



PENGARUH FREE CASH FLOW, ENVIRONMENTAL AND SOCIAL DISCLOSURE TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN GOVERNANCE DISCLOSURE SEBAGAI VARIABEL MODERASI (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Energi dan Bahan Baku yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2021-2024)

Gamaliel Wira Santoso
Agus Purwanto¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +6282135240978

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of free cash flow, environmental disclosure, and social disclosure on firm value, as well as to examine the role of governance disclosure as a moderating variable. The study focuses on companies in the energy and basic materials sectors listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2021–2024 period. These sectors were selected because they are characterized by high capital intensity, large investment requirements, and substantial exposure to environmental, social, and governance issues. This study employs a quantitative approach using secondary data obtained from financial statements, market data, and the Bloomberg ESG Database. The sampling technique used is purposive sampling, with the unit of analysis in the form of firm-year observations. The research data are structured as unbalanced panel data and analyzed using Moderated Regression Analysis (MRA) with a pooled regression approach through IBM SPSS Statistics. After the sample selection process and outlier treatment, the final sample consisted of 121 firm-year observations. The results show that free cash flow has a positive effect on firm value, while environmental disclosure has no effect on firm value. Social disclosure affects firm value, but in a negative direction. In the moderating analysis, governance disclosure does not moderate the effect of free cash flow on firm value, weakens the effect of environmental disclosure on firm value, and strengthens the effect of social disclosure on firm value. These findings indicate that market responses to financial and non-financial factors are selective, and that corporate governance plays different roles in shaping the relationship between sustainability disclosure and firm value.

Keywords: free cash flow, environmental disclosure, social disclosure, governance disclosure, firm value.

PENDAHULUAN

Dalam perspektif keuangan modern, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan sebagai cerminan kesejahteraan pemegang saham. Nilai perusahaan merefleksikan bagaimana pasar menilai kinerja, risiko, dan prospek pertumbuhan perusahaan, yang umumnya tercermin dalam harga saham. Dalam perkembangannya, penilaian investor terhadap perusahaan tidak lagi hanya bertumpu pada indikator keuangan semata. Pasar semakin memperhatikan bagaimana perusahaan mengelola risiko, menjaga keberlanjutan usaha, membangun hubungan dengan pemangku kepentingan, serta menerapkan tata kelola yang baik.

Salah satu faktor keuangan yang penting dalam menjelaskan nilai perusahaan adalah free cash flow (FCF). Jensen (1986) mendefinisikan free cash flow sebagai kas yang

¹ Corresponding author

tersedia setelah perusahaan memenuhi kebutuhan investasi yang diperlukan untuk mempertahankan operasi dan pertumbuhan usahanya. Dalam perspektif agency theory, free cash flow yang besar dapat menimbulkan konflik keagenan apabila manajer menggunakan dana tersebut untuk proyek yang kurang produktif. Sebaliknya, dalam perspektif signaling theory, free cash flow yang tinggi juga dapat dipandang sebagai sinyal positif mengenai kekuatan arus kas, fleksibilitas keuangan, dan kemampuan perusahaan dalam membiayai ekspansi.

Selain faktor keuangan, investor semakin memperhatikan keterbukaan perusahaan terhadap aspek keberlanjutan, khususnya dimensi lingkungan (environmental disclosure) dan sosial (social disclosure). Relevansi isu tersebut menjadi sangat kuat pada sektor energi dan bahan baku. Sektor ini identik dengan karakteristik padat modal, sensitif terhadap fluktuasi harga komoditas, serta memiliki eksposur tinggi terhadap risiko lingkungan dan sosial. Di Indonesia, batubara masih menjadi komponen terbesar dalam bauran energi 2023 sebesar 40,46%, dan produksi batubara tahun 2023 mencapai 775 juta ton. Pada saat yang sama, Indonesia juga memegang peran penting dalam pasar logam yang krusial bagi rantai pasok transisi energi. Urgensi pengungkapan keberlanjutan di Indonesia juga semakin meningkat sejak diberlakukannya POJK Nomor 51/POJK.03/2017 tentang penerapan keuangan berkelanjutan.

Pada titik ini, governance disclosure menjadi faktor yang sangat penting untuk memperkuat kredibilitas informasi. Dalam perspektif agency theory, tata kelola yang baik dapat mengurangi potensi perilaku oportunistik manajemen. Sementara dalam signaling theory, tata kelola yang memadai meningkatkan kepercayaan investor atas pengungkapan lingkungan dan sosial. Walaupun banyak penelitian terdahulu mengkaji hal ini, masih terdapat research gap, di antaranya: seringnya ESG digabungkan sebagai agregat padahal respon pasar bisa berbeda (Qiu et al., 2016), dan posisi governance sering kali hanya sebagai variabel independen bukan moderasi (Fatemi et al., 2018). Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan menguji pengaruh secara lebih detail dan mendalam atas free cash flow, environmental disclosure, dan social disclosure terhadap nilai perusahaan dengan governance disclosure sebagai variabel moderasi.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori Pemangku Kepentingan (*Stakeholder Theory*)

Agency Theory: Teori ini menjelaskan hubungan kontraktual antara pemilik (principal) dan manajer (agent). Pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian menimbulkan potensi konflik kepentingan (Jensen & Meckling, 1976). Dalam konteks FCF, Jensen (1986) menegaskan bahwa konflik menjadi serius ketika perusahaan memiliki kas bebas yang besar karena manajer memiliki ruang diskresi yang lebih besar, sehingga dapat mengarah pada agency cost.

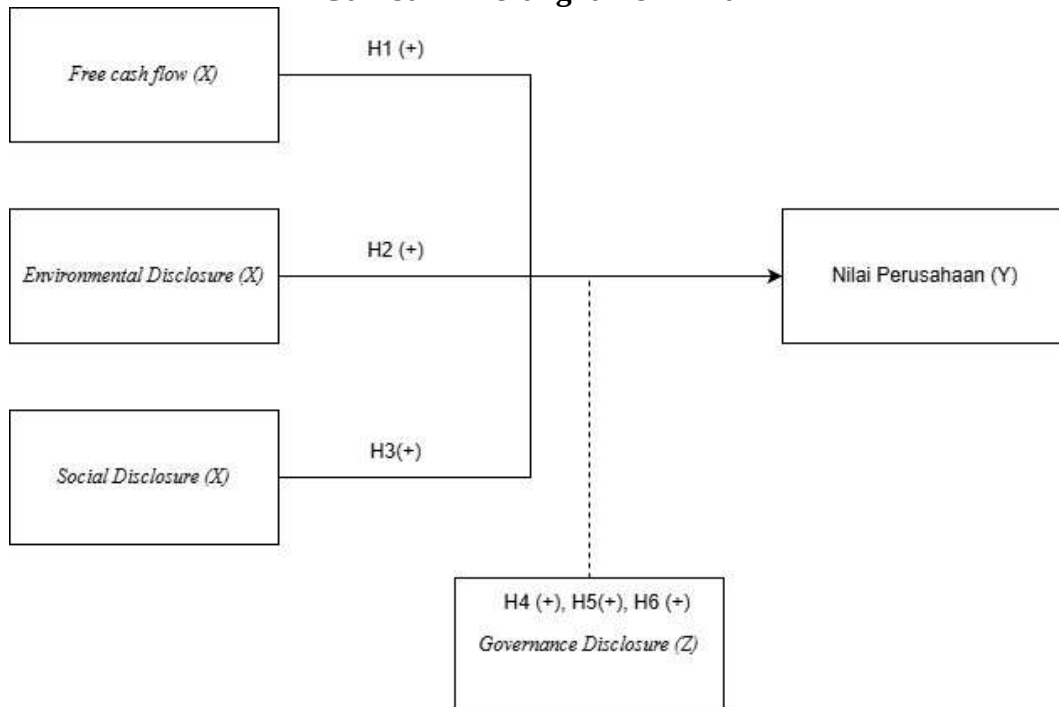
Signaling Theory: Teori ini menjelaskan bagaimana pihak yang memiliki informasi lebih banyak berusaha menyampaikan informasi kepada pihak lain. Dalam kondisi asimetri informasi, pengungkapan laporan keuangan dan ESG berfungsi sebagai sinyal (Healy & Palepu, 2001). FCF dapat menjadi sinyal kekuatan finansial, sementara pengungkapan ESG menjadi sinyal bahwa perusahaan mengelola risiko keberlanjutannya dengan baik.

Legitimacy Theory: Menurut Dowling & Pfeffer (1975), legitimasi muncul ketika terdapat kesesuaian antara nilai-nilai sosial dengan aktivitas organisasi. Environmental dan social disclosure dipahami sebagai instrumen perusahaan untuk mempertahankan "izin sosial" dan menunjukkan bahwa operasional mereka sejalan dengan harapan masyarakat.

Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran ini menempatkan nilai perusahaan sebagai variabel dependen yang dipengaruhi oleh free cash flow, environmental disclosure, dan social disclosure. Governance disclosure diposisikan sebagai variabel moderasi yang mengintervensi (memperkuat atau memperlemah) hubungan ketiga variabel independen tersebut terhadap nilai perusahaan. Gambar kerangka pemikiran disajikan di bawah ini:

Gambar 1 Kerangka Pemikiran



Perumusan Hipotesis

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan: Dalam perspektif signaling theory, free cash flow yang tinggi dipersepsikan sebagai sinyal positif bahwa perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan kas operasional yang kuat dan fleksibilitas keuangan yang baik (Jensen, 1986). Investor cenderung merespon positif kapasitas pendanaan ini.

H1: Free cash flow berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Environmental Disclosure terhadap Nilai Perusahaan: Keterbukaan lingkungan dipandang sebagai sinyal bahwa perusahaan patuh terhadap regulasi dan berorientasi jangka panjang. Dari kacamata legitimacy theory, hal ini menekan ketidakpastian investor terkait risiko kerusakan ekologis di masa depan (Tsang et al., 2023).

H2: Environmental disclosure berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Social Disclosure terhadap Nilai Perusahaan: Keterbukaan informasi sosial memberi sinyal kualitas manajemen dalam memelihara kesejahteraan pekerja dan masyarakat sekitar. Di sektor energi, konflik sosial sangat merugikan operasi, sehingga transparansi aspek sosial dapat meningkatkan nilai pasar (Qiu et al., 2016).

H3: Social disclosure berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Peran Moderasi Governance Disclosure: Tata kelola yang baik memberi sinyal bahwa perusahaan memiliki struktur pengawasan yang memadai untuk mengendalikan perilaku oportunistik. Governance disclosure diperkirakan mampu menekan sentimen negatif (agency problem) pada pemanfaatan FCF, serta meningkatkan kredibilitas data

lingkungan dan sosial dari potensi greenwashing (Fatemi et al., 2018). Oleh karenanya dirumuskan:

H4: Governance disclosure memperkuat pengaruh positif free cash flow terhadap nilai perusahaan.

H5: Governance disclosure memperkuat pengaruh positif environmental disclosure terhadap nilai perusahaan.

H6: Governance disclosure memperkuat pengaruh positif social disclosure terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor energi dan bahan baku yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021–2024. Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling dengan kriteria ketersediaan data laporan keuangan dan skor ESG. Observasi dilakukan dalam bentuk unbalanced panel data (firm-year observation). Setelah proses pembersihan data dari nilai ekstrem (outlier treatment), diperoleh sampel akhir sebanyak 121 observasi perusahaan-tahun dari 40 perusahaan.

Variabel dan Pengukurannya

Tabel 1 Variabel dan Pengukuran

Variabel	Simbol	Rasio Pengukuran	Sumber
Nilai Perusahaan	Tobin's Q	(Nilai Pasar Ekuitas + Total Liabilitas) / Total Aset	Chung & Pruitt (1994)
Free Cash Flow	FCF	Arus Kas Operasi - Belanja Modal	Udayana (2018)
Environmental Disclosure	ENV	Skor Kuantitatif Aspek Lingkungan Bloomberg ESG Score	Bloomberg ESG Scores; GRI Seri 300
Social Disclosure	SOC	Skor Kuantitatif Aspek Sosial Bloomberg ESG Score	Bloomberg ESG Scores; GRI Seri 400
Governance Disclosure	GOV	Skor Kuantitatif Aspek Tata Kelola Bloomberg ESG Score	Bloomberg ESG Scores; GRI 2 (2021)

Jenis dan Sumber Data

Sampel data dalam penelitian diperoleh secara tidak langsung atau data sekunder. Data bersumber dari laporan keuangan, laporan tahunan, dan laporan keberlanjutan perusahaan yang diakses melalui situs Bursa Efek Indonesia dan situs resmi perusahaan, maupun *Bloomberg Database*.

Metode Analisis

Analisis hipotesis dalam penelitian ini menggunakan metode pooled regression dengan pendekatan Moderated Regression Analysis (MRA) melalui bantuan perangkat lunak IBM SPSS Statistics. Untuk menekan tingginya risiko multikolinearitas antar komponen pembentuk variabel produk interaksi, data variabel independen dan moderasi ditransformasi terlebih dahulu menggunakan teknik mean centering. Persamaan model MRA diformulasikan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{cFCF} + \beta_2 \text{cENV} + \beta_3 \text{cSOC} + \beta_4 \text{cGOV} + \beta_5 \text{INT1} + \beta_6 \text{INT2} + \beta_7 \text{INT3} + \varepsilon$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Penelitian ini mengkaji pengaruh CSR terhadap praktik penghindaran pajak dengan direktur wanita sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2024. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan, laporan tahunan, laporan keberlanjutan perusahaan. Pemilihan sampel dilakukan menggunakan teknik *non-probability sampling* dengan metode *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria, terdapat 51 perusahaan manufaktur. Berikut data hasil pemilihan sampel:

Tabel 2 Hasil Ringkasan Pemilihan Sampel

No.	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan bahan baku dan energi anggota di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2021 – 2024	204 perusahaan
2	Perusahaan bahan baku dan energi yang tidak mempunyai data lengkap memenuhi kriteria penyusunan variabel	(153 perusahaan)
3	Perusahaan yang memenuhi semua kriteria variabel	51 perusahaan
4	Perusahaan dalam sampel memiliki data yang lengkap untuk periode 2021–2024, terdapat beberapa observasi yang hanya dapat diakses pada tahun-tahun tertentu (misalnya 2022–2024). Oleh karena itu, observasi tersebut tetap dimasukkan dalam analisis dengan mempertimbangkan ketersediaan data yang ada.	181 observasi
5	Jumlah observasi ekstrem (outlier) yang dikeluarkan dari sampel	(61 observasi)
6	Jumlah observasi akhir setelah outlier	121 observasi

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 3 Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FCF (Triliun)	121	-2,090	14,174	1,297	2,215
Tobin's Q	121	0,159	1,825	0,824	0,394
Env Disc	121	2,00	86,00	43,42	19,846
Soc Disc	121	8,00	64,00	36,45	12,574
Gov Disc	121	37,00	96,00	73,45	14,886

Sumber: Data sekunder yang telah diolah, 2026

Variabel *free cash flow* memiliki nilai rata-rata sebesar Rp1,29 triliun dengan standar deviasi yang sangat lebar, yaitu mencapai Rp2,21 triliun. Nilai standar deviasi yang jauh lebih besar dibandingkan rata-ratanya menunjukkan tingkat penyebaran yang sangat tinggi antarpengamatan. Hal ini mencerminkan karakteristik sektor energi dan bahan baku yang *capital intensive*, membutuhkan investasi besar, dan sangat rentan terhadap volatilitas harga komoditas. Kemampuan menghasilkan kas bebas tertinggi didominasi oleh perusahaan besar seperti PT Perusahaan Gas Negara Tbk (PGAS) dan PT Adaro Andalan Indonesia Tbk (AADI), sementara beberapa perusahaan seperti PT Bumi Resources Minerals Tbk (BRMS) dan PT Vale Indonesia Tbk (INCO) mencatatkan FCF terendah atau negatif.

Nilai perusahaan memiliki nilai minimum 0,159 dan maksimum 1,825, dengan rata-rata sebesar 0,824. Nilai rata-rata yang berada di bawah angka 1 mengindikasikan bahwa secara umum, pasar menilai perusahaan sampel pada tingkat yang masih berada di bawah atau mendekati nilai buku asetnya (belum memberikan premi valuasi yang tinggi). Nilai tertinggi dicatatkan oleh PT Aneka Tambang Tbk (ANTM) sebesar 1,825. Standar deviasi sebesar 0,394 menunjukkan variasi nilai perusahaan antarobservasi cenderung lebih moderat dan terkonsentrasi jika dibandingkan dengan fluktuasi *free cash flow*.

Pengungkapan lingkungan memiliki rentang skor dari 2 hingga 86, dengan rata-rata 43,42 dan standar deviasi 19,846. Nilai ini menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan lingkungan perusahaan sampel secara umum berada pada kategori menengah. Standar deviasi yang cukup besar memperlihatkan bahwa perbedaan keterbukaan informasi lingkungan antarperusahaan masih sangat lebar dan belum seragam. Skor tertinggi diraih oleh PT Bukit Asam Tbk (PTBA) sebesar 86, sedangkan skor terendah dimiliki oleh PT J Resources Asia Pasifik Tbk (PSAB) sebesar 2.

Pengungkapan sosial memiliki nilai rata-rata 36,45 dengan standar deviasi 12,574. Rata-rata ini sedikit lebih rendah dibandingkan pengungkapan lingkungan. Namun, nilai standar deviasi yang lebih kecil menunjukkan bahwa variasi pengungkapan sosial cenderung lebih terkendali dan lebih konsisten antarperusahaan. Skor pengungkapan sosial tertinggi dicatatkan oleh PT Timah Tbk (TINS) sebesar 64, dan terendah oleh PT Trias Sentosa Tbk (TRST) sebesar 8.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Tabel 4 Uji Normalitas-One Sample Kolmogorov-Smirnov Test

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		121
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	0,50016174
Most Extreme Differences	Absolute	0,050
	Positive	0,043
	Negative	-0,050
Test Statistic		0,050
Asymp. Sig. (2-tailed) ^c		.200 ^d
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		
c. Lilliefors Significance Correction.		
d. This is a lower bound of the true significance.		

Sumber : Data diolah oleh peneliti 2026

Uji Normalitas: Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah nilai residual dalam model regresi berdistribusi normal. Berdasarkan uji statistik *One-Sample Kolmogorov-Smirnov*, diperoleh nilai statistik sebesar 0,050 dengan Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,200. Karena nilai signifikansi jauh melampaui batas toleransi $> 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa nilai galat residual di dalam model regresi berdistribusi secara normal, sehingga asumsi normalitas terpenuhi.

Uji Multikoleniaritas

Tabel 5 Uji Multikoleniaritas

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	0,903	0,181		4,978	0,000		
	FCF (Triliun)	3,117	0,000	0,175	1,861	0,065	0,926	1,079
	Env Disc	0,000	0,002	-0,011	-0,091	0,928	0,564	1,772
	Soc Disc	-0,006	0,004	-0,179	-1,327	0,187	0,453	2,209
	Gov Disc	0,001	0,003	0,049	0,399	0,691	0,547	1,830

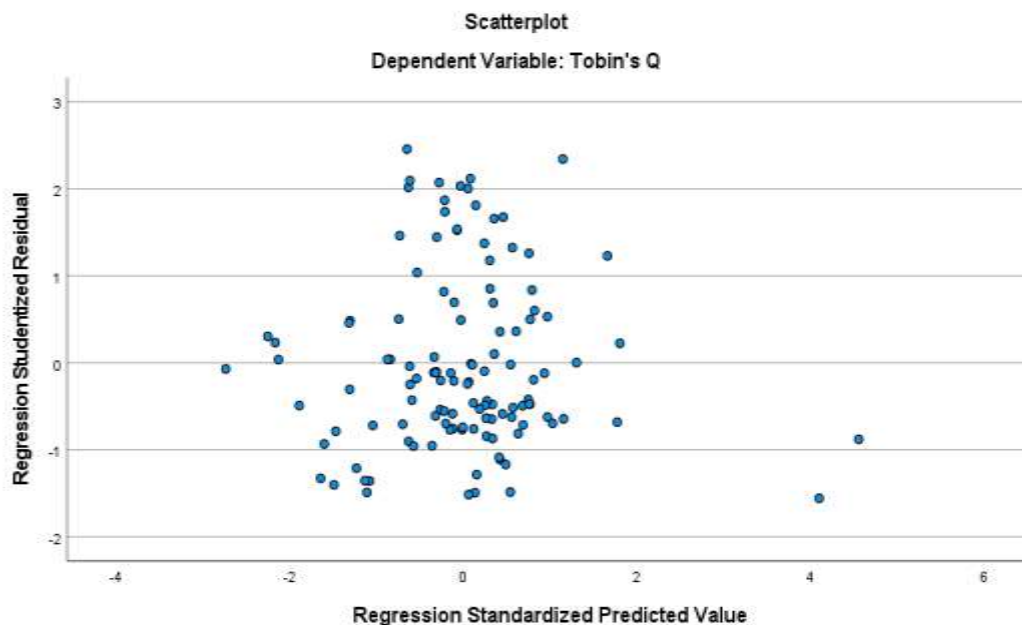
a. Dependent Variable: Tobin's Q

Sumber : Data diolah oleh peneliti 2026

Uji Multikolinearitas: Uji ini memastikan tidak adanya korelasi yang tinggi di antara variabel independen. Berdasarkan Tabel 4, seluruh variabel memiliki nilai *Tolerance* di atas 0,10 (FCF: 0,926; ENV: 0,564; SOC: 0,453; GOV: 0,547) dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) jauh di bawah 10 (FCF: 1,079; ENV: 1,772; SOC: 2,209; GOV: 1,830). Dengan demikian, model regresi dinyatakan terbebas dari masalah multikolinearitas.

Uji Heterokedasitas

Gambar 2 Uji Heterokedasitas-Scatterplot



Sumber : Data diolah oleh peneliti 2026

Uji Heteroskedastisitas: Uji ini digunakan untuk mendeteksi apakah terjadi ketidaksamaan varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain. Melalui analisis sebaran titik grafik *scatterplot* antara nilai prediksi terstandarisasi dengan nilai residu terstudentisasi, titik-titik data terlihat menyebar secara acak di atas maupun di bawah angka nol (0) pada sumbu Y, serta tidak membentuk pola tertentu yang beraturan. Hal ini membuktikan tidak terjadi gejala heteroskedastisitas (model homoskedastisitas).

Uji Autokorelasi

Tabel 6 Uji Autokorelasi
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.298 ^a	0,089	0,058	0,50871	2,184

a. Predictors: (Constant), Gov Disc, FCF, Env Disc, Soc Disc

b. Dependent Variable: Tobin's Q

Sumber : Data diolah oleh peneliti 2026

Uji Autokorelasi: Uji ini untuk memastikan tidak adanya korelasi residual antar periode waktu. Berdasarkan model *summary* regresi, diperoleh nilai *Durbin-Watson* (DW) sebesar 2,184. Nilai statistik ini berada di sekitar parameter angka 2, sehingga disimpulkan bahwa residual model bersifat independen dan terbebas dari ancaman korelasi serial (autokorelasi) antar pengamatan.

Uji Hipotesis

Tabel 7 Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis	Rumusan Hipotesis	Dasar Pengujian	Hasil	Keputusan
H1	<i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	Uji <i>t</i> tanpa moderasi pada variabel FCF	Sig. = 0,019 < 0,05 dan koefisien berarah positif	Diterima
H2	<i>Environmental disclosure</i> berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	Uji <i>t</i> tanpa moderasi pada variabel <i>environmental disclosure</i>	Sig. = 0,488 > 0,05	Ditolak
H3	<i>Social disclosure</i> berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	Uji <i>t</i> tanpa moderasi pada variabel <i>social disclosure</i>	Sig. = 0,038 < 0,05, tetapi koefisien berarah negatif	Ditolak
H4	<i>Governance disclosure</i> memperkuat pengaruh positif <i>free cash flow</i> terhadap nilai perusahaan	Uji interaksi model moderasi pada variabel FCF_X_Gov	Sig. = 0,602 > 0,05	Ditolak
H5	<i>Governance disclosure</i> memperkuat pengaruh positif <i>environmental disclosure</i> terhadap nilai perusahaan	Uji interaksi model moderasi pada variabel Env_X_Gov	Sig. = 0,038 < 0,05, tetapi koefisien interaksi berarah negatif	Ditolak
H6	<i>Governance disclosure</i> memperkuat pengaruh positif <i>social disclosure</i> terhadap nilai perusahaan	Uji interaksi model moderasi pada variabel Soc_X_Gov	Sig. = 0,029 < 0,05 dan koefisien interaksi berarah positif	Diterima

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan

Pengujian hipotesis pertama (H1) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil **diterima**. Nilai signifikansi yang diperoleh sebesar 0,019 (< 0,05) dengan arah koefisien positif. Temuan ini mengindikasikan bahwa tingginya kas bebas direspons oleh pasar sebagai sinyal kekuatan finansial dan fleksibilitas pendanaan internal perusahaan. Hal ini sejalan dengan *agency theory* dan *signaling theory* yang dikemukakan oleh Jensen (1986), serta didukung oleh temuan empiris Lehn dan Poulsen (1989), bahwa kas bebas merupakan sumber daya penting yang mampu meningkatkan penilaian pasar apabila dikelola secara produktif.

Pengaruh *Environmental Disclosure* terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis kedua (H2) yang menyatakan bahwa *environmental disclosure* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dinyatakan **ditolak**. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,488 ($> 0,05$), yang berarti pengungkapan lingkungan belum memberikan pengaruh langsung yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Keterbukaan informasi ekologis di sektor padat modal kemungkinan masih dinilai oleh investor sebatas bentuk pemenuhan kepatuhan administratif semata. Hasil yang tidak signifikan ini relevan dengan kajian Clarkson et al. (2008) yang menyatakan bahwa respons pasar terhadap kinerja dan pengungkapan lingkungan seringkali *mixed* atau tidak selalu konsisten, melainkan sangat dipengaruhi oleh kualitas informasi serta konteks industrinya.

Pengaruh *Social Disclosure* terhadap Nilai Perusahaan

Pada hipotesis ketiga (H3) yang menyatakan bahwa *social disclosure* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, hasilnya juga **ditolak**. Meskipun pengujian menunjukkan nilai yang signifikan yaitu 0,038 ($< 0,05$), arah koefisien yang dihasilkan justru negatif, berlawanan dengan ekspektasi awal. Kondisi ini mengindikasikan bahwa pasar cenderung memandang aktivitas tanggung jawab sosial secara mandiri sebagai beban biaya operasional yang dapat menggerus profitabilitas perusahaan pada saat ini. Temuan ini menunjukkan adanya perbedaan respons pasar bila dibandingkan dengan studi Qiu et al. (2016), sekaligus membuktikan bahwa persepsi investor terhadap pengungkapan sosial dapat sangat bervariasi bergantung pada sektor dan kondisi pasar.

Peran Moderasi *Governance Disclosure* pada Hubungan *Free Cash Flow* dan Nilai Perusahaan

Hipotesis keempat (H4) menguji apakah *governance disclosure* memperkuat pengaruh positif *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Hasilnya **ditolak** karena nilai signifikansi variabel interaksi (FCF_X_Gov) mencapai 0,602 ($> 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa keterbukaan tata kelola tidak memberikan efek moderasi yang berarti. Investor tampaknya merespons indikator kas bebas semata-mata berdasarkan kekuatan fundamental likuiditas perusahaan secara langsung, tanpa banyak dipengaruhi oleh seberapa luas transparansi tata kelola dewan pengawas emiten.

Peran Moderasi *Governance Disclosure* pada Hubungan *Environmental Disclosure* dan Nilai Perusahaan

Pengujian hipotesis kelima (H5) mengenai peran *governance disclosure* dalam memperkuat pengaruh positif *environmental disclosure* terhadap nilai perusahaan juga dinyatakan **ditolak**. Walaupun interaksinya (Env_X_Gov) signifikan secara statistik pada 0,038, arah koefisien interaksinya bernilai negatif. Hal ini mengindikasikan bahwa keterbukaan tata kelola justru memperlemah efek pengungkapan lingkungan. Ketika perusahaan mengumumkan indeks tata kelola yang tinggi, investor justru bersikap lebih kritis dan mengabaikan sinyal laporan lingkungan yang bersifat simbolik, serta lebih menuntut bukti riil penyelesaian masalah fisik kelestarian alam. Fenomena ini selaras dengan penjelasan Tsang et al. (2023) dan Fatemi et al. (2018) bahwa efek pengungkapan ESG (*Environmental, Social, and Governance*) terhadap valuasi sangat bergantung pada bagaimana pasar menafsirkan kredibilitas informasi tersebut.

Peran Moderasi *Governance Disclosure* pada Hubungan *Social Disclosure* dan Nilai Perusahaan

Hipotesis keenam (H6) yang menyatakan bahwa *governance disclosure* memperkuat pengaruh positif *social disclosure* terhadap nilai perusahaan terbukti **diterima**. Interaksi antara kedua variabel tersebut (Soc_X_Gov) menunjukkan signifikansi sebesar 0,029 dengan arah koefisien positif. Transparansi Komite Tata Kelola Internal yang kredibel berhasil meningkatkan kredibilitas informasi sosial di mata pasar. Hal ini mengubah pandangan negatif awal investor (asumsi pemborosan biaya) menjadi konfirmasi sinyal positif bahwa program sosial tersebut dijalankan secara akuntabel demi kelangsungan legitimasi reputasi jangka panjang. Temuan ini mendukung studi empiris Fatemi et al. (2018) dan Velte (2017) mengenai kuatnya peran pengungkapan dan dimensi tata kelola dalam memperkuat sinyal pengungkapan nonkeuangan terhadap kinerja perusahaan.

KESIMPULAN

Penelitian ini memberikan bukti empiris mengenai bagaimana pasar merespons faktor keuangan dan nonkeuangan pada perusahaan sektor energi dan bahan baku di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2024. Kesimpulan dari pengujian hipotesis adalah sebagai berikut:

1. Kapasitas keuangan internal berupa *free cash flow* terbukti secara konsisten menjadi sinyal positif yang meningkatkan apresiasi pasar terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengonfirmasi pandangan Jensen (1986) bahwa ketersediaan kas bebas memberikan fleksibilitas keuangan yang kuat bagi perusahaan.
2. Pengungkapan lingkungan (*environmental disclosure*) tidak terbukti mampu meningkatkan nilai perusahaan secara langsung, yang mengindikasikan bahwa keterbukaan informasi ekologis masih dipandang oleh pasar sekadar sebagai pemenuhan kewajiban administratif (kepatuhan regulasi), sejalan dengan temuan Clarkson et al. (2008) yang menyatakan bahwa respons pasar terhadap kinerja lingkungan sering kali tidak konsisten.
3. Pengungkapan sosial (*social disclosure*) justru berkorelasi negatif terhadap nilai perusahaan secara langsung, menunjukkan bahwa investor awalnya mempersepsikan aktivitas tanggung jawab sosial secara mandiri sebagai beban biaya operasional yang menggerus profitabilitas perusahaan pada saat ini (Qiu et al., 2016).
4. Dalam fungsi moderasinya, *governance disclosure* tidak terbukti memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Pasar menilai kekuatan kas bebas secara independen tanpa memedulikan tingkat transparansi tata kelola perusahaan.
5. *Governance disclosure* terbukti signifikan memoderasi hubungan pengungkapan lingkungan, namun sifatnya justru memperlemah nilai perusahaan. Ketika perusahaan memiliki indeks tata kelola yang tinggi, investor menjadi lebih skeptis dan kritis, sehingga mengabaikan laporan lingkungan yang bersifat simbolik dan lebih menuntut bukti nyata dari performa lingkungan di lapangan (Tsang et al., 2023).
6. Sebaliknya, *governance disclosure* memegang peran krusial sebagai akselerator yang sukses memperkuat pengaruh pengungkapan sosial terhadap nilai perusahaan. Transparansi tata kelola yang baik berhasil membalikkan pandangan pesimis pasar terhadap beban biaya sosial menjadi sebuah sinyal reputasi dan legitimasi jangka panjang yang positif, mendukung studi empiris yang dilakukan oleh Fatemi et al. (2018).

Keterbatasan Penelitian

1. Daya Penjelas Model Terbatas: Nilai *Adjusted R-Square* pada model regresi moderasi (MRA) hanya sebesar 8,0%, yang menandakan bahwa 92,0% variasi nilai perusahaan pada sampel ini ditentukan oleh faktor-faktor lain di luar model.
2. Keterbatasan Ruang Lingkup: Penelitian ini hanya berfokus pada sektor energi dan bahan baku pada periode 2021–2024, sehingga hasil temuan ini tidak dapat digeneralisasi sepenuhnya untuk sektor industri lain yang memiliki struktur risiko dan pola operasional berbeda.
3. Keterbatasan Pengukuran: Variabel pengungkapan sangat bergantung pada skor dari *Bloomberg ESG Database*, di mana penilaiannya ditentukan oleh ketersediaan dan kelengkapan data yang dipublikasikan secara sukarela oleh emiten.
4. Metode Analisis: Penggunaan data *unbalanced panel* yang digabungkan dan dianalisis menggunakan *pooled regression* dalam SPSS belum mampu menangkap secara mendalam efek perbedaan karakteristik spesifik antarperusahaan maupun efek waktu antartahun secara terisolasi.

Saran

Berdasarkan temuan dan keterbatasan tersebut, peneliti selanjutnya sangat disarankan untuk menambahkan variabel kontrol berupa fundamental akuntansi (seperti profitabilitas, *leverage*, atau ukuran aset perusahaan). Selain itu, disarankan pula untuk menggunakan metode analisis khusus data panel (seperti *Fixed Effect Model* atau *Random Effect Model*) untuk menghasilkan estimasi yang lebih presisi. Bagi pihak manajemen perusahaan energi dan bahan baku, hasil ini memberikan pesan penting bahwa tata kelola (*governance*) perusahaan harus dijalankan dengan integritas tinggi, karena pasar membutuhkan jaminan tata kelola yang baik untuk memvalidasi kredibilitas aktivitas sosial perusahaan agar tidak dinilai sebagai pemborosan semata.

REFERENSI

- Al-Tuwaijri, S. A., Christensen, T. E., & Hughes, K. E. (2004). The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach. *Accounting, Organizations and Society*, 29(5–6), 447–471. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(03\)00032-1](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(03)00032-1)
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <http://www.jstor.org/stable/3003330>
- Chung and Pruitt 1994. (n.d.).
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin’s q. *Financial Management*, 23(3), 70. <https://doi.org/10.2307/3665623>
- Clarkson, P., Li, Y., Gordon, R., & Vasvari, F. (2008). Revisiting the Relation Between Environmental Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33, 303–327. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.05.003>
- Cooksey, R. (2020). *Descriptive Statistics for Summarising Data* (pp. 61–139). https://doi.org/10.1007/978-981-15-2537-7_5
- DeAngelo, H., Kahle, K., & Skinner, D. J. (2025). Agency cost of free cash flow, capital allocation, and payouts. *Journal of Financial Economics*, 172(August). <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2025.104117>
- Deegan, C. (2002). The Legitimising Effect of Social and Environmental Disclosures – A Theoretical Foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15, 282–311.



- <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). ORGANIZATIONAL LEGITIMACY : Social Values and Organizational Behavior between the Organizations seek to establish congruence. *The Pacific Sociological Review*, 18(1), 122–136.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1985). Organizational forms and investment decisions. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 101–119.
[https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90045-5](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90045-5)
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64.
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405–440.
[https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers Author (s): Michael C . Jensen Source : The American Economic Review , Vol . 76 , No . 2 , Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). American Finance Association Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions Author (s): Kenneth Lehn and Annette Poulsen Source : The Journal of Finance , Vol . 44 , No . 3 , Papers and Proceedings of the Forty-Eighth Annual Meeting. *The Journal of Finance*, 44(3), 771–787.
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin ’ s q Ratio and Industrial Organization Author (s): Eric B . Lindenberg and Stephen A . Ross Published by : The University of Chicago Press Stable URL : <http://www.jstor.org/stable/2352631> Accessed : 20-04-2016 09 : 58 UTC Tobin ’ s q Ratio and In. *Journal of Business*, 54(1), 1–32.
- Perfect, S. B., & Wiles, K. W. (1994). Alternative constructions of Tobin’s q: An empirical comparison. *Journal of Empirical Finance*, 1(3), 313–341.
[https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0927-5398\(94\)90007-8](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0927-5398(94)90007-8)
- Qiu, Y., Shaukat, A., & Tharyan, R. (2016). Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. *The British Accounting Review*, 48(1), 102–116. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.10.007>
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach Author (s): Stephen A . Ross Published by : RAND Corporation Stable URL : <http://www.jstor.org/stable/3003485> Accessed : 01-05-2016 08 : 49 UTC Your use of the JSTOR archive in. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy : Strategic and Institutional Approaches Author (s): Mark C . Suchman Source : The Academy of Management Review , Vol . 20 , No . 3 (Jul ., 1995), pp . 571-610 Published by : Academy of Management Stable URL : <https://www.jstor.org>. *The Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory Author (s): James Tobin Published by : Ohio State University Press Stable URL : <https://www.jstor.org/stable/1991374> A General Equilibrium Approach To Monetary



- Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure: A literature review. *The British Accounting Review*, 55(1), 101149. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bar.2022.101149>
- Udayana, E. A. U. (2018). *No Title*. 23, 957–981.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Zhang, J. (2025). Corporate Financial Analysis in Value Assessment: An Empirical Study Based on the Cash Flow Analysis Method. *Modern Economics & Management Forum*, 6(1), 100. <https://doi.org/10.32629/memf.v6i1.3561>