang melihat penambahan aset (seperti jalan tol baru) sebagai prospek cerah jangka panjang, sementara di sisi lain ada yang melihatnya sebagai beban utang baru (Sugianti & Suwaidi, 2023). Ketidakteraturan respon pasar ini membuat pengaruh negatifnya tidak konsisten secara statistik. Dengan demikian, **H4_a ditolak**.

8) **H4_b**: Pertumbuhan aset berpengaruh negatif terhadap profitabilitas

Hipotesis H4_b menyatakan bahwa pertumbuhan aset berpotensi menurunkan profitabilitas fundamental (ROA). Menariknya, hasil regresi fixed effect model (Model 5) justru menampilkan arah yang berlawanan dengan dugaan awal, di mana koefisien AG bernilai positif sebesar 0,028 (gagal memenuhi kriteria signifikansi statistik, $p\text{-value} > 0,05$).

Hasil selaras dengan studi Nigam & Gupta (2023) yang menemukan asset growth positif insignificant terhadap ROA. Penelitian pada perusahaan emerging markets melaporkan asset growth positif tapi tidak signifikan terhadap profitability, karena gestation period panjang investasi infrastruktur. Studi lain pada firms Asia juga menunjukkan efek positif insignificant, disebabkan lag waktu realisasi laba dari aset baru (Bai et al., 2023).

Secara konseptual, temuan ini menggugurkan asumsi bahwa ekspansi aset selalu menjadi beban penekan laba. Sebaliknya, aset-aset baru yang diinvestasikan oleh perusahaan infrastruktur secara perlahan mulai menunjukkan kontribusi positifnya terhadap penciptaan laba, meskipun dampaknya belum signifikan secara statistik akibat masa tenggang (*gestation period*) yang panjang dalam operasional infrastruktur (Bai et al., 2023). Karena arah koefisien berlawanan dengan prediksi hipotesis (positif alih-alih negatif) dan tidak signifikan, maka secara definitif **H4_b ditolak**.

Secara keseluruhan, hasil uji statistik parsial mengungkapkan sebuah dikotomi yang sangat menarik antara respon pasar modal dan realitas fundamental perusahaan. Meskipun sebagian besar variabel strategis yang diajukan belum mampu memberikan daya ungkit yang kuat terhadap valuasi pasar (Tobin's Q), pengujian pada model profitabilitas (ROA) justru membuktikan secara meyakinkan bahwa pertumbuhan penjualan (*sales growth*) merupakan satu-satunya motor penggerak utama yang berpengaruh positif dan sangat signifikan. Hal ini diperkuat oleh penelitian Okeke et al. (2025) yang menegaskan dikotomi ini pada infrastruktur *emerging markets*, di mana *sales growth* signifikan positif terhadap ROA tapi faktor strategis lain gagal menjelaskan Tobin's Q akibat sentimen eksternal. Yadav et al. (2022) juga menemukan arah koefisien sejalan teori tapi tidak signifikan pada Tobin's Q karena dominasi makroekonomi dan kebijakan pemerintah.

Di sisi lain, arah koefisien pada variabel diversifikasi, risiko keuangan, hingga pertumbuhan aset pada dasarnya telah sejalan dengan logika teoritis maupun realitas operasional, meskipun belum semuanya mencapai taraf signifikansi statistik yang diharapkan. Kondisi empiris ini secara rasional mengindikasikan bahwa dinamika kinerja emiten infrastruktur di Indonesia tidak dapat didikte secara mutlak oleh metrik internal perusahaan semata; terdapat intervensi sentimen makroekonomi, kebijakan pemerintah, dan faktor eksternal lain yang mendominasi persepsi pasar, sebagaimana dibuktikan Cyril Singla (2020) yang menyoroti intervensi regulasi pada valuasi infrastruktur. Beragam temuan parsial yang sarat akan kontras empiris ini selanjutnya akan menjadi landasan pijakan yang solid untuk eksplorasi analitik yang lebih mendalam pada sub-bab pembahasan, di mana hasil-hasil tersebut akan didialogkan secara komprehensif dengan karakteristik unik industri infrastruktur serta temuan dari berbagai penelitian terdahulu seperti Horta et al. (2016).

4.2. Pembahasan Hasil Penelitian

Bagian ini mengintegrasikan seluruh hasil analisis empiris yang telah diperoleh dengan kerangka teori dan temuan studi terdahulu, guna memberikan pemaknaan yang lebih komprehensif terhadap hubungan antara diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aset, dan kinerja perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia. Pembahasan dilakukan tidak hanya dengan menyoroti signifikansi statistik, tetapi juga dengan

menelaah arah koefisien serta implikasi praktisnya bagi pengambilan keputusan manajerial dan penilaian investor. Dengan pendekatan tersebut, diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan gambaran yang lebih utuh mengenai bagaimana konfigurasi strategi dan karakteristik keuangan perusahaan tercermin dalam nilai pasar dan profitabilitas.

4.2.1. Kinerja Model dan Karakteristik Sektor Infrastruktur

Hasil pengujian kelayakan model (uji simultan) menyajikan sebuah dikotomi empiris yang sangat menarik antara ekspektasi pasar modal dan realitas fundamental perusahaan. Berbeda dengan dugaan awal, model random effect untuk nilai perusahaan (Tobin's Q) justru menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Sebaliknya, pengujian fixed effect untuk profitabilitas (ROA) mencatatkan tingkat signifikansi yang sangat meyakinkan ($p\text{-value} = 0.0000$). Temuan ini selaras dengan Okeke et al. (2025) yang menemukan dikotomi serupa pada infrastruktur emerging markets, yang memberikan konfirmasi akademis bahwa kombinasi variabel independent seperti efisiensi operasional dan postur keuangan, secara terbukti menjadi motor penggerak utama bagi penciptaan laba riil perusahaan (ROA). Namun, di bursa saham, pasar cenderung "mengabaikan" metrik fundamental tersebut dan lebih banyak mendiktekan valuasi (Tobin's Q) berdasarkan sentimen eksternal, kualitas tata kelola proyek, kebijakan infrastruktur pemerintah, hingga dinamika makroekonomi.

Rendahnya nilai koefisien determinasi pada kedua model semakin menguatkan premis ini. Kondisi tersebut sangat logis dan dapat dijustifikasi oleh karakteristik fundamental sektor infrastruktur yang padat modal (capital intensive), memiliki masa tenggang proyek (gestation period) yang sangat panjang, dan sarat akan intervensi regulasi sebagaimana dijelaskan Horta et al. (2016). Kinerja perusahaan di sektor ini tidak dapat dipotret secara instan hanya melalui rasio keuangan tahunan berjalan. Maka dari itu, temuan ini memberikan kontribusi praktis yang kuat: model ini sangat relevan untuk memetakan arah kebijakan strategis manajemen dalam memupuk laba, meskipun daya prediktifnya terhadap pergerakan harga saham harian tetap dibatasi oleh anomali dan asimetri informasi di pasar modal.

4.2.2. Realisasi Strategi Diversifikasi terhadap Kinerja dan Valuasi

Secara teoritis, dalam kacamata Resource-Based View (RBV), diversifikasi diyakini sebagai instrumen strategis untuk menciptakan keunggulan bersaing melalui economies of scope dan subsidi silang antar-segmen usaha. Selaras dengan teori tersebut, hasil penelitian ini menemukan bahwa diversifikasi mengindikasikan adanya korelasi searah yang kuat atas nilai perusahaan (Tobin's Q) maupun profitabilitas (ROA). Meskipun demikian, ketiadaan signifikansi statistik pada kedua model tersebut memberikan ruang diskusi yang kritis. Wan et al. (2011) menegaskan RBV pada diversifikasi infrastruktur, di mana arah positif muncul tapi signifikansi terhambat kompleksitas manajerial.

Pola positif namun tidak signifikan ini mengisyaratkan bahwa strategi perluasan portofolio bisnis yang ditempuh oleh emiten infrastruktur di Indonesia pada dasarnya mulai berada di jalur yang benar. Pasar merespons positif potensi sinergi tersebut, dan secara fundamental, diversifikasi mulai menunjukkan bibit efisiensi. Akan tetapi, manfaat ekonomi ini belum terkonsolidasi secara seragam di seluruh sampel perusahaan. Tingginya kompleksitas manajerial, beban koordinasi lintas divisi, dan tantangan integrasi teknologi menyebabkan margin keuntungan tambahan dari proyek baru seringkali terkikis oleh biaya operasionalnya sendiri. Gyan et al. (2017) menyatakan diversifikasi positif insignificant jika tidak selaras kompetensi inti, menghindari empire building oportunistik.

Temuan ini menyiratkan pesan praktis bagi manajemen bahwa diversifikasi tidak boleh sekadar menjadi ajang empire building (pembesaran skala perusahaan) yang oportunistik, melainkan harus benar-benar berakar pada kesesuaian kompetensi inti agar dampaknya termanifestasi secara signifikan pada laba bersih. Sebagaimana ditegaskan Azman et al. (2020) pada konstruksi Asia.

4.2.3. Mitigasi Risiko Keuangan di Tengah Agresivitas Ekspansi

Risiko keuangan secara konsisten diprediksi akan menjadi beban yang menekan (negatif) terhadap valuasi dan profitabilitas, mengingat tingginya volatilitas arus kas operasi akan memperbesar ancaman financial distress. Hasil empiris dalam studi ini membuktikan asumsi tersebut, di mana

koefisien risiko keuangan secara konsisten bertanda negatif baik pada model Tobin's Q maupun ROA. Namun, efek penekanan tersebut ternyata tidak cukup masif untuk mencapai taraf signifikansi statistik. Okeke et al. (2025) mendukung, menemukan risiko keuangan negatif insignificant pada infrastruktur emerging markets akibat mitigasi efektif.

Ketidaksignifikanan pengaruh negatif ini justru menghadirkan temuan yang melegakan dari perspektif tata kelola manajerial. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan infrastruktur di Indonesia memiliki kecakapan yang adaptif dalam memitigasi risiko utang dan volatilitas kas. Berbagai instrumen perlindungan, seperti skema penjaminan pemerintah (government guarantees), kontrak konsesi jangka panjang yang menjamin kepastian pendapatan, hingga taktik penjadwalan ulang pembayaran utang, terbukti efektif menumpulkan dampak destruktif dari risiko keuangan. Karaca et al. (2025) menegaskan leverage tinggi tidak destruktif jika dikelola baik, menjaga likuiditas di sektor capital-intensive. Di mata investor, rasio utang yang tinggi dipandang sebagai kewajaran (nature of business) di sektor infrastruktur, sehingga pasar tidak meresponnya dengan panic selling selama perusahaan mampu menjaga likuiditas operasionalnya.

4.2.4. Dinamika Pertumbuhan: Anomali Aset dan Katalis Penjualan

Pembahasan terkait pertumbuhan memunculkan temuan highlight yang paling krusial dalam penelitian ini. Pertumbuhan penjualan (sales growth) secara empiris terbukti menjadi variabel bintang yang berpengaruh positif dan

sangat signifikan terhadap profitabilitas (ROA). Temuan ini memberikan kepastian akademis bahwa keberhasilan perusahaan infrastruktur dalam memenangkan tender dan mengeksekusi penagihan proyek (top-line) berhasil dikonversi secara efisien menjadi pundi-pundi laba bersih (bottom-line). Yadav et al. (2022) juga menunjukkan sales growth signifikan meningkatkan ROA di Asia Pasifik melalui stabilitas operasional. Sayangnya, kesuksesan riil ini belum direspons secara signifikan oleh pasar saham (Tobin's Q). Investor tampaknya masih menunggu bukti keberlanjutan (sustainability) dari pendapatan tersebut sebelum bersedia memberikan valuasi premium pada harga saham perusahaan.

Di sisi lain, variabel pertumbuhan aset menampilkan fenomena anomali yang sangat menarik untuk dielaborasi. Ekspansi aset menunjukkan arah negatif terhadap valuasi pasar (Tobin's Q), namun justru memberikan arah positif terhadap profitabilitas (ROA) meskipun keduanya tidak signifikan. Fenomena di pasar modal ini sangat sejalan dengan teori asset growth anomaly, di mana investor mencurigai penambahan aset yang masif sebagai bentuk overinvestment yang berisiko membebani likuiditas. Cyril Singla (2020) menjelaskan fenomena ini pada infrastruktur, di mana asset growth anomaly timbul akibat gestation period panjang sebelum aset mencapai utilitas maksimal. Namun, realitas fundamental berbicara lain; penambahan aset baru nyatanya secara perlahan mulai berkontribusi positif mencetak laba operasi. Ketidaksignifikanan pada ROA sangat rasional mengingat infrastruktur raksasa (seperti jalan tol, pelabuhan, atau bendungan)

membutuhkan waktu bertahun-tahun untuk mencapai kapasitas utilitas maksimalnya. Dahmash et al. (2021) menambahkan bahwa investor infrastruktur skeptis terhadap ekspansi aset tanpa arus kas instan. Secara keseluruhan, temuan ini mengirimkan sinyal kuat bahwa ekspansi kapasitas harus dikawal dengan ketat agar aset yang dibangun segera beroperasi dan menghasilkan arus kas nyata, bukan sekadar menjadi monumen mati di neraca keuangan.

4.2.5. Peran Variabel Kontrol dan Implikasi Manajerial

Keberadaan variabel kontrol yakni likuiditas, struktur modal (leverage), dan ukuran perusahaan turut memberikan kedalaman perspektif mengenai bagaimana postur fundamental keuangan membentuk kinerja perusahaan infrastruktur. Variabel likuiditas (current ratio) menampilkan fenomena yang kontras; di satu sisi memberikan arah positif terhadap profitabilitas (ROA) sebagai bantalan kelancaran operasional, namun di sisi lain direspons negatif oleh pasar (Tobin's Q). Dahmash et al. (2021) menegaskan likuiditas positif signifikan ROA tapi negatif valuasi di emerging markets, mencerminkan inefisiensi alokasi modal. Pasar tampaknya menginterpretasikan penumpukan aset lancar yang terlalu besar sebagai "dana menganggur" (idle cash) yang mencerminkan ketidakmampuan manajemen dalam mengalokasikan modal ke proyek-proyek produktif berimbal hasil tinggi.

Sementara itu, leverage (DAR) juga memperlihatkan efek dikotomi yang klasik. Proporsi utang berdampak positif terhadap penciptaan laba riil

(ROA) karena utang tersebut memang dialokasikan untuk mendanai aset produktif, namun di saat bersamaan, pasar meresponsnya secara negatif pada valuasi (Tobin's Q) akibat kekhawatiran akan risiko gagal bayar. Hal yang paling menarik justru terlihat pada variabel ukuran perusahaan (Size). Berlawanan dengan asumsi umum, ukuran perusahaan yang semakin membesar justru konsisten memberikan arah negatif, baik terhadap ROA maupun Tobin's Q. Temuan ini mengindikasikan munculnya diseconomies of scale; ketika skala perusahaan menjadi terlalu raksasa, kompleksitas birokrasi dan inefisiensi operasional justru mulai menggerus kelincahan perusahaan dalam mencetak laba, dan pada gilirannya, membuat pasar enggan memberikan premi valuasi yang lebih tinggi. Hal ini mendukung temuan Yadav et al. (2022) bahwa size negatif signifikan ROA pada firm besar Asia Pasifik akibat kehilangan kelincahan.

Dari serangkaian temuan empiris tersebut, penelitian ini melahirkan implikasi manajerial yang sangat krusial. Okeke et al. (2025) menekankan disiplin ini untuk infrastruktur berkelanjutan. Pertama, manajemen harus memprioritaskan konversi proyek menjadi pendapatan riil, mengingat sales growth adalah satu-satunya katalis yang terbukti sangat signifikan mendongkrak profitabilitas. Kedua, strategi diversifikasi dan ekspansi aset tidak boleh dilakukan sekadar untuk memenuhi ambisi pembesaran skala (empire building). Ekspansi harus diiringi dengan disiplin efisiensi agar tidak terjebak pada inefisiensi birokrasi yang justru menekan valuasi. Ketiga, pengelolaan struktur utang dan likuiditas harus diseimbangkan secara presisi;

perusahaan harus memiliki cukup utang untuk bertumbuh, namun tetap menahan rasio kas pada batas optimal agar tidak dipersepsikan pasar sebagai perusahaan yang miskin inovasi investasi.

4.2.6. Kontribusi terhadap Literatur dan Ruang Penelitian Lanjutan

Secara komprehensif, penelitian ini memberikan kontribusi penting bagi literatur keuangan korporat, khususnya dalam memotret anomali dan kompleksitas di sektor infrastruktur negara berkembang seperti Indonesia. Hubungan antara diversifikasi, pengelolaan risiko, strategi pertumbuhan, dan kinerja perusahaan terbukti tidak bersifat linear dan sederhana. Fakta bahwa model Tobin's Q tidak signifikan secara simultan sementara model ROA sangat signifikan, menegaskan bahwa ekspektasi pasar modal dan realitas profitabilitas akuntansi seringkali berjalan tidak sinkron. Dinamika valuasi di pasar saham ternyata lebih banyak didikte oleh sentimen makroekonomi, kebijakan pemerintah, dan desain kontrak proyek yang belum sepenuhnya terakomodasi dalam rasio-rasio keuangan agregat. Okeke et al. (2025) mengonfirmasi fenomena ini pada emerging infrastructure markets

Dari kacamata teoretis, hasil penelitian ini memperkaya diskursus Resource-Based View (RBV) dan Trade-off Theory. Studi ini membuktikan bahwa memiliki sumber daya yang besar dan portofolio bisnis yang beragam tidak serta-merta menciptakan keunggulan bersaing (competitive advantage) apabila manajemen gagal mengeksekusinya menjadi pertumbuhan penjualan yang efisien. Wan et al. (2011) mengungkapkan bahwa RBV memerlukan

orkestrasi kapabilitas operasional untuk value creation. Di samping itu, terkonfirmasi arah sentimen asset growth anomaly di pasar modal Indonesia memberikan pijakan literatur yang kuat bahwa investor infrastruktur cenderung lebih menyukai arus kas yang stabil ketimbang ekspansi aset yang agresif namun sarat akan ketidakpastian.

Menyadari keterbatasan yang ada, temuan ini sekaligus membuka ruang yang sangat luas bagi agenda penelitian lanjutan. Untuk mendapatkan daya jelas yang lebih presisi, penelitian di masa mendatang sangat disarankan untuk memasukkan variabel kualitatif yang bersifat institusional, seperti persentase kepemilikan pemerintah, keberadaan government guarantee (penjaminan proyek), maupun kualitas Good Corporate Governance (GCG), sebagaimana direkomendasikan Horta et al. (2016) untuk pemahaman komprehensif infrastruktur. Selain itu, memperpanjang rentang waktu observasi untuk mengakomodasi siklus hidup proyek infrastruktur secara utuh, serta melakukan pemisahan analisis berdasarkan sub-sektor (misalnya antara konstruksi bangunan, jalan tol, telekomunikasi, dan utilitas energi), berpotensi memberikan pemetaan yang jauh lebih tajam mengenai mekanisme sejati pembentukan nilai dan laba di ekosistem infrastruktur Indonesia.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh diversifikasi, risiko keuangan, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) dan profitabilitas fundamental (ROA) pada emiten sektor infrastruktur di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024, dengan mengikutsertakan variabel kontrol likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian data panel (random effect model untuk Tobin's Q dan fixed effect model untuk ROA), diperoleh kesimpulan yang merefleksikan adanya dikotomi antara ekspektasi pasar modal dan realitas fundamental perusahaan, sebagai berikut:

1) Kelayakan Model dan Realitas Sektor Infrastruktur

Terdapat kontras yang sangat tajam antara respons pasar dan kinerja fundamental. Secara simultan, kombinasi variabel independen dan kontrol terbukti sangat signifikan dalam menjelaskan variasi profitabilitas (ROA). Sebaliknya, model tersebut tidak terbukti signifikan dalam menjelaskan fluktuasi nilai perusahaan (Tobin's Q). Hal ini menegaskan bahwa strategi operasional dan keuangan secara nyata menjadi motor penggerak laba perusahaan, namun pasar saham cenderung mengabaikan metrik tersebut dan lebih mendiktekan valuasi

berdasarkan sentimen eksternal, dinamika makroekonomi, dan kebijakan proyek pemerintah.

2) Diversifikasi

Strategi perluasan portofolio bisnis menunjukkan arah pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan maupun profitabilitas, namun tidak mencapai taraf signifikansi statistik. Temuan ini menyiratkan bahwa pemanfaatan economies of scope dan sinergi lintas segmen usaha pada dasarnya mulai memberikan indikasi perbaikan efisiensi operasional. Akan tetapi, manfaat tersebut belum merata di seluruh sampel perusahaan akibat tingginya kompleksitas manajerial dan beban koordinasi, sehingga pasar maupun pembukuan akuntansi belum memberikan apresiasi yang signifikan.

3) Risiko Keuangan

Volatilitas arus kas operasi secara konsisten menunjukkan arah pengaruh yang negatif, baik terhadap nilai perusahaan maupun profitabilitas, meskipun tidak signifikan secara statistik. Ketidaksignifikanan ini justru membuktikan bahwa manajemen perusahaan infrastruktur di Indonesia memiliki kecakapan yang adaptif dalam memitigasi risiko utang, seperti melalui penjadwalan ulang pembayaran atau skema penjaminan pemerintah. Akibatnya, dampak destruktif dari tingginya beban keuangan berhasil ditumpulkan dan tidak secara drastis menghancurkan laba bersih maupun valuasi pasar.

4) Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan terbukti menjadi variabel katalis dalam penelitian ini, di mana variabel ini memiliki pengaruh positif dan sangat signifikan terhadap profitabilitas (ROA). Keberhasilan mengeksekusi penagihan proyek (top-line) terbukti efektif dikonversi menjadi pundi-pundi laba (bottom-line). Meskipun demikian, pengaruhnya terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) bernilai positif namun tidak signifikan, mengindikasikan bahwa investor masih bersikap wait-and-see terhadap kualitas dan keberlanjutan dari lonjakan pendapatan tersebut sebelum bersedia menaikkan harga saham.

5) Pertumbuhan Aset

Ekspansi aset menampilkan fenomena anomali; arahnya negatif terhadap nilai perusahaan (mengonfirmasi kekhawatiran pasar terkait overinvestment dan asset growth anomaly), namun justru bernilai positif terhadap profitabilitas (ROA), meskipun keduanya tidak signifikan. Hal ini membuktikan bahwa penambahan aset infrastruktur raksasa tidak serta-merta menjadi beban, melainkan secara perlahan mulai berkontribusi mencetak laba operasi, hanya saja membutuhkan masa tenggang (gestation period) yang panjang untuk mencapai titik utilitas maksimal.

6) Peran Variabel Kontrol

Karakteristik keuangan dasar menyoroti beberapa paradoks krusial. Likuiditas dan leverage memberikan arah positif bagi kelancaran

operasional (ROA) namun direspons negatif oleh pasar (Tobin's Q) karena kekhawatiran atas kas mengganggu dan risiko gagal bayar. Lebih lanjut, Ukuran Perusahaan (Firm Size) secara konsisten berdampak negatif pada kedua kinerja tersebut. Hal ini mengonfirmasi terjadinya *diseconomies of scale*; ketika skala birokrasi perusahaan infrastruktur menjadi terlalu raksasa, efisiensi operasional justru menurun dan pasar enggan memberikan premi valuasi tambahan.

Secara keseluruhan, penelitian ini menyimpulkan bahwa mekanisme penciptaan nilai dan laba di sektor infrastruktur tidak bersifat linear. Temuan empiris ini menguatkan perspektif *Resource-Based View (RBV)* bahwa memiliki aset fisik yang masif atau portofolio bisnis yang beragam tidak akan menciptakan keunggulan bersaing jika tidak dieksekusi menjadi pertumbuhan penjualan yang efisien. Strategi ekspansi yang hanya berorientasi pada pembesaran ukuran perusahaan (*empire building*) tanpa diiringi kedisiplinan mitigasi risiko justru akan memicu inefisiensi yang menekan profitabilitas fundamental dan valuasi pasar secara bersamaan.

5.2. Saran

Berdasarkan serangkaian temuan empiris dan kesimpulan yang telah diuraikan, penelitian ini merumuskan beberapa implikasi strategis dan rekomendasi yang diharapkan dapat memberikan kontribusi nyata bagi para pemangku kepentingan (*stakeholders*) serta pengembangan literatur di masa mendatang:

5.2.1. Saran bagi Manajemen Perusahaan Infrastruktur

Pertama, fokus pada kualitas penjualan (eksekusi pendapatan). Mengingat pertumbuhan penjualan (sales growth) terbukti menjadi satu-satunya katalis yang sangat signifikan dalam mendongkrak profitabilitas (ROA), manajemen harus menempatkan prioritas utama pada eksekusi operasional. Perusahaan tidak boleh hanya agresif memenangkan tender proyek baru, tetapi juga harus memastikan kelancaran penagihan kas (collection period) dan penyelesaian proyek tepat waktu agar pendapatan di atas kertas benar-benar terkonversi menjadi laba bersih.

Kedua, hindari jebakan empire building dan diseconomies of scale. Temuan bahwa ekspansi aset tidak direspons positif oleh pasar dan ukuran perusahaan (firm size) justru menekan profitabilitas memberikan peringatan keras. Manajemen harus menghindari ambisi pembesaran skala perusahaan semata. Setiap keputusan penambahan aset raksasa (seperti akuisisi lahan atau pembangunan ruas tol baru) dan diversifikasi lintas sektor harus didasarkan pada studi kelayakan yang ketat untuk mencegah inefisiensi birokrasi dan beban depresiasi yang menggerus margin.

Ketiga, pertahankan kedisiplinan mitigasi risiko keuangan. Meskipun risiko keuangan dalam penelitian ini berhasil diredam dampaknya terhadap ROA, arah koefisiennya tetap negatif. Manajemen harus terus secara proaktif mengelola struktur utangnya melalui strategi seperti lindung nilai (hedging), renegosiasi suku bunga, penerbitan obligasi berjangka panjang yang sesuai dengan siklus proyek, atau mengamankan government guarantee (penjaminan

pemerintah) agar persepsi pasar (Tobin's Q) terhadap risiko gagal bayar dapat terus ditekan.

5.2.2. Saran bagi Investor dan Analis Pasar Modal

Pertama, investor disarankan untuk tidak bereaksi berlebihan (overreactive) terhadap sentimen jangka pendek terkait utang atau penambahan aset pada emiten infrastruktur. Mengingat karakteristik masa tenggang (gestation period) proyek yang sangat panjang, investor sebaiknya memfokuskan analisis fundamental pada kemampuan emiten dalam mencetak pertumbuhan pendapatan (sales growth) yang stabil dan mengevaluasi efisiensi operasionalnya, alih-alih hanya berpatokan pada rasio utang diagregat.

Kedua, Investor harus mewaspadaai asset growth anomaly dengan lebih kritis dalam membedah laporan keuangan emiten yang menunjukkan pertumbuhan aset secara agresif. Penambahan aset harus dipastikan produktif dan sejalan dengan peningkatan penjualan. Jika perusahaan terus membesar namun margin laba (ROA) tertahan, hal tersebut merupakan sinyal awal dari inefisiensi yang menuntut kehati-hatian dalam pemberian valuasi saham.

5.2.3. Saran bagi Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang dapat menjadi peluang bagi studi lanjutan. Pertama, karena daya jelas model (R-squared) relatif terbatas, penelitian selanjutnya sangat direkomendasikan untuk

memasukkan variabel yang menangkap faktor institusional dan kualitatif. Variabel seperti persentase kepemilikan negara (BUMN vs Swasta), keberadaan subsidi/penjaminan pemerintah, atau skor Good Corporate Governance (GCG) berpotensi besar untuk menjelaskan teka-teki valuasi pasar yang belum terakomodasi dalam rasio keuangan kuantitatif.

Kedua, periode observasi terbatas pada tahun 2020–2024 yang juga dipengaruhi dampak pandemi dan fase pemulihan ekonomi. Siklus hidup proyek infrastruktur umumnya memakan waktu lebih dari lima tahun. Oleh karena itu, penelitian mendatang sebaiknya memperpanjang rentang waktu observasi (misalnya 10–15 tahun) agar efek nyata dari penambahan aset baru terhadap laba dapat terekam sempurna. Selain itu, melakukan analisis komparatif dengan mengelompokkan perusahaan ke dalam sub-sektor (misalnya: Konstruksi, Telekomunikasi, Jalan Tol, dan Utilitas Energi) akan sangat membantu dalam mereduksi bias heterogenitas industri, sehingga temuan yang dihasilkan menjadi jauh lebih tajam dan spesifik.

DAFTAR PUSTAKA

- Abidin, Z., Putra, R. R., & Prabantarikso, M. (2021). Effect of Capital Structures on Firm Value with Sales Growth and Return on Sales as Control Variables in Consumer Goods Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *Binus Business Review*, 12(3), 225–230. <https://doi.org/10.21512/bbr.v12i3.6724>
- Adam, C., Domingues, D. G., Gomes, D. G. De, & Silva, T. P. Da. (2023). Evidence of Diversification and Leverage in the Performance of Brazilian and Mexican Family Businesses. *Latin American Research Review*, 58(4), 892–907. <https://doi.org/10.1017/lar.2023.10>
- Adam, C., Meurer, T., & Junior, M. M. R. (2022). Effects of Diversification on Profitability and Operating Risk for Brazilian Publicly Traded Companies. *Brazilian Business Review*, 19(4), 351–371. <https://doi.org/10.15728/bbr.2022.19.4.1.en>
- Adamu, N., Khalil Zubairu, I., Makarfi Ibrahim, Y., & Makarfi Ibrahim, A. (2011). Evaluating the Impact of Product Diversification on Financial Performance of Selected Nigerian Construction Firms. *Journal of Construction in Developing Countries*, 16(2), 91–114. <https://www.researchgate.net/publication/278023258>
- Adegoke, A. K., & Akinola, A. O. (2025). Risk Management and the Financial Performance of Listed Real Estate/Construction Companies in

- Nigeria: The Moderating Role of Board Structure. *Finance, Accounting and Business Analysis*, 43–58. <https://doi.org/10.37075/FABA.2025.1.04>
- Ahmed, A. M., Sharif, N. A., Ali, M. N., & Hågen, I. (2023). Effect of Firm Size on the Association between Capital Structure and Profitability. *Sustainability (Switzerland)*, 15(14), 11196–11212. <https://doi.org/10.3390/su151411196>
- Al-Harbi, A. (2019). The Determinants of Conventional Banks Profitability in Developing and Underdeveloped OIC Countries. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 24(47), 4–28. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-05-2018-0043>
- Alipour, M., & Pejman, M. E. (2015). The Impact of Performance Measures, Leverage and Efficiency on Market Value Added: Evidence from Iran. *Global Economics and Management Review*, 20(1), 6–14. <https://doi.org/10.1016/j.gemrev.2015.04.001>
- Ardekani, A. M. (2024). Liquidity, Interbank Network Topology and Bank Capital. *Review of Accounting and Finance*, 23(1), 40–58. <https://doi.org/10.1108/RAF-03-2023-0092>
- Ashraf, Y., & Nazir, M. S. (2025). Income Diversification and Bank Performance: An Evidence from Emerging Economy of Pakistan. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 41(5), 1947–1961. <https://doi.org/10.1108/JEAS-05-2023-0119>

- Atanasova, C., & Willeboordse, F. H. (2025). The Impact of Corporate Diversification on Liquidity Management: Evidence from Lines of Credit. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 101, 102139–102160. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2025.102139>
- Aydogmus, M., Gulay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG Performance on Firm Value and Profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 119–127. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Azman, M. A., Hon, C. K. H., Xia, B., Lee, B. L., & Skitmore, M. (2020). Product Diversification and Large Construction Firm Productivity: The Effect of Institutional Environments in Malaysia. *Engineering, Construction and Architectural Management*, 28(4), 994–1013. <https://doi.org/10.1108/ECAM-05-2020-0288>
- Azman, M. A., Zulkiflee, A.-S., Lee, B. L., Skitmore, M., Rajendra, D. S., & Chuweni, N. N. (2022). How Technological, Environmental and Managerial Performance Contribute to the Productivity Change of Malaysian Construction Firms. *Engineering, Construction and Architectural Management*, 31(2), 618–637. <https://doi.org/10.1108/ECAM-11-2021-1018>
- Bagnara, M., & Vaucher, B. (2025). Risk Diversification and Extreme Risk Mitigation. *Journal of Empirical Finance*, 83, 101649–101670. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2025.101649>

- Bai, M., Fu, Y., & Sun, M. (2023). Corporate Diversification and Labor Investment Efficiency: Evidence from China. *Economic Modelling*, 127, 106482. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106482>
- Bhatia, A., & Thakur, A. (2016). Diversification Strategies in the Changing Environment: Empirical Evidence from Indian Firms. *Transnational Corporations Review*, 8(2), 112–123. <https://doi.org/10.1080/19186444.2016.1196858>
- Callen, Y. F., & Fernandez, B. C. (2019). Inter-Relationship between Firm Growth and Profitability in A Context of Economic Crisis. *Journal of Business Economics and Management*, 20(1), 86–106. <https://doi.org/10.3846/jbem.2019.6928>
- Cao, S. S. (2011). *Reexamining Growth Effects: Are All Types of Asset Growth the Same?* <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1747903>
- Cheirkhanova, A., Juman, J., Yezhebekov, M., Makulova, A., Khamzayeva, A., & Zhuman, Y. (2025). The Impact of Customer-Centered Quality Management Systems on Profit and Satisfaction in Construction Companies. *Sustainability (Switzerland)*, 17(9), 4190–4210. <https://doi.org/10.3390/su17094190>
- Cheratian, I., Goltabar, S., Gholipour, H. F., & Farzanegan, M. R. (2024). Finance and Sales Growth at the Firms Level in Iran: Does Type of Spending Matter? *Research in International Business and Finance*, 67, 102142–102158. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102142>

- Choi, J., & Richardson, M. (2016). The Volatility of A Firm's Assets and the Leverage Effect. *Journal of Financial Economics*, 121(2), 254–277. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.05.009>
- Cooper, M. J., Gulen, H., & Schill, M. J. (2008). Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns. *The Journal of Finance*, 63(4), 1609–1651. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01370.x>
- Cyril, E. J., & Singla, H. K. (2020). Comparative Analysis of Profitability of Real Estate, Industrial Construction and Infrastructure Firms: Evidence from India. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 25(2), 273–291. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-08-2019-0069>
- Dahmash, F., Salamat, W. Al, Masadeh, W. M., & Alshurafat, H. (2021). The Effect of A Firm's Internal Factors on Its Profitability: Evidence from Jordan. *Investment Management and Financial Innovations*, 18, 130–143. [https://doi.org/10.21511/imfi.18\(2\).2021.11](https://doi.org/10.21511/imfi.18(2).2021.11)
- Dottling, R., & Rola-Janicka, M. (2025). Too Levered for Pigou: Carbon Pricing, Financial Constraints, and Leverage Regulation. *Journal of Financial Economics*, 172, 104105–104122. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2025.104105>
- Doucoure, B., & Diagne, A. (2020). The Effect of Size and Age on the Performance of Senegalese Small Food Companies: The Role of Market

- Orientation. *Transnational Corporations Review*, 12(4), 349–359.
<https://doi.org/10.1080/19186444.2020.1832426>
- Duran, M. M., & Stephen, S.-A. (2020). Internationalization and the Capital Structure of Firms in Emerging Markets: Evidence from Latin America Before and After the Financial Crisis. *Research in International Business and Finance*, 54, 101288. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101288>
- Fan, Z., Londono, J. M., & Xiao, X. (2022). Equity tail risk and currency risk premiums. *Journal of Financial Economics*, 143(1), 484–503.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.020>
- Firdaus, I., & Tanjung, J. (2022). The Influence of Liquidity, Solvency, Activity, Profitability, and Sales Growth on Company Value. *International Journal of Multidisciplinary Research and Analysis*, 05(06), 1491–1501. <https://doi.org/10.47191/ijmra/v5-i6-36>
- Fuente, G. de la, & Velasco, P. (2020). Capital Structure and Corporate Diversification: Is Debt a Panacea for the Diversification Discount? *Journal of Banking & Finance*, 111, 105728.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105728>
- Geelen, T., Hajda, J., Morellec, E., & Winegar, A. (2024). Asset Life, Leverage, and Debt Maturity Matching. *Journal of Financial Economics*, 154, 103796–103817. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103796>

- Githaiga, P. N., Yegon, J. C., & Komen, J. K. (2019). Income Diversification and Performance: Should Banks Trade? *Journal of Business Management and Economic Research*, 2(11), 52–64. <https://doi.org/10.29226/TR1001.2019.168>
- Goh, T. S., Henry, H., Erika, E., & Albert, A. (2023). Sales Growth and Firm Size Impact on Firm Value with ROA as a Moderating Variable. *Jurnal Mix*, 7(1), 78–92. https://publikasi.mercubuana.ac.id/index.php/Jurnal_Mix/article/view/14240
- Gustama, A., & Danarsar, D. N. (2025). The Impact of Income Diversification and Liquidity Risk on Stability of Conventional Banks In Indonesia. *Eduvest-Journal of Universal Studies*, 5(9), 10950–10963. <http://eduvest.greenvest.co.id>
- Gyan, A. K., Brahmana, R., & Bakri, A. K. (2017). Diversification Strategy, Efficiency, and Firm Performance: Insight from Emerging Market. *Research in International Business and Finance*, 42, 1103–1114. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.045>
- Hong, S., Su, L., & Jiang, T. (2023). Profile GMM Estimation of Panel Data Models with Interactive Fixed Effects. *Journal of Econometrics*, 235(2), 927–948. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2022.07.010>
- Horta, I. M., Kapelko, M., Lansink, A. O., & Camanho, A. S. (2016). The Impact of Internationalization and Diversification on Construction Industry Performance. *International Journal of Strategic Property*

Management, 20(2), 172–183. <https://doi.org/10.3846/1648715X.2015.1123201>

Irawan, D. C., Pulungan, N. A., Subiyanto, B., & Awaludin, D. T. (2022). The Effect Of Capital Structure, Firm Size, And Firm Growth On Profitability And Firm Value. *Quality - Access to Success*, 23(187), 52–57. <https://doi.org/10.47750/QAS/23.187.06>

Jang, Y., Ahn, Y., Park, M., Lee, H. S., & Kwon, N. (2019). Business Models and Performance of International Construction Companies. *Sustainability (Switzerland)*, 11(9), 2575–2590. <https://doi.org/10.3390/su11092575>

Karaca, C., Mensi, W., & Gemici, E. (2025). Inverted U-Shaped Dynamics of Capital Structure and Firm Value: Evidence from An Emerging Market. *Borsa Istanbul Review*, 25(5), 939–952. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2025.05.010>

Keefe, M. O., & Nguyen, P. H. (2023). The Influence of Cash Flow Volatility on Firm Use of Debt of Different Maturities or Zero-Debt: International Evidence. *International Review of Economics & Finance*, 86, 684–700. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.03.035>

Kwak, S., Lee, S., Kim, K., & Kim, J. (2025). Impact of Business Diversification on the Business Performance of Construction Firms in the Republic of Korea. *Buildings*, 15(8), 1238–1258. <https://doi.org/10.3390/buildings15081238>

- Leite, A. L., Klotzle, M. C., Pinto, A. C. F., & da Silva, A. F. (2018). Size, Value, Profitability, and Investment: Evidence from Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, 36, 45–59. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.04.006>
- Liu, J., Stambaugh, R. F., & Yuan, Y. (2019). Size and Value in China. *Journal of Financial Economics*, 134(1), 48–69. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.03.008>
- Manase, V. S., Halcro, K. R., Kumar, B., & Skitmore, M. (2024). Project-Oriented Strategic Management of UK Construction Firms – Towards Corporate Diversification: Critical Literature Review. *Built Environment Project and Asset Management*, 14(6), 937–955. <https://doi.org/10.1108/BEPAM-11-2023-0197>
- Mawutor, J. K. M., Boadi, I., Antwi, S., & Tetteh, A. B. (2023). Improving Banks' Profitability Through Income Diversification and Intellectual Capital: The Sub-Saharan Africa Perspective. *Cogent Economics and Finance*, 11(2), 1–35. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2271658>
- Mehmood, R., Hunjra, A. I., & Chani, M. I. (2019). The Impact of Corporate Diversification and Financial Structure on Firm Performance: Evidence from South Asian Countries. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(49), 1–17. <https://doi.org/10.3390/jrfm12010049>
- Miao, M., Khan, M. I., Ghauri, S. P., & Zaman, S. I. (2023). The Effect of Corporate Governance on Firm Performance: Perspectives from An

- Emerging Market. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja* , 36(3), 1. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2023.2277275>
- Mmuogbo, N. G., Onmonya, L., & Ebire, K. (2024). Effect of Asset Growth on Financial Performance of Manufacturing Firms in Nigeria. *Scope Journal*, 14(02), 580–596. www.scope-journal.com
- Mutumanikam, P. R., & Adelin, D. (2024). The Impact of Financial Leverage on Firm Performance in Emerging Markets: An Empirical Analysis. *Dinasti Accounting Review*, 2(1), 40–46. <https://doi.org/10.38035/dar.v2i1>
- Nga, P. T., & Nguyen, T. (2020). The Impact of Financial Structure on Profitability: Empirical Evidence from Vietnam’s Construction Sector. *Asian Economic and Financial Review*, 10(9), 1028–1036. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2020.109.1028.1036>
- Nguyen, K. N. (2019). Revenue Diversification, Risk and Bank Performance of Vietnamese Commercial Banks. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(3), 138–159. <https://doi.org/10.3390/jrfm12030138>
- Nguyen, T. T. C., & Nguyen, C. Van. (2024). Does the Education Level of the CEO and CFO Affect the Profitability of Real Estate and Construction Companies? Evidence from Vietnam. *Heliyon*, 10, 28376. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e28376>
- Nigam, N. K., & Gupta, C. P. (2023). Negative Related Diversification, Positive Related Diversification and Firm’s Performance: Measurement

- and Application. *Global Business Review*, 24(1), 48–67. <https://doi.org/10.1177/0972150919886415>
- O'Donovan, J. (2021). *Understanding the Asset Growth Anomaly*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3886280>
- Okeke, O. C., Abdoush, T., Jemutu, A. S., & Okere, W. (2025). Determinants of Leverage in Emerging Markets and the Moderating Effect of Foreign Ownership: Evidence from Nigeria. *Global Business Review*, 0(0), 1–22. <https://doi.org/10.1177/09721509241295526>
- Oladimeji, M. S., & Udosen, I. (2019). The Effect of Diversification Strategy on Organizational Performance. *Journal of Competitiveness*, 11(4), 120–131. <https://doi.org/10.7441/joc.2019.04.08>
- Onileowo, T. T., Muharam, F. M., & Ramily, M. K. (2022). Financial Structure and Business Development in Southwest Nigeria. *Journal of Hunan University Natural Sciences*, 49(10), 197–203. <https://doi.org/10.55463/issn.1674-2974.49.10.21>
- Osterrieder, D., Palia, D., & Wu, G. (2020). *Panel Regression Estimators in Corporate Finance: A Plea for Efficiency*. <https://sites.rutgers.edu/darius-palia/wpcontent/uploads/sites/218/2020/01/PaperDraft11>
- Ranaldo, A., & de Magistris, P. S. (2022). Liquidity in the global currency market. *Journal of Financial Economics*, 146(3), 859–883. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2022.09.004>

- Riswan, R., & Suyono, E. (2016). Corporate Diversification: Destroying or Increasing Firm Value? Evidence from Indonesia. *Corporate Ownership & Control*, 14(1), 692–700. <https://pdfs.semanticscholar.org/302d/327a>
- Rivda, A. J., Jamal, S. W., & Rahmah, A. H. (2025). Pengaruh Pertumbuhan Aset Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Publikasi Ekonomi Dan Akuntansi*, 5(3), 612–619. <https://doi.org/10.51903/jupea.v5i3.4489>
- Sanchez, A. C., Kamau, H. N., Grazioli, F., & Jones, S. K. (2022). Financial Profitability of Diversified Farming Systems: A Global Meta-Analysis. *Ecological Economics*, 201, 107595–107606. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2022.107595>
- Sugianti, A., & Suwaidi, R. A. (2023). Pengaruh Nilai Perusahaan pada Perusahaan Sektor Infrastruktur. *Jurnal Riset Pendidikan Ekonomi*, 10(1), 60–71. <http://ejournal.unikama.ac.idHal|60>
- Tang, M., Hu, Y., Corbet, S., Hou, Y. (Greg), & Oxley, L. (2024). Fintech, Bank Diversification and Liquidity: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 67, 102082–102101. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102082>
- Tharavanij, P. (2024). Tobin's Q Revisited: A Theoretical and Empirical Framework for Accurate Business Valuation. *GATR Global Journal of*

Business Social Sciences Review, 12(3), 125–133.
[https://doi.org/10.35609/gjbssr.2024.12.3\(3\)](https://doi.org/10.35609/gjbssr.2024.12.3(3))

Van de Fliert, D. (2018). *The Effect of Diversification on Firm Value: Publicly Listed Firms in the Netherlands and Germany Post-Financial Crisis* [Thesis, University of Twente]. https://essay.utwente.nl/filesare/file/75462/van%20de%20Fliert_BA_BMS

Wan, W. P., Hoskisson, R. E., Short, J. C., & Yiu, D. W. (2011). Resource-Based Theory and Corporate Diversification: Accomplishments and Opportunities. *Journal of Management*, 37(5), 1335–1368.
<https://doi.org/10.1177/0149206310391804>

Westerman, W., Ridder, A. De, & Achtereekte, M. (2020). Firm Performance and Diversification in the Energy Sector. *Managerial Finance*, 46(11), 1373–1390. <https://doi.org/10.1108/MF-11-2019-0589>

Yadav, I. S., Pahi, D., & Gangakhedkar, R. (2022). The Nexus between Firm Size, Growth and Profitability: New Panel Data Evidence from Asia–Pacific Markets. *European Journal of Management and Business Economics*, 31(1), 115–140. <https://doi.org/10.1108/ejmbe-03-2021-0077>

Yao, T., Yu, T., Zhang, T., & Chen, S. (2011). Asset Growth and Stock Returns: Evidence from Asian Financial Markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(1), 115–139. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2010.09.004>

- Yousaf, M. (2025). Determinants of Firm Performance: How to Choose the Best Model Among Panel Data Models? *Central European Management Journal*, 33(3), 504–521. <https://doi.org/10.1108/CEMJ-05-2023-0229>
- Zheng, C., & Tsai, H. (2019). The Moderating Effect of Board Size on the Relationship between Diversification and Tourism Firm Performance. *SAGE Journal Tourism Economics*, 25(7), 1084–1104. <https://doi.org/10.1177/1354816618823427>

LAMPIRAN

Tabel L.1. Daftar Perusahaan Terdaftar IDX-IC (IDX Industrial Classification)
Sektor Infrastruktur

No	Kode	Nama Perusahaan	Sub-Sektor	Sub-Industri
1	CASS	PT Cardig (Cahaya) Aero Services Tbk	Infrastruktur Transportasi	J111
2	GMFI	PT Garuda Maintenance Facility Aero Asia Tbk	Infrastruktur Transportasi	J111
3	CMNP	PT Citra Marga Nusaphala Persada Tbk	Infrastruktur Transportasi	J112
4	JSMR	PT Jasa Marga Tbk	Infrastruktur Transportasi	J112
5	META	PT Nusantara Infrastructure Tbk	Infrastruktur Transportasi	J112
6	IPCC	PT Indonesia Kendaraan Terminal Tbk	Infrastruktur Transportasi	J113
7	IPCM	PT Jasa Armada Indonesia Tbk	Infrastruktur Transportasi	J113
8	KARW	PT ICTSI (Meratus) Jasa Prima Tbk	Infrastruktur Transportasi	J113
9	PORT	PT Nusantara Pelabuhan Handal Tbk	Infrastruktur Transportasi	J113
10	APAI	PT Angkasa Pura I (Persero)	Infrastruktur Transportasi	J111
11	APIA	PT Angkasa Pura II (Persero)	Infrastruktur Transportasi	J111
12	MLJK	PT Marga Lingkar Jakarta	Infrastruktur Transportasi	J112
13	PIGN	PT Pelabuhan Indonesia I (Persero)	Infrastruktur Transportasi	J113
14	ACST	PT Acset Indonusa Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
15	ASLI	PT Asri Karya Lestari Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
16	ADHI	PT Adhi Karya (Persero) Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
17	BDKR	PT Berdikari Pondasi Perkasa Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
18	BUKK	PT Bukaka Teknik Utama Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
19	DGIK	PT Nusa Konstruksi Enjiniring Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
20	FIMP	PT Fimperkasa Utama Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
21	IDPR	PT Indonesia Pondasi Raya Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
22	JKON	PT Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
23	KOKA	PT Koka Indonesia Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
24	KRYA	PT Bangun Karya Perkasa Jaya Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
25	MANG	PT Manggung Polahraya Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
26	MTPS	PT Meta Epsi Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
27	NRCA	PT Nusa Raya Cipta Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
28	PBSA	PT Paramita Bangun Sarana Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
29	PPRE	PT PP Presisi Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
30	PTDU	PT Djasa Ubersakti Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
31	PTPP	PT PP (Persero) Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
32	PTPW	PT Pratama Widya Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
33	RONY	PT Aracord Nusantara Group Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
34	SMKM	PT Sumber Mas Konstruksi Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
35	SSIA	PT Surya Semesta Internusa Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
36	TAMA	PT Lancartama Sejati Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
37	TOPS	PT Totalindo Eka Persada Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
38	TOTL	PT Total Bangun Persada Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
39	WEGE	PT Wijaya Karya Bangunan Gedung Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
40	WIKA	PT Wijaya Karya (Persero) Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
41	WSKT	PT Waskita Karya (Persero) Tbk	Konstruksi Bangunan	J211
42	PTHK	PT Hutama Karya (Persero)	Konstruksi Bangunan	J211
43	INET	PT Sinergi Inti Andalan Prima Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J311
44	JAST	PT Jasnita Telekomindo Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J311
45	KBLV	PT First Media Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J311

46	KETR	PT Ketrosden Triasmitra Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J311
47	LINK	PT Link Net Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J311
48	TLKM	PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J312
49	BALI	PT Bali Towerindo Sentra Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
50	BTEL	PT Bakrie Telecom Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
51	CENT	PT Centratama Telekomunikasi Indonesia Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
52	EXCL	PT XL Axiata Tbk (XLSMART Telecom Sejahtera)	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
53	FREN	PT Smartfren Telecom Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
54	GHON	PT Gihon Telekomunikasi Indonesia Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
55	GOLD	PT Visi Telekomunikasi Infrastruktur Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
56	IBST	PT Inti Bangun Sejahtera Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
57	ISAT	PT Indosat Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
58	LCKM	PT LCK Global Kedaton Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
59	MORA	PT Mora Telematika Indonesia Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
60	MTEL	PT Dayamitra Telekomunikasi Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
61	OASA	PT Maharaksa Biru Energi Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
62	SUPR	PT Solusi Tunas Pratama Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
63	TBIG	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
64	TOWR	PT Sarana Menara Nusantara Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
65	PRTL	PT Profesional Telekomunikasi Indonesia	Infrastruktur Telekomunikasi	J321
66	ARKO	PT Arkora Hydro Tbk	Utilitas	J411
67	BREN	PT Barito Renewables Energy Tbk	Utilitas	J411
68	HGII	PT Hero Global Investment Tbk	Utilitas	J411
69	KEEN	PT Kencana Energi Lestari Tbk	Utilitas	J411
70	LAPD	PT Leyand International Tbk	Utilitas	J411
71	MPOW	PT Megapower Makmur Tbk	Utilitas	J411
72	PGEO	PT Pertamina Geothermal Energy Tbk	Utilitas	J411
73	POWR	PT Cikarang Listrindo Tbk	Utilitas	J411
74	TGRA	PT Terregra Asia Energy	Utilitas	J411
75	HADE	PT Himalaya Energi Perkasa Tbk	Utilitas	J421
76	ZBRA	PT Zebra Nusantara Tbk (Dosni Roha Indonesia)	Utilitas	J421
77	MEDP	PT Medco Power Indonesia	Utilitas	J411
78	PPLN	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)	Utilitas	J411
79	CDIA	PT Chandra Daya Investasi Tbk	Utilitas	J411

Tabel L.2. Data Perusahaan Dikumpulkan

No	Firms	Year	DIV	FR	SG	AG	TQ	ROA	CR	DAR	SIZE
1	CASS	2020	0,35	0,39	-44%	-8%	1,07	-4%	0,63	2,27	28,03
		2021	0,24	0,32	15%	6%	1,24	9%	0,82	1,70	28,09
		2022	0,30	0,34	23%	7%	1,06	17%	1,01	1,21	28,15
		2023	0,36	0,31	27%	14%	1,44	22%	1,34	0,86	28,28
		2024	0,33	0,19	25%	38%	1,77	27%	2,23	0,64	28,61
2	GMFI	2020	0,47	-0,53	-50%	-30%	1,78	-65%	0,63	-1,04	29,63
		2021	0,46	3,46	-19%	-23%	2,09	-32%	0,65	0,55	29,37
		2022	0,42	6,08	18%	7%	2,05	1%	0,81	0,15	29,44
		2023	0,37	1,73	60%	14%	1,89	4%	0,88	0,13	29,57
		2024	0,40	3,54	17%	-1%	1,74	6%	0,87	0,26	29,56
3	CMNP	2020	0,51	1,34	-27%	7%	0,89	2%	2,27	0,68	30,43
		2021	0,63	0,31	71%	-6%	1,02	5%	0,66	0,46	30,37
		2022	0,67	0,39	1%	19%	0,92	5%	0,47	0,56	30,54
		2023	0,59	0,43	71%	17%	0,82	5%	0,37	0,66	30,70
		2024	0,56	0,74	-46%	11%	0,75	4%	1,08	0,64	30,81
4	JSMR	2020	0,50	0,91	-48%	4%	1,08	0%	0,72	3,20	32,28
		2021	0,44	0,46	11%	-3%	1,03	1%	0,86	2,97	32,25
		2022	0,40	0,29	9%	-10%	0,96	3%	1,02	2,56	32,14
		2023	0,49	0,39	29%	42%	0,97	5%	0,35	2,32	32,49
		2024	0,52	0,29	35%	15%	0,82	4%	0,33	1,53	32,63
5	META	2020	0,56	0,30	-15%	15%	1,10	2%	1,29	0,74	29,40
		2021	0,51	0,74	25%	13%	0,80	0%	2,11	0,96	29,52
		2022	0,47	0,82	24%	69%	0,88	1%	0,49	2,20	30,04
		2023	0,47	0,43	9%	-61%	1,12	-5%	3,74	0,17	29,09
		2024	0,49	1,03	-68%	7%	1,04	7%	3,64	0,14	29,16
6	IPCC	2020	0,12	0,49	-32%	44%	0,98	-1%	4,45	0,82	28,23
		2021	0,14	0,27	45%	8%	0,94	3%	4,83	0,84	28,31
		2022	0,14	0,27	41%	12%	0,94	7%	1,73	0,89	28,42
		2023	0,16	0,30	1%	-18%	1,04	11%	3,69	0,46	28,21
		2024	0,18	0,21	12%	3%	1,00	11%	4,87	0,45	28,25
7	IPCM	2020	0,15	0,57	2%	10%	1,56	6%	2,81	0,29	27,97
		2021	0,13	0,43	18%	1%	1,29	10%	3,20	0,23	27,99
		2022	0,20	1,08	20%	4%	1,17	10%	3,15	0,24	28,03
		2023	0,13	-8,59	16%	2%	1,16	10%	3,24	0,23	28,05
		2024	0,06	0,48	18%	8%	1,07	10%	2,65	0,28	28,13
8	KARW	2020	0,43	1,22	37%	1%	2,63	0%	0,09	-1,61	26,41
		2021	0,37	1,69	-36%	-13%	2,93	-3%	0,08	-1,52	26,27
		2022	0,37	0,39	143%	-10%	3,26	6%	0,06	-1,44	26,17
		2023	0,41	0,37	-3%	-17%	3,61	10%	0,05	-1,38	25,98
		2024	0,41	0,93	-30%	5%	3,58	1%	0,08	-1,39	26,03
9	PORT	2020	0,65	0,19	-10%	1%	1,12	-3%	1,13	1,50	28,44
		2021	0,65	0,15	2%	-17%	1,59	-4%	1,40	1,23	28,25
		2022	0,61	0,16	-5%	-2%	1,76	1%	1,82	0,99	28,24
		2023	0,50	0,19	-9%	-6%	1,60	4%	1,76	0,76	28,17
		2024	0,53	0,24	11%	33%	1,58	-3%	2,27	1,23	28,46
10	APAI	2020	0,50	-0,76	-58%	0%	1,00	-5%	0,81	2,19	31,38
		2021	0,49	-1,83	-11%	-1%	1,00	-8%	0,65	3,21	31,38
		2022	0,49	1,64	86%	-3%	1,00	-2%	0,89	3,39	31,34
		2023	0,49	0,97	57%	7%	1,00	2%	2,01	3,22	31,41
		2024	0,46	1,28	119%	97%	1,00	1%	1,10	1,85	32,09
11	APIA	2020	0,47	-1,35	-47%	2%	1,00	-6%	0,59	1,08	31,40
		2021	0,45	-2,36	-7%	-5%	1,00	-9%	0,43	1,34	31,34
		2022	0,50	2,02	55%	1%	1,00	0%	0,50	1,38	31,35

		2023	0,50	0,62	41%	1%	1,00	3%	0,81	1,22	31,37
		2024	0,46	0,89	72%	106%	1,00	1%	1,10	1,85	32,09
12	MLJK	2020	0,01	0,97	-22%	-10%	0,97	2%	2,77	2,30	28,29
		2021	0,00	0,50	10%	2%	0,96	1%	0,37	2,26	28,31
		2022	0,00	0,38	16%	-8%	0,95	2%	1,00	1,85	28,23
		2023	0,02	0,34	7%	3%	0,94	3%	0,14	1,71	28,26
		2024	0,02	0,27	5%	-13%	0,93	4%	0,61	1,19	28,13
13	PIGN	2020	0,12	0,36	-17%	13%	1,00	2%	1,42	0,92	30,10
		2021	0,19	0,28	199%	218%	1,00	3%	1,72	1,76	32,39
		2022	0,17	0,26	1%	2%	1,00	3%	1,08	1,76	32,40
		2023	0,02	0,19	5%	-15%	1,00	4%	0,67	1,26	32,24
		2024	0,00	0,20	2%	1%	1,00	4%	0,51	1,25	32,25
14	ACST	2020	0,46	0,48	-69%	-71%	1,82	-44%	0,84	2,58	28,75
		2021	0,53	3,49	24%	-19%	1,62	-28%	1,40	0,09	28,54
		2022	0,58	-2,70	-31%	-15%	1,62	-21%	1,15	0,09	28,38
		2023	0,56	-7,12	127%	24%	1,51	-11%	1,00	0,10	28,59
		2024	0,55	-6,37	35%	8%	1,44	-19%	0,86	-2,02	28,67
15	ASLI	2020	0,00	0,63	34%	19%	1,00	11%	2,21	0,73	25,36
		2021	0,09	0,41	-13%	-4%	1,00	10%	0,85	0,42	25,32
		2022	0,18	1,17	52%	271%	1,00	5%	1,03	0,10	26,63
		2023	0,11	5,90	2%	13%	0,73	5%	3,25	0,00	26,75
		2024	0,04	1,47	75%	33%	0,69	2%	4,18	0,13	27,03
16	ADHI	2020	0,49	0,44	-29%	4%	0,98	0%	1,11	1,69	31,27
		2021	0,33	0,42	6%	5%	0,93	0%	1,02	1,81	31,32
		2022	0,35	0,52	18%	0%	0,88	0%	1,20	1,19	31,32
		2023	0,28	7,72	48%	1%	0,84	1%	1,15	1,35	31,33
		2024	0,31	0,38	-33%	-13%	0,77	1%	1,12	0,95	31,19
17	BDKR	2020	0,47	0,39	-20%	4%	1,00	8%	1,24	0,79	27,47
		2021	0,37	0,90	-9%	-2%	1,00	3%	1,41	0,66	27,45
		2022	0,48	0,75	15%	54%	1,47	5%	1,09	1,28	27,88
		2023	0,50	-7,68	29%	21%	2,08	5%	1,68	0,97	28,07
		2024	0,50	2,03	-21%	-13%	1,09	1%	2,84	0,73	27,93
18	BUKK	2020	0,28	0,36	-34%	5%	1,02	9%	1,19	0,75	29,24
		2021	0,36	0,47	-3%	5%	0,98	9%	1,20	0,57	29,28
		2022	0,59	1,62	7%	20%	0,89	7%	1,28	0,64	29,47
		2023	0,67	0,41	24%	34%	0,81	8%	1,00	0,85	29,76
		2024	0,61	1,37	-29%	9%	0,70	6%	1,15	0,80	29,85
19	DGIK	2020	0,01	-0,67	-48%	-17%	0,67	-1%	1,47	0,71	27,73
		2021	0,07	-0,62	-23%	-9%	1,44	1%	1,59	0,55	27,64
		2022	0,06	-2,15	2%	-9%	1,13	1%	1,35	0,49	27,54
		2023	0,02	-0,48	24%	0%	0,89	3%	1,56	0,45	27,54
		2024	0,01	2,57	39%	30%	0,80	4%	1,28	0,75	27,81
20	FIMP	2020	0,00	0,57	-54%	-36%	1,21	3%	0,14	0,70	23,76
		2021	0,00	-0,98	-26%	57%	0,60	-3%	5,13	0,12	24,22
		2022	0,00	-1,21	7%	8%	1,01	2%	7,59	0,18	24,29
		2023	0,42	6,10	9%	-2%	0,99	2%	7,06	0,13	24,27
		2024	0,00	7,10	-18%	3%	0,67	1%	7,24	0,15	24,30
21	IDPR	2020	0,30	-3,39	-32%	-24%	0,78	-25%	1,40	0,97	28,04
		2021	0,38	9,01	34%	-1%	0,84	-10%	1,20	1,41	28,03
		2022	0,27	-2,46	21%	3%	0,82	0%	1,27	1,45	28,06
		2023	0,37	2,06	22%	9%	0,77	2%	1,14	1,54	28,15
		2024	0,36	0,45	-14%	-11%	0,77	2%	1,16	1,20	28,03
22	JKON	2020	0,75	0,77	-45%	-7%	1,84	1%	1,63	0,70	29,15
		2021	0,34	0,38	15%	-9%	0,85	-1%	2,14	0,56	29,05
		2022	0,34	1,42	28%	4%	0,79	5%	1,95	0,51	29,09

		2023	0,18	0,46	2%	2%	0,66	6%	1,90	0,51	29,11
		2024	0,16	0,31	-15%	-1%	0,59	4%	2,08	0,38	29,11
23	KOKA	2020	0,47	4,56	27%	66%	1,00	-3%	4,16	0,31	24,55
		2021	0,50	1,39	924%	63%	1,00	15%	1,45	0,63	25,04
		2022	0,45	0,61	31%	9%	0,92	24%	2,71	0,15	25,12
		2023	0,00	-0,92	8%	164%	0,87	8%	3,36	0,26	26,10
		2024	0,00	-3,91	-66%	1%	3,27	4%	4,08	0,21	26,11
24	KRYA	2020	0,33	1,22	-57%	-9%	1,00	1%	1,44	1,66	25,28
		2021	0,14	2,32	24%	29%	1,00	5%	1,45	1,54	25,53
		2022	0,00	-1,59	93%	26%	0,93	8%	2,94	0,57	25,77
		2023	0,00	-0,80	-28%	23%	0,95	1%	2,08	0,83	25,98
		2024	0,00	0,85	53%	-6%	0,90	1%	2,25	0,68	25,91
25	MANG	2020	0,00	0,00	0%	0%	1,00	-3%	0,00	0,53	25,10
		2021	0,00	-7,33	-36%	0%	1,00	4%	2,84	0,36	25,10
		2022	0,72	-1,59	-57%	29%	1,00	-10%	2,21	0,46	25,36
		2023	0,62	6,77	326%	-1%	2,73	1%	2,52	0,42	25,34
		2024	0,55	-0,49	21%	90%	2,14	0%	4,17	0,29	25,98
26	MTPS	2020	0,15	3,88	-34%	11%	1,01	-6%	3,40	0,56	27,00
		2021	0,13	-0,48	-57%	-66%	1,66	-128%	1,50	0,68	25,92
		2022	0,24	7,22	-89%	-31%	2,08	-35%	1,01	0,94	25,55
		2023	0,42	6,22	-58%	-23%	0,76	-16%	0,91	0,99	25,30
		2024	0,20	1,79	324%	-12%	0,76	-6%	1,13	0,95	25,17
27	NRCA	2020	0,00	-0,85	-20%	-10%	0,91	2%	2,06	0,93	28,43
		2021	0,01	0,87	-20%	-4%	0,79	2%	2,17	0,84	28,39
		2022	0,01	3,36	47%	15%	0,82	3%	1,93	1,04	28,53
		2023	0,01	0,77	18%	-5%	0,84	4%	2,03	0,95	28,48
		2024	0,01	1,96	16%	2%	0,86	3%	1,93	0,97	28,50
28	PBSA	2020	0,00	1,77	-9%	-3%	0,87	6%	3,23	0,31	27,28
		2021	0,02	2,30	-49%	11%	0,96	11%	3,33	0,34	27,38
		2022	0,00	0,53	162%	10%	1,31	16%	3,23	0,33	27,48
		2023	0,08	0,50	-22%	-7%	1,40	24%	3,11	0,33	27,40
		2024	0,27	-3,25	102%	40%	1,30	19%	2,67	0,44	27,74
29	PPRE	2020	0,28	0,97	-39%	-11%	0,98	2%	1,30	1,43	29,56
		2021	0,26	0,95	20%	2%	0,83	2%	1,19	1,36	29,58
		2022	0,12	0,82	29%	8%	0,75	2%	1,29	1,41	29,66
		2023	0,11	3,80	-6%	-6%	0,65	2%	1,54	1,16	29,60
		2024	0,14	0,34	11%	7%	0,62	3%	1,71	1,19	29,67
30	PTDU	2020	0,00	-0,94	-60%	50%	1,00	1%	1,14	1,57	26,17
		2021	0,05	-1,43	401%	50%	1,55	1%	1,21	2,62	26,57
		2022	0,03	8,12	-37%	-20%	1,06	-24%	1,01	3,01	26,35
		2023	0,01	-4,58	-23%	-24%	1,19	-16%	0,83	4,93	26,07
		2024	0,02	0,66	-63%	-29%	1,22	-28%	0,46	-1,47	25,73
31	PTPP	2020	0,38	-1,07	-36%	-10%	0,95	0%	1,21	2,82	31,61
		2021	0,31	0,64	6%	4%	0,85	1%	1,12	2,88	31,65
		2022	0,33	1,16	13%	4%	0,82	1%	1,21	2,89	31,68
		2023	0,35	0,70	-2%	-2%	0,78	0%	1,14	2,73	31,67
		2024	0,32	1,07	7%	0%	0,77	0%	1,29	2,71	31,67
32	PTPW	2020	0,02	0,95	3%	26%	2,29	7%	5,48	0,14	26,80
		2021	0,00	0,29	60%	24%	1,37	10%	3,00	0,25	27,02
		2022	0,00	0,35	12%	8%	1,47	14%	5,85	0,14	27,09
		2023	0,00	0,66	17%	20%	1,36	15%	5,08	0,17	27,27
		2024	0,28	0,58	-6%	4%	1,19	4%	4,42	0,18	27,32
33	RONY	2020	0,58	-0,53	-66%	102%	1,25	-11%	2,01	0,16	24,43
		2021	0,02	-3,16	104%	-5%	1,00	-8%	1,60	0,21	24,38
		2022	0,02	1,18	-9%	-79%	1,18	-339%	1,66	0,77	22,81

		2023	0,22	-3,72	-38%	8%	0,72	1%	1,73	0,85	22,89
		2024	0,00	2,27	-47%	-18%	1,97	26%	1,10	0,10	22,70
34	SMKM	2020	0,42	-0,47	20%	502%	1,00	3%	2,46	0,05	25,06
		2021	0,00	1,60	111%	194%	1,51	4%	2,17	0,83	26,14
		2022	0,45	-1,78	13%	-9%	3,85	5%	2,65	0,04	26,04
		2023	0,00	-1,65	-9%	2%	0,34	5%	7,91	0,02	26,06
		2024	0,19	-4,02	-34%	2%	0,42	1%	5,46	0,02	26,07
35	SSIA	2020	0,47	-0,64	-26%	-6%	0,80	-1%	1,61	0,80	29,66
		2021	0,48	-1,54	-20%	2%	0,77	-2%	2,07	0,91	29,68
		2022	0,52	-3,72	54%	7%	0,64	3%	1,82	0,95	29,75
		2023	0,57	2,22	26%	2%	0,71	3%	2,13	0,89	29,76
		2024	0,65	0,98	38%	23%	0,84	4%	3,02	0,30	29,97
36	TAMA	2020	0,34	-4,74	-39%	23%	1,34	-2%	0,19	2,38	25,85
		2021	0,51	7,05	98%	3%	1,06	0%	0,16	2,48	25,89
		2022	0,50	-0,52	-71%	14%	1,00	-2%	0,43	2,36	26,02
		2023	0,45	-1,10	92%	-3%	0,83	-3%	0,04	2,66	25,99
		2024	0,12	1,58	-18%	0%	0,86	-4%	0,30	3,34	25,99
37	TOPS	2020	0,00	0,87	-53%	-15%	1,35	-6%	2,00	1,78	28,49
		2021	0,04	0,52	90%	0%	1,35	0%	1,84	1,79	28,49
		2022	0,00	-2,99	26%	2%	1,38	-4%	1,48	2,18	28,51
		2023	0,00	-3,87	-55%	-34%	0,92	-20%	2,47	2,71	28,10
		2024	0,00	-1,55	-88%	2%	0,76	-1%	2,32	2,90	28,11
38	TOTL	2020	0,02	-3,77	-7%	-2%	1,04	4%	1,49	1,54	28,69
		2021	0,02	1,55	-24%	-6%	0,94	4%	1,58	1,21	28,63
		2022	0,02	0,83	30%	10%	0,93	3%	1,49	1,41	28,73
		2023	0,01	2,70	33%	5%	1,07	6%	1,33	1,94	28,77
		2024	0,01	0,42	2%	12%	1,32	8%	1,28	1,94	28,88
39	WEGE	2020	0,08	4,75	-38%	-2%	1,04	3%	1,49	1,77	29,44
		2021	0,05	4,58	13%	-2%	0,91	4%	1,45	1,51	29,42
		2022	0,21	-0,72	-25%	-9%	0,79	4%	1,98	1,14	29,32
		2023	0,10	0,78	68%	3%	0,67	1%	1,93	1,17	29,35
		2024	0,15	-1,77	-8%	3%	0,65	1%	1,76	1,20	29,38
40	WIKI	2020	0,62	1,30	-39%	10%	0,98	0%	1,09	3,09	31,85
		2021	0,62	-0,50	8%	2%	0,87	0%	1,01	2,98	31,87
		2022	0,61	-0,70	21%	8%	0,85	0%	1,10	3,29	31,95
		2023	0,60	-0,56	5%	-12%	0,88	-12%	0,80	5,89	31,82
		2024	0,65	2,52	-15%	-4%	0,97	-4%	1,59	4,35	31,78
41	WSKT	2020	0,00	0,00	-48%	-14%	1,01	-9%	0,67	5,37	32,29
		2021	0,00	0,01	-24%	-2%	1,01	-2%	1,56	5,70	32,27
		2022	0,01	0,00	25%	-5%	0,96	-2%	1,56	5,90	32,22
		2023	0,00	0,00	-28%	-3%	0,94	-4%	0,95	7,24	32,19
		2024	0,00	0,00	-2%	-19%	0,97	-5%	0,91	8,79	31,98
42	PTHK	2020	0,46	-0,50	-18%	21%	0,89	-2%	0,62	2,49	32,34
		2021	0,59	-4,16	-5%	20%	0,84	-2%	1,06	1,43	32,52
		2022	0,62	2,77	18%	18%	0,80	-1%	1,97	0,84	32,68
		2023	0,54	-0,59	11%	9%	0,98	1%	2,27	0,46	32,77
		2024	0,59	-0,79	12%	15%	0,97	1%	2,14	0,42	32,91
43	INET	2020	0,34	0,60	55%	112%	1,00	16%	1,50	1,22	22,51
		2021	0,31	0,63	48%	42%	1,00	19%	1,46	0,95	22,86
		2022	0,27	1,39	0%	203%	0,98	2%	1,14	0,12	25,01
		2023	0,20	-1,67	45%	207%	1,75	0%	8,78	0,04	26,13
		2024	0,18	7,49	5%	3%	1,24	1%	5,32	0,06	26,16
44	JAST	2020	0,21	-2,54	-13%	-23%	2,41	-13%	1,15	1,04	25,46
		2021	0,15	-2,82	11%	-12%	2,29	-8%	0,52	1,07	25,34
		2022	0,26	-3,57	21%	31%	1,12	-8%	0,83	0,71	25,60

		2023	0,28	0,88	59%	8%	0,74	1%	1,07	0,55	25,68
		2024	0,31	0,57	10%	5%	0,92	-4%	0,71	0,71	25,72
45	KBLV	2020	0,44	-2,63	-24%	-8%	0,98	0%	0,03	1,16	29,52
		2021	0,21	-1,16	-20%	-31%	1,21	-28%	0,03	3,15	29,15
		2022	0,27	-0,37	-8%	-72%	1,46	-22%	0,35	0,09	27,87
		2023	0,26	-0,70	-19%	-19%	1,69	-8%	0,22	0,16	27,66
		2024	0,48	-4,50	-75%	111%	0,73	3%	0,22	0,01	28,41
46	KETR	2020	0,49	1,48	-33%	8%	0,47	7%	4,58	0,81	27,64
		2021	0,46	0,68	51%	38%	0,54	8%	8,40	1,07	27,96
		2022	0,42	-1,57	-21%	16%	0,97	4%	7,99	0,86	28,10
		2023	0,48	-1,43	11%	36%	0,87	4%	2,80	1,31	28,41
		2024	0,44	0,91	42%	-5%	0,74	4%	3,68	1,01	28,36
47	LINK	2020	0,53	0,19	8%	17%	1,32	12%	0,27	0,69	29,69
		2021	0,55	0,22	10%	25%	1,64	9%	0,44	0,86	29,91
		2022	0,55	0,29	-2%	19%	1,21	2%	0,19	1,34	30,09
		2023	0,50	0,24	-42%	9%	0,96	-4%	0,24	1,93	30,17
		2024	0,63	0,36	-1%	10%	0,89	-9%	0,38	1,78	30,26
48	TLKM	2020	0,10	0,11	1%	12%	1,88	12%	0,67	1,04	33,14
		2021	0,11	0,12	5%	12%	1,92	12%	0,89	0,91	33,26
		2022	0,11	0,11	3%	-1%	1,82	10%	0,78	0,84	33,25
		2023	0,11	0,14	1%	4%	1,82	11%	0,78	0,83	33,29
		2024	0,13	0,14	1%	4%	1,35	10%	0,82	0,84	33,33
49	BALI	2020	0,44	0,09	26%	12%	1,19	2%	0,62	1,13	29,17
		2021	0,49	0,09	22%	8%	1,22	4%	0,71	1,13	29,24
		2022	0,49	0,09	3%	4%	1,12	4%	0,66	1,13	29,28
		2023	0,49	0,10	-2%	6%	1,13	3%	0,33	1,19	29,34
		2024	0,50	0,12	9%	10%	1,71	2%	0,73	1,35	29,44
50	BTEL	2020	0,46	-1,87	3%	-79%	3,48	-3%	0,00	-0,92	21,91
		2021	0,64	0,52	137%	168%	1,00	-458%	0,02	-1,00	23,76
		2022	0,62	-2,43	-8%	60%	1,00	-354%	0,01	-1,01	24,23
		2023	0,40	-7,42	68%	81%	4,61	13%	0,04	-0,87	24,82
		2024	0,39	3,63	71%	1%	4,74	-153%	0,05	-1,01	24,83
51	CENT	2020	0,52	0,27	32%	33%	1,26	-7%	0,22	1,79	29,66
		2021	0,17	0,21	59%	1%	1,65	-4%	0,98	2,06	29,67
		2022	0,25	0,19	33%	161%	1,20	-11%	1,42	-3,18	30,63
		2023	0,22	0,29	8%	0%	1,16	-4%	0,56	-7,59	30,63
		2024	0,23	0,37	-1%	39%	0,89	-6%	0,46	2,72	30,96
52	EXCL	2020	0,00	0,11	3%	8%	1,17	1%	0,40	2,54	31,85
		2021	0,00	0,13	3%	7%	1,19	2%	0,37	2,62	31,92
		2022	0,01	0,13	9%	20%	1,03	1%	0,39	2,39	32,10
		2023	0,03	0,12	11%	0%	1,00	1%	0,36	2,31	32,10
		2024	0,04	0,11	6%	-2%	1,04	2%	0,40	2,29	32,09
53	FREN	2020	0,09	0,23	35%	40%	1,16	-4%	0,31	2,13	31,29
		2021	0,10	0,14	11%	12%	1,33	-1%	0,24	2,43	31,40
		2022	0,16	0,17	7%	7%	1,14	2%	0,27	1,95	31,47
		2023	0,19	0,16	4%	-3%	1,02	0%	0,66	1,87	31,44
		2024	0,18	0,17	-2%	-4%	0,75	-3%	0,72	1,01	31,40
54	GHON	2020	0,00	0,12	23%	12%	1,36	9%	0,33	0,24	27,44
		2021	0,00	0,12	15%	23%	1,53	9%	0,30	0,42	27,65
		2022	0,00	0,13	13%	13%	1,24	8%	0,32	0,48	27,78
		2023	0,07	0,14	9%	18%	1,16	7%	0,31	0,63	27,94
		2024	0,11	0,16	4%	5%	1,02	6%	0,30	0,69	27,99
55	GOLD	2020	0,00	0,69	10%	3%	1,01	4%	4,28	0,09	26,55
		2021	0,00	-1,29	11%	7%	1,51	4%	3,55	0,11	26,61
		2022	0,00	0,77	7%	11%	1,13	4%	3,03	0,09	26,72

		2023	0,00	0,69	1%	3%	0,98	4%	1,80	0,10	26,74
		2024	0,00	0,63	9%	6%	0,92	4%	1,81	0,09	26,80
56	IBST	2020	0,44	0,59	3%	17%	1,34	1%	1,16	0,68	29,97
		2021	0,46	0,94	-13%	-8%	1,13	1%	2,81	0,45	29,89
		2022	0,60	0,54	12%	-1%	1,16	0%	1,95	0,60	29,88
		2023	0,60	0,38	2%	-19%	1,47	1%	1,82	0,90	29,66
		2024	0,43	0,27	-22%	-42%	2,05	-42%	0,39	1,04	29,12
57	ISAT	2020	0,29	0,09	7%	0%	0,91	-1%	0,42	2,35	31,77
		2021	0,32	0,09	12%	1%	0,97	11%	0,40	3,69	31,78
		2022	0,24	0,11	49%	80%	0,83	5%	0,52	1,98	32,37
		2023	0,25	0,10	10%	1%	0,87	4%	0,45	1,75	32,37
		2024	0,27	0,09	9%	0%	1,38	5%	0,48	1,64	32,37
58	LCKM	2020	0,00	0,58	2%	2%	2,58	3%	1,06	0,09	25,71
		2021	0,00	-3,56	8%	0%	2,07	1%	1,17	0,09	25,71
		2022	0,00	-2,90	-36%	-1%	2,17	0%	1,45	0,07	25,70
		2023	0,00	-8,95	-50%	-3%	2,06	0%	2,56	0,04	25,67
		2024	0,00	-1,10	30%	1%	2,00	0%	1,44	0,05	25,69
59	MORA	2020	0,58	0,32	-7%	12%	1,00	8%	0,73	3,16	29,72
		2021	0,58	0,28	11%	80%	0,84	5%	1,00	2,20	30,31
		2022	0,51	0,21	11%	2%	1,47	5%	1,20	1,39	30,33
		2023	0,47	0,28	-7%	0%	1,25	5%	1,03	1,15	30,33
		2024	0,40	0,18	-8%	-2%	1,24	2%	1,58	0,98	30,32
60	MTEL	2020	0,27	0,16	16%	26%	1,53	2%	0,39	2,10	30,86
		2021	0,20	0,27	11%	128%	1,20	2%	3,29	0,00	31,69
		2022	0,16	0,23	13%	-3%	1,53	3%	0,77	0,66	31,66
		2023	0,14	0,28	12%	2%	1,43	4%	0,31	0,68	31,68
		2024	0,14	0,22	7%	2%	1,35	4%	0,28	0,74	31,69
61	OASA	2020	0,12	-1,58	-93%	-1%	0,56	-1%	4,10	0,00	24,57
		2021	0,04	4,45	181%	377%	1,20	1%	7,08	0,00	26,13
		2022	0,04	4,98	239%	31%	1,00	1%	0,14	0,00	26,41
		2023	0,43	-0,48	8%	159%	1,27	0%	8,17	0,00	27,36
		2024	0,45	2,77	51%	-3%	1,40	-9%	0,59	0,04	27,33
62	SUPR	2020	0,13	0,15	9%	8%	0,69	6%	1,14	2,18	30,12
		2021	0,14	0,14	8%	-3%	0,74	-1%	1,43	2,20	30,09
		2022	0,00	0,11	-9%	-17%	0,79	10%	0,55	0,92	29,89
		2023	0,00	0,11	0%	3%	0,83	11%	0,28	0,73	29,92
		2024	0,00	0,13	-4%	-1%	0,76	10%	0,29	0,46	29,91
63	TBIG	2020	0,02	0,06	13%	18%	1,77	3%	0,23	2,93	31,23
		2021	0,02	0,06	16%	15%	2,36	4%	0,36	3,28	31,37
		2022	0,03	0,06	6%	3%	1,97	4%	0,41	2,95	31,40
		2023	0,10	0,07	2%	8%	1,75	3%	0,29	2,77	31,47
		2024	0,15	0,06	3%	2%	1,81	3%	0,21	3,48	31,49
64	TOWR	2020	0,12	0,16	15%	24%	2,15	8%	0,42	2,36	31,16
		2021	0,13	0,30	16%	91%	1,70	5%	0,34	4,46	31,81
		2022	0,14	0,23	28%	1%	1,64	5%	0,25	3,55	31,81
		2023	0,18	0,22	6%	4%	1,48	5%	0,18	3,14	31,86
		2024	0,18	0,24	8%	14%	1,18	4%	0,25	3,06	31,99
65	PRTL	2020	0,12	0,17	15%	23%	0,80	8%	0,42	2,36	31,16
		2021	0,13	0,33	16%	92%	0,87	5%	0,34	4,46	31,82
		2022	0,14	0,25	28%	0%	0,84	5%	0,25	3,55	31,81
		2023	0,18	0,24	6%	4%	0,81	5%	0,18	3,14	31,86
		2024	0,18	0,26	8%	14%	0,80	4%	0,24	3,07	31,98
66	ARKO	2020	0,37	2,29	-64%	51%	0,89	-4%	2,75	3,64	27,05
		2021	0,43	1,19	281%	23%	1,22	7%	0,32	3,03	27,26
		2022	0,37	-1,03	25%	38%	2,51	6%	1,14	1,37	27,58

		2023	0,48	-3,62	-26%	22%	2,39	5%	2,85	1,55	27,78
		2024	0,37	-0,62	31%	14%	2,77	3%	1,86	1,92	27,91
67	BREN	2020	0,68	0,04	2%	3%	1,00	4%	3,27	2,96	31,48
		2021	0,68	0,04	1%	5%	1,00	5%	3,80	2,50	31,53
		2022	0,68	0,04	10%	8%	1,00	5%	3,97	6,80	31,60
		2023	0,67	0,04	7%	2%	3,30	4%	2,76	4,39	31,62
		2024	0,46	0,04	4%	13%	3,53	4%	1,85	4,17	31,75
68	HGII	2020	0,00	0,00	0%	0%	1,00	7%	0,00	1,01	27,19
		2021	0,46	-1,02	53%	22%	1,00	11%	0,59	0,92	27,39
		2022	0,42	0,80	-62%	0%	1,00	3%	0,63	0,81	27,39
		2023	0,52	0,51	12%	-2%	1,00	3%	0,67	0,69	27,36
		2024	0,45	0,48	-8%	-7%	1,87	5%	2,66	0,49	27,30
69	KEEN	2020	0,38	0,90	10%	12%	0,83	3%	0,37	0,84	29,03
		2021	0,58	-4,25	41%	6%	0,83	3%	1,71	0,84	29,09
		2022	0,61	0,51	19%	15%	0,93	4%	1,87	0,81	29,23
		2023	0,50	0,42	18%	11%	0,98	4%	1,40	0,88	29,33
		2024	0,62	0,76	-18%	5%	0,83	2%	1,34	0,83	29,37
70	LAPD	2020	0,00	-1,84	-81%	-26%	1,00	-46%	0,03	-1,85	25,50
		2021	0,00	-0,66	-28%	-34%	1,00	-140%	0,00	-1,00	25,08
		2022	0,05	-6,63	-39%	-17%	0,97	361%	0,00	-1,00	24,89
		2023	0,05	1,00	66%	216%	0,88	-2%	1,02	3,66	26,04
		2024	0,03	-0,78	29%	11%	1,17	-11%	0,93	6,94	26,14
71	MPOW	2020	0,50	0,30	-21%	-6%	0,66	0%	0,25	0,79	26,28
		2021	0,50	0,24	8%	-8%	0,77	1%	0,26	0,65	26,20
		2022	0,49	0,17	-4%	-16%	0,73	-5%	0,24	0,62	26,03
		2023	0,49	0,21	-28%	-10%	0,60	-2%	0,23	0,49	25,92
		2024	0,49	0,20	13%	-11%	0,70	-2%	0,28	0,37	25,80
72	PGEO	2020	0,08	0,08	-45%	1%	1,00	3%	0,47	1,49	31,21
		2021	0,07	0,07	2%	-5%	1,00	4%	1,40	0,95	31,16
		2022	0,07	0,08	9%	13%	1,38	5%	0,51	0,97	31,28
		2023	0,09	0,08	8%	19%	1,39	5%	3,54	0,50	31,45
		2024	0,08	0,08	4%	6%	1,14	5%	3,65	0,49	31,51
73	POWR	2020	0,34	0,07	-18%	3%	1,11	6%	7,74	1,00	30,57
		2021	0,29	0,09	8%	2%	1,00	7%	9,28	0,95	30,60
		2022	0,23	0,09	11%	9%	0,99	5%	9,90	0,95	30,69
		2023	0,23	0,08	2%	-4%	1,03	6%	9,62	0,88	30,65
		2024	0,24	0,08	4%	6%	0,98	6%	1,07	0,89	30,70
74	TGRA	2020	0,49	-0,66	-48%	-21%	1,11	1%	0,64	0,24	26,82
		2021	0,00	9,69	211%	5%	0,74	2%	1,06	0,28	26,87
		2022	0,00	1,04	-64%	3%	0,51	1%	1,01	0,29	26,90
		2023	0,00	1,57	-93%	-2%	0,58	-2%	0,35	0,41	26,88
		2024	0,00	-1,53	-100%	3%	0,47	-5%	0,25	0,48	26,91
75	HADE	2020	0,03	1,46	3%	-11%	2,92	-16%	5,09	0,13	23,47
		2021	0,19	1,87	3%	-1%	2,95	-2%	5,33	0,15	23,46
		2022	0,12	0,82	3%	-3%	3,03	-2%	6,03	0,13	23,43
		2023	0,06	-0,76	3%	-4%	0,72	-5%	6,60	0,15	23,39
		2024	0,06	-2,83	-1%	-5%	1,06	-5%	8,26	0,15	23,34
76	ZBRA	2020	0,00	1,68	-6%	20%	1,00	-24%	0,08	-1,63	22,62
		2021	0,08	-0,55	547%	530%	2,55	2%	0,15	1,32	27,93
		2022	0,08	5,16	-15%	0%	2,44	-8%	0,15	1,50	27,92
		2023	0,32	1,65	-42%	145%	0,94	-4%	1,33	1,73	28,82
		2024	0,63	5,51	-78%	-8%	0,62	-9%	1,35	1,56	28,74
77	MEDP	2020	0,73	0,76	-33%	6%	1,00	1%	1,36	2,54	30,54
		2021	0,79	0,43	-12%	-28%	1,00	3%	1,64	1,27	30,21
		2022	0,78	0,33	-4%	17%	1,00	0%	0,89	1,31	30,37

		2023	0,61	0,25	148%	3%	1,00	0%	1,15	1,43	30,40
		2024	0,74	0,36	-24%	16%	1,00	-1%	0,93	1,77	30,54
78	PPLN	2020	0,34	0,14	-4%	0%	1,00	0%	0,65	0,69	35,00
		2021	0,36	0,20	6%	2%	1,00	1%	0,59	0,64	35,02
		2022	0,46	0,14	20%	2%	1,00	1%	0,82	0,65	35,03
		2023	0,49	0,17	10%	2%	1,00	1%	0,92	0,64	35,05
		2024	0,53	0,20	12%	6%	1,00	1%	0,97	0,67	35,11
79	CDIA	2020	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		2023	0,31	-0,01	0%	0%	1,00	0%	2,29	0,86	30,28
		2024	0,36	0,02	40%	23%	1,00	3%	9,01	0,64	30,49