



FREE CASH FLOW, KINERJA KEUANGAN, DAN NILAI PERUSAHAAN: PERAN MEDIASI KEPUTUSAN INVESTASI DAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Hazza Rafi Zulkarnain¹, Diana Hasyim²

Universitas Negeri Medan

e-mail: hazzarafi.1205@gmail.com, dianahasyim22@gmail.com

Diterima: Tgl/Bulan/Tahun; Direvisi: Tgl/ Bulan/Tahun; Diterbitkan: Tgl/Bulan/Tahun

ABSTRAK

Nilai perusahaan sektor energi mengalami fluktuasi dan disparitas yang tinggi di tengah kondisi arus kas dan profitabilitas perusahaan yang beragam. Kondisi tersebut terlihat dari dominannya *free cash flow* (FCF) negatif sebesar 65,63% observasi, sementara 17,71% observasi tetap membayarkan dividen melebihi laba bersih. Fenomena ini menunjukkan adanya mekanisme yang kompleks antara kondisi keuangan internal, keputusan investasi, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh FCF dan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung melalui keputusan investasi dan kebijakan dividen. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausal berbasis data panel pada 12 perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018–2024, dengan 84 observasi *firm-year*. Analisis dilakukan menggunakan regresi data panel dan *PROCESS Macro* Hayes dengan 5.000 *bootstrap*. Hasil menunjukkan bahwa FCF berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan investasi dan negatif terhadap nilai perusahaan pada tingkat signifikansi 10%. Kinerja keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi dan kebijakan dividen, tetapi tidak berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi tidak memediasi hubungan FCF maupun kinerja keuangan dengan nilai perusahaan. Sebaliknya, kebijakan dividen memediasi secara parsial pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dengan efek tidak langsung negatif. Temuan ini menunjukkan pentingnya keseimbangan antara distribusi dividen dan kebutuhan reinvestasi perusahaan energi.

Kata Kunci: *free cash flow*, kinerja keuangan, keputusan investasi, kebijakan dividen, nilai perusahaan

ABSTRACT

Firm value in the energy sector has experienced substantial fluctuations and disparities amid varying levels of corporate cash flow and profitability. This condition is reflected in the predominance of negative *free cash flow* (FCF), accounting for 65.63% of observations, while 17.71% of observations still recorded dividend payments exceeding net income. This phenomenon indicates a complex mechanism linking internal financial conditions, investment decisions, dividend policy, and firm value. This study aims to examine the effects of FCF and financial performance on firm value, both directly and indirectly through investment decisions and dividend policy. A quantitative causal research design based on panel data was employed using 12 energy sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2018–2024, comprising 84 *firm-year* observations. The data were analyzed using panel data regression and Hayes' *PROCESS Macro* with 5,000 *bootstrap* samples. The results show that FCF has a significant negative effect on investment decisions and a negative effect on firm value at the 10% significance level. Financial performance has significant positive effects on investment decisions and dividend policy but does not directly affect firm value. Investment decisions do not mediate the effects of FCF or financial performance on firm value. In contrast, dividend policy partially mediates the effect of financial performance on firm value through a negative indirect effect. These findings highlight the importance of balancing dividend distribution with the reinvestment needs of energy companies.

Keywords: *free cash flow*, financial performance, investment decision, dividend policy, firm value



PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merupakan salah satu indikator penting yang mencerminkan keberhasilan manajemen dalam menciptakan kemakmuran bagi pemegang saham sekaligus menunjukkan persepsi pasar terhadap prospek perusahaan pada masa mendatang (Brigham & Houston, 2018). Nilai perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh pencapaian laba, tetapi juga oleh keputusan manajemen dalam mengelola sumber daya dan menentukan penggunaan dana perusahaan. Dalam penelitian ini, nilai perusahaan diproksikan dengan *Tobin's Q* karena ukuran tersebut mempertimbangkan nilai pasar perusahaan sehingga dapat merefleksikan ekspektasi investor terhadap kinerja dan prospek perusahaan di masa depan (Naulita & Rosdiana, 2023). Perspektif tersebut sejalan dengan *signaling theory* yang menjelaskan bahwa informasi dan keputusan keuangan perusahaan dapat menjadi sinyal yang diterjemahkan investor dalam menilai prospek perusahaan (Spence, 1973, dalam Ross et al., 2019).

Permasalahan nilai perusahaan menjadi semakin penting pada sektor energi karena karakteristik industrinya yang *capital intensive*, membutuhkan investasi dalam jumlah besar, dan menghadapi perubahan lingkungan bisnis akibat transisi energi. Kementerian Energi dan Sumber Daya Mineral (2025) menempatkan sektor energi sebagai bagian strategis dalam transformasi menuju ekonomi rendah karbon. Pada tingkat global, International Energy Agency (2023) mencatat bahwa investasi energi bersih pada 2023 untuk pertama kalinya mencapai hampir dua kali lipat dibandingkan investasi bahan bakar fosil. Kondisi tersebut menempatkan perusahaan energi pada situasi yang menuntut keseimbangan antara mempertahankan kinerja keuangan jangka pendek, memenuhi kebutuhan investasi, dan memberikan imbal hasil kepada pemegang saham.

Kondisi tersebut terlihat dari fenomena empiris pada perusahaan sektor energi yang menjadi objek penelitian. Berdasarkan data penelitian periode 2018–2024, nilai *Tobin's Q* mengalami fluktuasi yang cukup besar, dengan rata-rata tahunan berkisar antara 1,15 hingga 2,42. Disparitas nilai perusahaan juga terlihat dari nilai maksimum *Tobin's Q* sebesar 12,92 pada 2023, sedangkan nilai mediannya hanya 1,25. Sebanyak 32,29% observasi bahkan berada pada kondisi *undervalued* dengan *Tobin's Q* kurang dari satu. Dari sisi kondisi keuangan internal, sebanyak 65,63% observasi memiliki *free cash flow* (FCF) negatif. Namun demikian, 17,71% observasi tetap membayarkan dividen yang melebihi laba bersih tahun berjalan. Fenomena tersebut menunjukkan bahwa ketersediaan kas, kemampuan menghasilkan laba, keputusan investasi, dan kebijakan dividen tidak selalu bergerak dalam arah yang sama dalam membentuk nilai perusahaan.

Free cash flow menjadi penting karena menggambarkan kas yang tersedia setelah perusahaan memenuhi kebutuhan operasional dan investasi. FCF yang tinggi dapat memberikan fleksibilitas bagi manajemen untuk membiayai investasi atau membagikan dana kepada pemegang saham. Namun, apabila kas bebas tidak digunakan secara produktif, kondisi tersebut dapat menimbulkan persoalan keagenan karena manajemen memiliki sumber daya yang lebih besar untuk digunakan sesuai kepentingannya. Jensen (dalam Brigham & Houston, 2018) menjelaskan bahwa ketersediaan *free cash flow* dapat berkaitan dengan persoalan penggunaan kas ketika peluang investasi yang menguntungkan terbatas. Dengan demikian, pengaruh FCF terhadap nilai perusahaan tidak hanya bergantung pada jumlah kas yang tersedia, tetapi juga pada keputusan manajemen dalam mengalokasikan kas tersebut.

Selain FCF, kinerja keuangan merupakan faktor penting yang dapat memengaruhi keputusan perusahaan dan penilaian investor. Kinerja keuangan dalam penelitian ini diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA), yang menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan sumber daya yang dimilikinya. Profitabilitas yang tinggi dapat

meningkatkan kemampuan perusahaan menggunakan pendanaan internal untuk membiayai investasi dan memenuhi kewajiban kepada pemegang saham. Dalam kerangka *pecking order theory*, Myers dan Majluf (1984, dalam Ross et al., 2019) menjelaskan bahwa perusahaan cenderung memprioritaskan sumber pendanaan internal sebelum menggunakan pendanaan eksternal. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi memiliki kapasitas yang lebih besar untuk membiayai keputusan investasi dari sumber internal.

Hubungan antara FCF, kinerja keuangan, dan nilai perusahaan juga dapat berlangsung melalui keputusan investasi dan kebijakan dividen. Keputusan investasi menentukan bagaimana sumber daya perusahaan dialokasikan untuk menghasilkan manfaat ekonomi pada masa mendatang. Pada perusahaan energi yang membutuhkan modal besar, keputusan investasi memiliki arti strategis karena berkaitan dengan ekspansi kapasitas, pengembangan aset, dan kemampuan perusahaan beradaptasi terhadap perubahan struktur energi. Sementara itu, kebijakan dividen menentukan proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham dan bagian laba yang dipertahankan untuk kebutuhan perusahaan. Dengan demikian, keputusan investasi dan kebijakan dividen dapat menjadi mekanisme yang menjembatani kondisi keuangan internal dengan respons pasar terhadap nilai perusahaan.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa hubungan antarvariabel tersebut masih menghasilkan temuan yang beragam. Masri et al. (2025) menemukan adanya pengaruh FCF terhadap kinerja keuangan pada perusahaan sektor barang konsumsi non-primer. Hidayati dan Meidiaswati (2024) menunjukkan bahwa keputusan investasi merupakan salah satu faktor yang berkaitan dengan nilai perusahaan. Zakiyya dan Rahmanto (2024) serta Aprilia dan Wahjudi (2021) menemukan hubungan positif antara kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Sementara itu, Simangunsong (2024) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa hubungan FCF, kinerja keuangan, keputusan investasi, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan belum sepenuhnya konsisten, terutama ketika diterapkan pada karakteristik sektor industri yang berbeda.

Perbedaan karakteristik sektor menjadi penting karena perusahaan energi memiliki kebutuhan modal dan risiko industri yang relatif tinggi. Hasil penelitian pada sektor manufaktur, konsumsi, atau sektor umum belum tentu dapat digeneralisasikan secara langsung pada sektor energi. Selain itu, penelitian sebelumnya lebih banyak menguji pengaruh variabel keuangan terhadap nilai perusahaan secara langsung atau menggunakan satu mekanisme mediasi, sedangkan pengujian dua mekanisme sekaligus melalui keputusan investasi dan kebijakan dividen masih terbatas. Kondisi tersebut menunjukkan adanya *research gap* mengenai bagaimana kondisi keuangan internal perusahaan energi diterjemahkan menjadi nilai perusahaan melalui keputusan penggunaan dana dan distribusi laba.

Kebaruan penelitian ini terletak pada pengujian simultan keputusan investasi dan kebijakan dividen sebagai dua variabel mediasi dalam hubungan FCF dan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor energi di Indonesia. Kebaruan lainnya terdapat pada penggunaan struktur temporal $X(t-1)$, $Z(t)$, dan $Y(t+1)$, yaitu FCF dan ROA diukur pada periode sebelumnya, keputusan investasi dan kebijakan dividen pada periode berikutnya, serta nilai perusahaan pada periode setelahnya. Struktur tersebut digunakan untuk memberikan urutan waktu yang lebih jelas dalam hubungan antarvariabel sehingga analisis tidak hanya menggambarkan hubungan antarvariabel pada periode yang sama. Penggunaan pendekatan tersebut menjadi relevan untuk menguji apakah keputusan investasi dan kebijakan dividen benar-benar menjadi mekanisme transmisi dari kondisi keuangan perusahaan menuju perubahan nilai perusahaan.

Berdasarkan fenomena, kesenjangan penelitian, dan kebaruan tersebut, penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh *free cash flow* dan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung melalui keputusan investasi dan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018–2024. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris mengenai mekanisme pembentukan nilai perusahaan pada sektor energi sekaligus memberikan pertimbangan bagi manajemen dalam menentukan keseimbangan antara penggunaan dana untuk investasi dan distribusi dividen kepada pemegang saham.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian kausal (causal study) berbasis data panel, yaitu gabungan data cross-section dan time series, yang dipilih karena mampu menangkap variasi antarperusahaan dan antarwaktu secara simultan (Baltagi, 2021; Hsiao, 2022). Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI selama periode 2018–2024, berjumlah 91 emiten. Sampel ditentukan melalui purposive sampling dengan kriteria: (1) aktif terdaftar pada papan utama dan papan pengembangan selama 2018–2024; (2) memiliki laporan keuangan tahunan lengkap dan konsisten selama 2017–2025; dan (3) pernah membagikan dividen tunai minimal satu kali selama periode observasi. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 12 perusahaan sampel dengan 84 observasi firm-year (data panel seimbang).

Variabel independen terdiri atas *free cash flow* (X1) yang diproksikan dengan FCF Ratio = $(AKO - PM - MKB) / \text{Total Aset}$ (Jensen, 1986, dalam Brigham & Houston, 2018), dan kinerja keuangan (X2) yang diproksikan dengan Return on Assets (ROA) = $\text{Laba Bersih} / \text{Total Aset}$ (Thian, 2022). Variabel mediasi terdiri atas keputusan investasi (Z1) yang diproksikan dengan CAPBVA = $\text{Capital Expenditure} / \text{Book Value of Assets}$ (Sudarno et al., 2022), dan kebijakan dividen (Z2) yang diproksikan dengan Dividend Payout Ratio (DPR) = $\text{Total Dividen} / \text{Laba Bersih}$ (Sudarno et al., 2022). Variabel dependen adalah nilai perusahaan (Y) yang diproksikan dengan Tobin's Q = $(\text{Nilai Pasar Ekuitas} + \text{Total Utang}) / \text{Total Aset}$ (Suwandi, 2022). Penelitian menerapkan struktur lag $X(t-1)$, $Z(t)$, $Y(t+1)$, sehingga variabel independen diukur pada $t-1$, variabel mediasi pada t , dan variabel dependen pada $t+1$, guna memitigasi potensi endogenitas simultan (Wooldridge, 2020).

Data dianalisis menggunakan dua tahap. Pertama, regresi data panel melalui EViews 13 untuk menguji pengaruh langsung antarvariabel (delapan hipotesis), dengan pemilihan model melalui Uji Chow, Uji Lagrange Multiplier, dan Uji Hausman, serta White cross-section (period-cluster) robust standard errors untuk mengatasi heteroskedastisitas dan autokorelasi (Baltagi, 2021). Kedua, analisis mediasi melalui PROCESS Macro v4.2 Hayes (2022) pada SPSS 25 dengan spesifikasi Model 4 (parallel mediation dua mediator), 5.000 sampel bootstrap, dan Percentile Confidence Interval 95% untuk menguji empat hipotesis mediasi. Efek mediasi dinyatakan signifikan apabila interval kepercayaan bootstrap tidak mencakup angka nol.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran mengenai karakteristik data penelitian yang meliputi *free cash flow* (FCF), kinerja keuangan, keputusan investasi, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan. Analisis ini mencakup nilai minimum,

maksimum, rata-rata, median, dan standar deviasi dari 84 observasi *firm-year*. Hasil statistik deskriptif disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	Mean	Median	Maks.	Min.	Std. Dev.
FCF Ratio (X1)	-0,0658	-0,0607	0,4303	-0,7804	0,2304
ROA (X2)	0,1896	0,1463	0,6163	0,0138	0,1537
CAPBVA (Z1)	0,3888	0,2842	1,7974	-0,1371	0,3552
DPR (Z2)	0,6851	0,5659	4,6111	0,0000	0,6487
<i>Tobin's Q</i> (Y)	1,9234	1,2067	12,8996	0,6375	2,3153

Sumber: Output EViews 13, diolah peneliti (2025).

Berdasarkan Tabel 1, FCF Ratio memiliki nilai rata-rata -0,0658 dan median -0,0607. Nilai rata-rata yang negatif menunjukkan bahwa secara keseluruhan perusahaan sampel memiliki FCF negatif, sehingga kas yang tersedia setelah kebutuhan operasional dan investasi belum menunjukkan surplus. ROA memiliki rata-rata 0,1896 atau 18,96% dengan standar deviasi 0,1537, yang menunjukkan adanya variasi tingkat profitabilitas antarperusahaan. CAPBVA memiliki rata-rata 0,3888, sedangkan DPR memiliki rata-rata 0,6851 dengan nilai maksimum 4,6111. Nilai DPR maksimum yang melebihi satu menunjukkan bahwa pada sebagian observasi pembayaran dividen melebihi laba bersih periode berjalan. Selanjutnya, *Tobin's Q* memiliki rata-rata 1,9234, sedangkan median hanya 1,2067. Perbedaan tersebut menunjukkan adanya disparitas nilai perusahaan yang cukup besar dalam sampel, yang semakin terlihat dari nilai maksimum *Tobin's Q* sebesar 12,8996.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Setelah karakteristik data diketahui, tahap berikutnya adalah menentukan model regresi data panel yang paling sesuai untuk masing-masing persamaan penelitian. Pemilihan model dilakukan melalui Uji Chow, Uji Lagrange Multiplier, dan Uji Hausman sesuai kebutuhan pengujian. Hasil pemilihan model regresi data panel disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Pemilihan Model Regresi Data Panel

Persamaan	Variabel Dependen	Uji Chow	Uji Hausman/LM	Model Final
Persamaan 1	CAPBVA	p = 0,0743	LM p = 0,1739	CEM + White SE
Persamaan 2	DPR	p = 0,2248	LM p = 0,6584	CEM + White SE
Persamaan 3	<i>Tobin's Q</i> (total)	p = 0,0000	Hausman p = 0,0331	FEM + White SE
Persamaan 4	<i>Tobin's Q</i> (langsung)	p = 0,0000	Hausman p = 0,0003	FEM + White SE

Sumber: Output EViews 13, diolah peneliti (2025).

Berdasarkan Tabel 2, persamaan pertama dengan CAPBVA sebagai variabel dependen menggunakan *Common Effect Model* (CEM). Hasil Uji Chow sebesar 0,0743 dan Uji Lagrange Multiplier sebesar 0,1739 tidak menunjukkan kebutuhan penggunaan efek individual perusahaan. Persamaan kedua dengan DPR sebagai variabel dependen juga menggunakan CEM karena Uji Chow menghasilkan p = 0,2248 dan Uji LM menghasilkan p = 0,6584.

Berbeda dengan kedua persamaan tersebut, persamaan ketiga dan keempat yang menggunakan *Tobin's Q* sebagai variabel dependen menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM). Uji Chow menghasilkan p = 0,0000, sedangkan Uji Hausman masing-masing menghasilkan p = 0,0331 dan p = 0,0003. Hasil tersebut menunjukkan adanya perbedaan karakteristik individual antarperusahaan yang perlu dikontrol dalam model. Seluruh model kemudian menggunakan *White cross-section robust standard errors* untuk memperoleh estimasi yang lebih robust terhadap potensi heteroskedastisitas dan korelasi dalam data panel.

Pengujian Pengaruh Langsung

Setelah model regresi ditentukan, pengujian selanjutnya dilakukan untuk mengetahui pengaruh FCF dan ROA terhadap keputusan investasi, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan.

Pengujian ini sekaligus digunakan untuk menentukan apakah hipotesis pengaruh langsung yang diajukan dalam penelitian memperoleh dukungan empiris. Hasil regresi data panel disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Regresi Data Panel dengan *White Cross-Section Robust Standard Errors*

Jalur Pengaruh	Koefisien	Prob.	Keputusan
FCF Ratio(t-1) → CAPBVA(t)	-0,2794	0,0244	Didukung
ROA(t-1) → CAPBVA(t)	+1,3162	0,0021	Didukung
FCF Ratio(t-1) → DPR(t)	-0,3150	0,4422	Tidak didukung
ROA(t-1) → DPR(t)	+2,1007	0,0332	Didukung
FCF Ratio(t-1) → <i>Tobin's Q</i> (t+1) total	-2,1561	0,0923	Didukung ($\alpha = 10\%$)
ROA(t-1) → <i>Tobin's Q</i> (t+1) total	+2,9937	0,1937	Tidak didukung
FCF Ratio(t-1) → <i>Tobin's Q</i> (t+1) langsung	-2,1389	0,0854	Didukung ($\alpha = 10\%$)
ROA(t-1) → <i>Tobin's Q</i> (t+1) langsung	+3,0288	0,2905	Tidak didukung

Sumber: Output EViews 13, diolah peneliti (2025).

Berdasarkan Tabel 3, FCF Ratio berpengaruh negatif dan signifikan terhadap CAPBVA dengan koefisien -0,2794 dan $p = 0,0244$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa peningkatan FCF pada periode t-1 diikuti penurunan intensitas keputusan investasi pada periode t. Sebaliknya, ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap CAPBVA dengan koefisien 1,3162 dan $p = 0,0021$. Artinya, perusahaan dengan profitabilitas yang lebih tinggi cenderung meningkatkan intensitas investasinya.

Pada jalur menuju kebijakan dividen, FCF Ratio memiliki koefisien negatif sebesar -0,3150, tetapi tidak signifikan dengan $p = 0,4422$. Dengan demikian, perubahan FCF tidak memberikan bukti empiris yang cukup untuk menjelaskan perubahan DPR. Sementara itu, ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR dengan koefisien 2,1007 dan $p = 0,0332$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang lebih tinggi cenderung membagikan proporsi laba yang lebih besar sebagai dividen.

Pada jalur menuju nilai perusahaan, FCF Ratio berpengaruh negatif pada tingkat signifikansi 10%. Pengaruh total FCF terhadap *Tobin's Q* memiliki koefisien -2,1561 dengan $p = 0,0923$, sedangkan pengaruh langsung memiliki koefisien -2,1389 dengan $p = 0,0854$. Dengan demikian, FCF menunjukkan hubungan negatif dengan nilai perusahaan pada tingkat signifikansi 10%. Sebaliknya, ROA memiliki koefisien positif, tetapi tidak signifikan terhadap *Tobin's Q*, baik pada pengaruh total maupun langsung. Pengaruh total ROA memiliki $p = 0,1937$, sedangkan pengaruh langsung memiliki $p = 0,2905$.

Analisis Mediasi

Pengujian berikutnya dilakukan untuk mengetahui apakah keputusan investasi dan kebijakan dividen menjadi mekanisme yang menjembatani pengaruh FCF dan ROA terhadap nilai perusahaan. Analisis mediasi dilakukan menggunakan *PROCESS Macro* Hayes dengan 5.000 sampel *bootstrap* dan *Percentile Confidence Interval* 95%. Hasil pengujian efek tidak langsung disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. Hasil Analisis Mediasi *Bootstrap*

Jalur Mediasi	Indirect Effect	Bootstrap CI 95%	Keputusan
FCF Ratio → CAPBVA → <i>Tobin's Q</i>	+0,0473	[-0,180; +0,326]	Tidak didukung
ROA → CAPBVA → <i>Tobin's Q</i>	-1,4906	[-3,522; +0,169]	Tidak didukung
FCF Ratio → DPR → <i>Tobin's Q</i>	-0,0321	[-0,249; +0,246]	Tidak didukung
ROA → DPR → <i>Tobin's Q</i>	-1,6089	[-3,769; -0,115]	Didukung (parsial)

Sumber: Output SPSS 25 + *PROCESS* v4.2 Hayes, diolah peneliti (2025).

Berdasarkan Tabel 4, jalur FCF Ratio $\rightarrow$ CAPBVA $\rightarrow$ *Tobin's Q* menghasilkan efek tidak langsung sebesar 0,0473 dengan *bootstrap confidence interval* [-0,180; 0,326]. Karena interval tersebut mencakup angka nol, keputusan investasi tidak terbukti memediasi pengaruh FCF terhadap nilai perusahaan. Jalur ROA $\rightarrow$ CAPBVA $\rightarrow$ *Tobin's Q* juga tidak menunjukkan efek mediasi karena menghasilkan efek tidak langsung -1,4906 dengan interval [-3,522; 0,169] yang masih mencakup angka nol.

Pada mediator kebijakan dividen, jalur FCF Ratio $\rightarrow$ DPR $\rightarrow$ *Tobin's Q* menghasilkan efek tidak langsung sebesar -0,0321 dengan interval [-0,249; 0,246]. Interval tersebut mencakup angka nol sehingga kebijakan dividen tidak terbukti memediasi pengaruh FCF terhadap nilai perusahaan.

Berbeda dengan ketiga jalur tersebut, jalur ROA $\rightarrow$ DPR $\rightarrow$ *Tobin's Q* menunjukkan efek tidak langsung sebesar -1,6089 dengan *bootstrap confidence interval* [-3,769; -0,115]. Karena interval tersebut tidak mencakup angka nol, kebijakan dividen terbukti memediasi pengaruh ROA terhadap nilai perusahaan. Efek tersebut dikategorikan sebagai mediasi parsial karena pengaruh langsung ROA terhadap *Tobin's Q* dalam model mediasi tetap signifikan, yaitu sebesar $\beta = +9,2621$ dengan $p = 0,0174$.

Secara keseluruhan, hasil pengujian menunjukkan bahwa dari empat jalur mediasi yang diuji, hanya kebijakan dividen pada hubungan antara kinerja keuangan dan nilai perusahaan yang terbukti menjadi mekanisme mediasi. Keputusan investasi tidak menunjukkan peran mediasi pada hubungan FCF maupun kinerja keuangan dengan nilai perusahaan.

Pembahasan

Pengaruh *Free cash flow* terhadap Keputusan Investasi

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* (FCF) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan investasi yang diproksikan dengan *Capital Expenditure to Book Value of Assets* (CAPBVA). Temuan ini berarti bahwa peningkatan FCF pada periode sebelumnya justru diikuti oleh penurunan intensitas investasi pada periode berikutnya. Jensen (dalam Brigham & Houston, 2018) menjelaskan bahwa FCF yang besar tidak selalu mendorong peningkatan investasi ketika perusahaan memiliki keterbatasan peluang investasi yang menguntungkan. Kondisi tersebut relevan pada perusahaan sektor energi yang bersifat *capital intensive* dan menghadapi ketidakpastian harga komoditas serta tuntutan transisi energi. Dengan demikian, tambahan kas bebas dapat tidak segera dialokasikan untuk *capital expenditure* apabila manajemen menilai peluang investasi yang tersedia belum memberikan tingkat pengembalian yang memadai. Temuan ini sejalan dengan Boussenna dan Kimouche (2024) yang menunjukkan bahwa kondisi sumber daya internal perusahaan berkaitan dengan keputusan pengalokasian sumber daya. Hasil tersebut memperlihatkan bahwa besarnya FCF tidak dapat dipandang sebagai satu-satunya determinan intensitas investasi perusahaan energi.

Sebaliknya, kinerja keuangan yang diproksikan dengan ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Artinya, perusahaan yang memiliki kemampuan menghasilkan laba lebih tinggi cenderung meningkatkan investasi pada periode berikutnya. Myers dan Majluf (dalam Ross et al., 2019) melalui *pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan cenderung menggunakan sumber pendanaan internal sebelum memperoleh pendanaan eksternal. Profitabilitas yang tinggi memberikan kapasitas dana internal yang lebih besar sehingga perusahaan memiliki ruang yang lebih luas untuk membiayai investasi. Temuan ini sejalan dengan Naranjo et al. (2022) mengenai pentingnya kondisi keuangan internal dalam keputusan pendanaan perusahaan. Perbedaan arah pengaruh FCF dan ROA terhadap investasi

menunjukkan bahwa kemampuan menghasilkan laba lebih mampu mendorong investasi dibandingkan sekadar besarnya kas bebas yang tersedia.

Pengaruh FCF dan Kinerja Keuangan terhadap Kebijakan Dividen

FCF tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hasil tersebut menunjukkan bahwa keputusan pembagian dividen perusahaan sektor energi lebih berkaitan dengan kemampuan menghasilkan laba daripada perubahan FCF. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki kapasitas lebih besar untuk membagikan laba kepada pemegang saham. Dalam perspektif *signaling theory*, keputusan pembayaran dividen dapat menjadi sinyal mengenai kondisi keuangan dan prospek perusahaan kepada investor (Ross et al., 2019). Temuan FCF yang tidak signifikan juga sejalan dengan Pramanda dan Indriani (2021), yang menemukan bahwa FCF tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak secara otomatis meningkatkan dividen ketika memiliki FCF lebih besar karena dana tersebut dapat dipertahankan untuk kebutuhan operasional maupun investasi.

Pengaruh FCF dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan

FCF berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, baik secara total maupun langsung, pada tingkat signifikansi 10%, sedangkan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap *Tobin's Q*. Pengaruh negatif FCF dapat dijelaskan melalui *agency theory*. Jensen dan Meckling (dalam Ross et al., 2019) menjelaskan bahwa sumber daya yang berada dalam kendali manajemen dapat meningkatkan potensi konflik kepentingan apabila tidak digunakan secara efisien. Dengan demikian, FCF yang tinggi dapat dipersepsikan negatif apabila pasar menilai bahwa dana tersebut belum digunakan untuk aktivitas yang mampu menciptakan nilai. Temuan ini juga menunjukkan bahwa hubungan FCF dengan nilai perusahaan lebih dominan terjadi secara langsung karena keputusan investasi dan kebijakan dividen tidak terbukti menjadi mediatornya.

Tidak signifikannya ROA terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa profitabilitas yang tinggi belum secara otomatis meningkatkan valuasi pasar. Hasil ini berbeda dengan Zakiyya dan Rahmanto (2024) serta Aprilia dan Wahjudi (2021) yang menemukan pengaruh positif kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Perbedaan tersebut dapat disebabkan oleh karakteristik sektor energi yang membutuhkan modal besar dan menghadapi risiko perubahan harga komoditas serta transisi energi. Investor tidak hanya mempertimbangkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba saat ini, tetapi juga mempertimbangkan keberlanjutan laba, kebutuhan investasi, risiko industri, dan prospek pertumbuhan. Dengan demikian, laba yang tinggi belum tentu menghasilkan peningkatan *Tobin's Q* apabila pasar belum memperoleh keyakinan mengenai kemampuan perusahaan menciptakan pertumbuhan jangka panjang.

Peran Keputusan Investasi sebagai Mediator

Hasil analisis mediasi menunjukkan bahwa keputusan investasi tidak terbukti memediasi pengaruh FCF maupun ROA terhadap nilai perusahaan. Efek tidak langsung pada jalur $FCF \rightarrow CAPBVA \rightarrow Tobin's Q$ maupun $ROA \rightarrow CAPBVA \rightarrow Tobin's Q$ tidak signifikan karena *confidence interval* mencakup angka nol. Temuan ini menunjukkan bahwa perubahan *capital expenditure* belum dapat menjadi mekanisme yang menjelaskan perubahan nilai perusahaan dalam struktur *lag* satu periode yang digunakan.

Tidak ditemukannya mediasi bukan berarti investasi tidak penting bagi penciptaan nilai, tetapi menunjukkan bahwa manfaat ekonomi investasi belum terlihat dalam jangka waktu

pengamatan tersebut. Investasi sektor energi umumnya membutuhkan modal besar dan waktu yang relatif panjang sebelum menghasilkan tambahan kapasitas, pendapatan, maupun arus kas. Suriawinata et al. (2023) menunjukkan keterkaitan *capital expenditure* dengan proses penciptaan nilai perusahaan, sedangkan Suteja et al. (2023) menunjukkan bahwa hubungan keputusan investasi dan nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan. Oleh karena itu, efek investasi terhadap nilai perusahaan kemungkinan membutuhkan *lag* yang lebih panjang daripada satu periode sebagaimana digunakan dalam penelitian ini.

Peran Kebijakan Dividen sebagai Mediator

Temuan utama penelitian adalah kebijakan dividen terbukti memediasi secara parsial hubungan ROA terhadap nilai perusahaan. Efek tidak langsung ROA melalui DPR bernilai negatif, sedangkan efek langsung ROA terhadap nilai perusahaan bernilai positif. Artinya, profitabilitas yang lebih tinggi meningkatkan kemampuan perusahaan membagikan dividen, tetapi peningkatan pembayaran dividen tersebut justru berkaitan dengan penurunan nilai perusahaan. Kondisi ini menunjukkan bahwa pasar dapat memberikan respons berbeda terhadap laba dan penggunaannya.

Pada perusahaan sektor energi yang membutuhkan investasi besar, pembayaran dividen yang tinggi dapat dipersepsikan sebagai berkurangnya dana internal untuk membiayai ekspansi. Dari perspektif *agency theory*, distribusi dividen memang dapat mengurangi dana yang berada dalam kendali manajemen, tetapi dalam konteks perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi, distribusi yang terlalu besar juga dapat membatasi kapasitas reinvestasi (Jensen, dalam Ross et al., 2019). Temuan ini memperluas hasil Pratiwi dan Susilowati (2024) mengenai peran kebijakan dividen dalam hubungan profitabilitas dan nilai perusahaan, dengan menunjukkan bahwa arah efek mediasi dapat bersifat negatif pada sektor yang memiliki kebutuhan reinvestasi tinggi.

Temuan tersebut juga dapat dikaitkan dengan penelitian Liang et al. (2023) yang menunjukkan bahwa respons terhadap pembayaran dividen dapat bergantung pada kondisi keuangan dan konteks perusahaan. Liu dan Lee (2022) juga menunjukkan bahwa pasar dapat memberikan respons tertentu terhadap dividen yang berasal dari sumber dana selain laba operasi. Dengan demikian, investor tidak hanya mempertimbangkan besarnya dividen, tetapi juga sumber dana dan konsekuensi pembayaran tersebut terhadap kemampuan perusahaan mempertahankan investasi.

Secara keseluruhan, penelitian ini menunjukkan bahwa mekanisme hubungan antara kondisi keuangan dan nilai perusahaan sektor energi bersifat kompleks. FCF berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi dan nilai perusahaan, sementara ROA mendorong keputusan investasi dan kebijakan dividen. Dari dua variabel mediasi yang diuji, hanya kebijakan dividen yang terbukti menjadi mekanisme transmisi antara kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa keputusan distribusi laba memiliki konsekuensi strategis bagi perusahaan energi karena peningkatan dividen belum tentu dipersepsikan positif ketika perusahaan masih membutuhkan dana untuk investasi dan ekspansi. Oleh karena itu, manajemen perlu menyeimbangkan pembayaran dividen dengan kebutuhan reinvestasi, sedangkan investor perlu menilai profitabilitas dan kebijakan penggunaan laba secara bersamaan dalam mengevaluasi prospek nilai perusahaan.

KESIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa mekanisme pengaruh *free cash flow* dan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan sektor energi berlangsung melalui pola yang berbeda. *Free*

cash flow berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi dan nilai perusahaan, tetapi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap keputusan investasi dan kebijakan dividen, tetapi tidak berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi tidak terbukti menjadi mekanisme yang memediasi hubungan FCF maupun kinerja keuangan dengan nilai perusahaan. Sebaliknya, kebijakan dividen terbukti memediasi secara parsial hubungan kinerja keuangan dengan nilai perusahaan, dengan arah pengaruh tidak langsung yang negatif. Temuan ini menunjukkan bahwa pada perusahaan sektor energi, peningkatan profitabilitas yang diikuti peningkatan pembayaran dividen belum tentu meningkatkan nilai perusahaan karena pasar juga mempertimbangkan kebutuhan perusahaan terhadap dana internal untuk investasi dan pertumbuhan jangka panjang.

Implikasi penelitian ini adalah manajemen perusahaan sektor energi perlu menetapkan kebijakan dividen dengan mempertimbangkan kebutuhan investasi dan prospek pertumbuhan, bukan hanya kemampuan menghasilkan laba. Investor juga perlu mengevaluasi kualitas penggunaan laba dan arus kas sebelum menilai prospek perusahaan. Penelitian selanjutnya disarankan memperluas jumlah sampel dan periode observasi, menambahkan variabel kontrol yang relevan, serta menggunakan rentang *lag* yang lebih panjang untuk menangkap dampak investasi terhadap nilai perusahaan secara lebih komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbas, M. A. Y., Setyadi, D., Paminto, A., & Azis, M. (2023). The antecedents of financial performance and their implications for firm value in mining sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Law and Sustainable Development*, 11(9), e991. <https://doi.org/10.55908/sdgs.v11i9.991>
- Akhmadi, A., & Januarsi, Y. (2021). Profitability and firm value: Does dividend policy matter for Indonesian Sustainable and Responsible Investment (SRI)-KEHATI listed firms? *Economies*, 9(4), 163. <https://doi.org/10.3390/economies9040163>
- Aprilia, N., & Wahjudi, E. (2021). Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dengan variabel moderasi corporate governance. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 9(3), 525–534. <https://doi.org/10.17509/jrak.v9i3.32512>
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5>
- Bank Indonesia. (2021). *Laporan perekonomian Indonesia 2021*. https://www.bi.go.id/id/publikasi/laporan/Pages/LPI_2021.aspx
- Boussenna, H., & Kimouche, B. (2024). Impact of governance mechanisms on agency costs in CAC 40 listed firms: An empirical analysis (2005–2023). *Journal of Corporate Governance, Insurance, and Risk Management*, 11(1), 58–74. <https://doi.org/10.56578/jcgirm110104>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2018). *Fundamentals of financial management*. Cengage Learning.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed.). Cengage Learning.
- Handayani, N., Asyikin, J., Ernawati, S., & Boedi, S. (2023). Analisis pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan perbankan Indonesia. *KINERJA: Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, 20(2), 233–242. <https://doi.org/10.30872/jkin.v20i2.13024>
- Hayes, A. F. (2022). *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach* (3rd ed.). The Guilford Press.



- Heliani, H., Yulianti, R., & Hermawan, I. (2022). *Pengaruh net profit margin, current ratio, debt to equity ratio, free cash flow dan firm size terhadap kebijakan dividen*. Universitas Bina Sarana Informatika.
- Hidayati, D., & Meidiaswati, H. (2024). Pengaruh intensitas R&D, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan manufaktur. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 12(3), 622–635. <https://doi.org/10.26740/jim.v12n3.p622-635>
- Hsiao, C. (2022). *Analysis of panel data* (4th ed.). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781009060653>
- International Energy Agency. (2021). *Global energy review 2021*. <https://www.iea.org/reports/global-energy-review-2021>
- International Energy Agency. (2023). *World energy investment 2023*. <https://www.iea.org/reports/world-energy-investment-2023>
- Jessica, R. R. (2021). Pengaruh leverage, ukuran perusahaan, likuiditas, kebijakan dividen & pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 3(1), 366. <https://doi.org/10.24912/jpa.v3i1.11662>
- Juswandi, R., & Delvianti. (2024). Pengaruh keputusan investasi dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan tambang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Global Economic Research*, 1(1), 32–47. <https://doi.org/10.62194/14d7mz12>
- Kementerian Energi dan Sumber Daya Mineral. (2019). *Rencana umum ketenagalistrikan nasional 2019–2038*. <https://www.esdm.go.id/id/media-center/arsip-berita/rencana-umum-ketenagalistrikan-nasional>
- Kementerian Energi dan Sumber Daya Mineral. (2025). *Rencana strategis Kementerian Energi dan Sumber Daya Mineral 2025–2029*. <https://www.esdm.go.id/id/publikasi/rencana-strategis>
- Liang, S., Niu, Y., Yang, D., & Liu, X. (2023). Dividend payouts under a societal crisis: Financial constraints or signaling? *International Review of Financial Analysis*, 88, 102705. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102705>
- Liu, Y.-Y., & Lee, P.-S. (2022). Market responses to cash dividends distributed from capital reserves. *Finance Research Letters*, 46, 102389. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102389>
- Masri, A. P., Dunakhir, S., & Anwar, A. (2025). Pengaruh *free cash flow* (FCF) terhadap kinerja keuangan pada perusahaan sektor barang konsumsi non-primer yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Almufi Jurnal Sosial dan Humaniora*, 2(1), 1–7. <https://doi.org/10.63821/ash.v2i1.416>
- Meutia, R., Apridar, Mursidah, Mastuti, R., & Fuad, M. (2021). Investment decisions, financing and dividends to increase firm value: A case study of manufacturing companies in Indonesia. *Economic Annals-XXI*, 194(11–12), 67–72. <https://doi.org/10.21003/ea.V194-08>
- Mirrad, A., Tarmedi, E., & Mayasari, M. (2020). Pengukuran nilai perusahaan dengan variabel keputusan investasi pada perusahaan *property* dan *real estate*. *Strategic: Jurnal Pendidikan Manajemen Bisnis*, 20(1), 60–72. <https://ejournal.upi.edu/index.php/strategic/article/viewFile/29148/13062>
- Naranjo, P., Saavedra, D., & Verdi, R. S. (2022). The pecking order and financing decisions: Evidence from changes to financial-reporting regulation. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 37(4), 727–750. <https://doi.org/10.1177/0148558X20945066>





- Naulita, R., & Rosdiana, R. (2023). Pengaruh profitabilitas, solvabilitas, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan (Studi kasus pada perusahaan sektor property dan real estate yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2016–2020). *Journal of Fundamental Management*, 3(1), 119–129. <https://publikasi.mercubuana.ac.id/index.php/jfm/article/view/20218>
- Pramanda, F. R., & Indriani, A. (2021). Analisis pengaruh *free cash flow*, growth, market to book value, profitability, dan leverage terhadap dividend payout ratio (Studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016–2018). *Diponegoro Journal of Management*, 10(2), 1–12. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/article/view/30970/0>
- Pratiwi, R., & Susilowati, S. (2024). Pengaruh kebijakan dividen, keputusan investasi dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor industri barang dan konsumsi yang terdaftar di BEI. *Soetomo Accounting Review*, 2(3), 327–341. <https://doi.org/10.25139/sacr.v2i3.8252>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F., & Driss, H. (2019). *Corporate finance*. Siahaan, M. (2022). *Buku ajar pengantar manajemen keuangan*. CV. Pena Persada.
- Simangunsong, R. R. (2024). Pengaruh kebijakan utang, kebijakan dividen, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Arastirma*, 4(1), 177–189. <https://doi.org/10.32493/arastirma.v4i1.37303>
- Sudarno, Renaldo, N., Hutauruk, M. B., Junaedi, A. T., & Suyono. (2022). *Teori penelitian keuangan*. Literasi Nusantara Abadi.
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E., Nurhayati, I., & Rijanti, T. (2021). The relationship between profitability and firm value: Evidence from manufacturing industry in Indonesia. *International Journal of Financial Research*, 12(3), 466. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v12n3p466>
- Sugiyono. (2017). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif dan R&D*. Alfabeta.
- Suriawinata, I. S., Budiyan, E. T., Mais, R. G., & Anhar, M. A. (2023). Cash conversion cycle, asset turnover, capital expenditure and firm value: The mediating role of profitability. *Jurnal Reviu Akuntansi dan Keuangan*, 13(3), 674–695. <https://doi.org/10.22219/jrak.v13i3.25161>
- Susanti, M., Samara, A., & Hakim, M. Z. (2022). Pengaruh *earning per share* (EPS), *dividen payout ratio* (DPR) dan *return on aset* (ROA) terhadap nilai perusahaan (Tobins' Q) pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* di Indonesia. *Journal of Accounting, Finance, Taxation, and Auditing (JAFTA)*, 4(1), 29–55. <https://journal.maranatha.edu/index.php/jafta/article/view/6473>
- Suteja, J., Gunardi, A., Alghifari, E. S., Susiadi, A. A., Yulianti, A. S., & Lestari, A. (2023). Investment decision and firm value: Moderating effects of corporate social responsibility and profitability of non-financial sector companies on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(1), 40. <https://doi.org/10.3390/jrfm16010040>
- Suwandi Ng. (2022). *Nilai perusahaan: Analisis kemampuan manajerial dan struktur pengawasan*. Literasi Nusantara Abadi.
- Tanaya, J. C., & Wiyanto, H. (2022). Pengaruh keputusan investasi, ukuran perusahaan, dan leverage terhadap nilai perusahaan pertambangan. *Jurnal Manajerial dan Kewirausahaan*, 4(2), 389–398. <https://doi.org/10.24912/jmk.v4i2.18237>
- Thian, A. (2022). *Analisis laporan keuangan*. ANDI.



- Wooldridge, J. M. (2020). *Introductory econometrics: A modern approach* (7th ed.). Cengage Learning.
- Yuliani, Hamdan A.J., U., Fuadah, L. L., & Thamrin, K. H. (2021). *Diversifikasi, investment opportunity set, dan financing mix: Strategi keuangan untuk kinerja profitabilitas perusahaan*. Citrabooks.
- Zakiyya, M. A. F., & Rahmanto, B. T. (2024). Pengaruh kinerja keuangan, kinerja lingkungan, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan sektor tambang tahun 2018–2022. *Jurnal Akuntansi, Keuangan, Perpajakan dan Tata Kelola Perusahaan*, 1(4), 457–464. <https://doi.org/10.59407/jakpt.v1i4.842>

