PENGARUH *FREE CASH FLOW*, LIKUIDITAS, DAN *FIRM SIZE* TERHADAP *FIRM VALUE* MELALUI *CAPITAL STRUCTURE* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DALAM BEI TAHUN 2018-2022

TESIS

EDWARDNUS IVAN EKAPUTRA

NIM. B2041211003

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

UNIVERSITAS TANJUNGPURA

PONTIANAK

2025

PERYATAAN BEBAS DARI PLAGIAT

Nama	: Edwardnus Ivan Ekaputra
Nim	: B2041211003
Jurusan	: Manajemen
Program Studi	: Manajemen
Angkatan/ Konsentrasi	: 46/Keuangan
Judul Tesis	: Pengaruh *Free Cash Flow*, Likuiditas, Dan *Firm Size* Terhadap *Firm Value* Melalui *Capital Structure* Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftardalam BEI Tahun 2018-2022

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa tesis dengan judul tersebut diatas, secara keseluruhan adalah murni karya penulis sendiri dan bukan plagiat dari karya orang lain, kecuali bagian- bagian yang dirujuk sebagai sumber pustaka sesuai dengan panduan penulisan yang berlaku (lembar hasil pemeriksaan terlampir). Apabila didalamnya terbukti penulis melakukan plagiat, maka sepenuhnya menjadi tanggung jawab yang dapat berakibat pada pembatalan tesis dengan judul tersebut diatas.

Demikian peryataan ini dibuat dengan sebenar- benarnya.

Pontianak, 14 Agustus 2025

Edwardnus Ivan Ekaputra
B2041211003

PERTANGGUNG JAWABAN TESIS

Saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama	:	Edwardnus Ivan Ekaputra
Jurusan	:	Manajemen
Program Studi	:	Manajemen
Kosentrasi	:	Keuangan
Tanggal Ujian	:	31 Juli 2025

Judul Tesis: Pengaruh *Free Cash Flow*, Likuiditas, Dan *Firm Size* Terhadap *Firm Value* Melalui *Capital Structure* Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar dalam BEI Tahun 2018-2022

Menyatakan bahwa Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri, dan semua sumber baik yang dikutip maupun yang dirujuk telah saya nyatakan dengan benar.

Pontianak, 14 Agustus 2025
Yang membuat pernyataan

(EDWARDNUS IVAN EKAPUTRA)
NIM. B2041211003

PENGESAHAN TESIS

Tesis dengan judul:
Pengaruh *Free Cash Flow*, Likuiditas, Dan *Firm Size* Terhadap *Firm Value* Melalui *Capital Structure* Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftardalam BEI Tahun 2018-2022

ini diajukan oleh:

Nama	: Edwardnus Ivan Ekaputra
NIM	: B2041211003
Jurusan	: Manajemen
Program Studi	: Magister Manajemen
Konsentrasi	: Manajemen Sumber Daya Manusia
Tanggal Ujian	: 31 Juli 2025

Dinyatakan telah memenuhi persyaratan dan lulus oleh Majelis Penguji dalam Ujian Tesis dan Komprehensif untuk memperoleh gelar Magister Manajemen.

MAJELIS PENGUJI

Majelis Penguji	Nama	Tgl/Bln/Thn	Tanda Tangan
Pembimbing I	Helma Malini, S.E., M.M., Ph.D NIP. 19810909 200604 2 002	15/8/25	
Pembimbing II	Prof. Mustaruddin, S.E., M.Si., Ph.D NIP. 19620602 198903 1 002	15/8/25	
Penguji I	Prof. Dr. Hj. Giriati, S.E., M.E. NIP. 19600724 198711 2 001	15/8/25	
Penguji II	Dr. Wendy, S.E., M.Sc. NIP. 19839418 2005011 001	15/8/25	

Pontianak, September 2025

Mengetahui,
Koordinator Program Studi Magister Manajemen

Prof. Dr. Nur Afifah, S.E., M.Si.
NIP. 197305012003122001

Dipindai dengan CamScanner

UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur penulis panjatkan ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa karena atas segala rahmat dan berkat-Nya penulis mampu menyelesaikan skripsi yang berjudul **"Pengaruh *Free Cash Flow*, Likuiditas, Dan *Firm Size* Terhadap *Firm Value* Melalui *Capital Structure* Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar dalam BEI Tahun 2018-2022"**. Tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister pada program studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tanjungpura Pontianak.

Penulis menyadari bahwa penelitian ini tidak dapat diselesaikan tanpa dukungan dari berbagai pihak baik secara moril mau pun materi. Oleh karena itu, peneliti ingin meyampaikan ucapan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan skripsi ini terutama kepada:

1. Ibu Helma Malini, S.E., M.M., Ph.D, selaku Dosen Pembimbing 1 yang telah memberikan arahan dalam penulisan hingga penyelesaian tesis.
2. Bapak Dr. Mustarudin, S.E., M.Si., Ph.D., selaku Dosen Pembimbing 2 yang telah memberian arahan dan bimbingan dalam penyelesaian penulisanan tesis.
3. Ibu Prof. Dr. Hj. Giriati S.E., M.E., selaku Dosen Penguji 1 yang telah memberikan masukan dalam penulisan tesis.
4. Bapak Dr. Wendy, S.E., M.Sc., selaku Dosen Penguji 2 yang telah memberikan masukan dalam penulisan tesis.
5. Orang tua yang selalu memberikan dorongan dan doa dalam penyelesaian penulisan tesis.
6. Semua pihak yang telah membantu dalam berbagai bentuk dukungan dalam menyelesaikan tulisan ini.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu, kritik dan saran yang membangun sangat penulis harapkan demi perbaikan di masa yang akan

datang. Semoga karya ini bermanfaat bagi pembaca dan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan ilmu pengetahuan.

Pontianak, 12 Agustus 2025

Edwardnus Ivan Ekaputra

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Firm Value* dengan *Capital Structure* sebagai variabel mediasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018 hingga 2022. Selain itu, penelitian ini juga mengevaluasi pengaruh *Likuiditas* dan *Firm Size* terhadap *Firm Value* melalui *Capital Structure*. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel, yang memungkinkan analisis data dari waktu ke waktu pada banyak entitas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* dan *Firm Value* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Capital Structure*. Sebaliknya, *Likuiditas* menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap *Capital Structure* dan *Firm Size* terhadap *Firm Value*. Namun, *Capital Structure* tidak berperan sebagai variabel mediasi yang signifikan dalam hubungan antara *Free Cash Flow* terhadap *Firm Value*. Temuan ini mengindikasikan bahwa dalam konteks perusahaan manufaktur di Indonesia, struktur modal belum dapat memperkuat hubungan antara faktor-faktor internal perusahaan dengan nilai perusahaan. Penelitian ini memberikan kontribusi bagi literatur keuangan perusahaan dan dapat dijadikan referensi oleh manajer keuangan dalam pengambilan keputusan strategis, khususnya terkait pengelolaan arus kas, likuiditas, ukuran perusahaan, dan struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan secara optimal.

Kata kunci: Arus Kas Bebas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Struktur Modal, Nilai Perusahaan, *Trade-Off Theory, Pecking Order Theory*

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of Free Cash Flow on Firm Value, using Capital Structure as a mediating variable in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2018–2022 period. Additionally, it examines the impact of Liquidity on Firm Value through Capital Structure. The research employs a panel data regression method, enabling analysis across time and entities. The results indicate that Free Cash Flow and Firm Size does not have a significant impact on either Capital Structure or Firm Value. Conversely, Liquidity exhibit a significant positive effect on both Capital Structure and Firm Value. However, Capital Structure does not serve as an effective mediating variable in the relationships between Free Cash Flow with Firm Value. These findings suggest that in the context of manufacturing firms in Indonesia, capital structure has not yet played a strong mediating role in enhancing firm value through internal financial factors. This study contributes to the corporate finance literature and provides practical insights for financial managers in making strategic decisions, particularly in managing cash flow, liquidity, company size, and capital structure to optimize firm value.

Keyword: Free Cash Flow, Liquidity, Firm Size, Capital Structure, Firm Value, Trade-Off Theory, Pecking Order Theory

Ringkasan

Struktur modal merupakan keputusan penting dalam pengelolaan keuangan perusahaan karena berkaitan langsung dengan keseimbangan antara penggunaan utang dan modal sendiri dalam pembiayaan operasional serta investasi. Perubahan struktur modal sangat dipengaruhi oleh kondisi keuangan internal perusahaan. Salah satu komponen keuangan yang menarik untuk dikaji dalam kaitannya dengan struktur modal adalah *Free Cash Flow* (arus kas bebas), yaitu kas yang tersedia setelah perusahaan memenuhi kebutuhan operasional dan belanja modalnya. Dalam teori keuangan, khususnya *Pecking Order Theory*, perusahaan cenderung menggunakan sumber pendanaan internal terlebih dahulu sebelum mencari pendanaan eksternal. Oleh karena itu, arus kas bebas sering diasumsikan dapat memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, yang pada akhirnya berdampak terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Firm Value* dengan *Capital Structure* sebagai variabel mediasi. Selain itu, penelitian juga menganalisis pengaruh *Likuiditas* dan *Ukuran Perusahaan (Firm Size)* terhadap *Firm Value* melalui *Capital Structure*.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018–2022. Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling* untuk mendapatkan sampel dengan karakter yang sesuai untuk penelitian ini. Analisis data dilakukan menggunakan metode regresi data panel dan dilengkapi dengan uji mediasi menggunakan *Sobel Test* untuk menguji peran struktural dari *Capital Structure*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* dan *firm size* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Capital Structure* maupun terhadap *Firm Value*. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya kas bebas yang dimiliki perusahaan serta ukuran yang dimiliki perusahaan tidak secara otomatis menentukan proporsi struktur pembiayaan atau memengaruhi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, *Likuiditas* menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap *Capital Structure* dan *Firm Value*. Artinya, perusahaan yang memiliki tingkat

likuiditas tinggi cenderung memiliki struktur modal yang lebih stabil dan nilai perusahaan yang lebih baik.

Lebih lanjut, hasil pengujian mediasi menunjukkan bahwa *Capital Structure* tidak mampu memediasi hubungan antara *Free Cash Flow* terhadap *Firm Value*. Tetapi *capital structure* mampu untuk memediasi hubungan antara likuiditas dan *firm size* dengan *firm value.* Dengan kata lain, struktur modal tidak berperan sebagai jalur yang efektif untuk mentransmisikan pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value* tetapi mampu mentransmisikan pengaruh dari likuiditas dan *firm size* terhadap *firm value*.

Kesimpulan utama dari penelitian ini adalah bahwa arus kas bebas dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal maupun nilai perusahaan. Sebaliknya, likuiditas memiliki peranan penting dan signifikan dalam menentukan struktur modal serta nilai perusahaan. Temuan ini memperkuat relevansi teori *Pecking Order* dalam konteks perusahaan manufaktur di Indonesia, di mana keputusan pendanaan lebih banyak dipengaruhi oleh kebutuhan jangka pendek dan reputasi perusahaan di mata kreditor atau investor, bukan semata oleh besarnya kas bebas yang tersedia mau pun dari ukuran sebuah perusahaan.

Summary

Capital structure is a critical decision in corporate financial management, as it directly concerns the balance between the use of debt and equity in financing operational activities and investments. Changes in capital structure are heavily influenced by a company's internal financial condition. One financial component of particular interest in relation to capital structure is Free Cash Flow (FCF)—the cash available after the company has met its operating and capital expenditure needs. According to financial theory, particularly the Pecking Order Theory, firms tend to prioritize internal financing before seeking external sources. Thus, free cash flow is often assumed to influence capital structure decisions, which in turn may affect firm value.

This study employs a quantitative approach using secondary data obtained from the annual financial reports of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the period 2018–2022. The sample was selected using purposive sampling to obtain companies with characteristics relevant to the research objectives. Data analysis was conducted using panel data regression, complemented by a mediation test using the Sobel Test to examine the structural role of capital structure.

The results indicate that free cash flow and firm size have no significant effect on capital structure or firm value. This suggests that the amount of free cash flow a company holds and its size do not automatically determine its financing structure or influence market perceptions of its value. Conversely, liquidity shows a positive and significant effect on both capital structure and firm value. This means that companies with high liquidity levels tend to have a more stable capital structure and higher firm value.

Furthermore, the mediation test results reveal that capital structure does not mediate the relationship between free cash flow and firm value. However, capital structure does mediate the relationship between liquidity and firm size with firm value. In other words, capital structure does not serve as an effective channel for

transmitting the effect of free cash flow on firm value but is able to transmit the influence of liquidity and firm size on firm value.

The main conclusion of this study is that free cash flow and firm size do not affect capital structure or firm value, while liquidity plays an important and significant role in determining both. These findings reinforce the relevance of the Pecking Order Theory in the context of manufacturing companies in Indonesia, where financing decisions are more influenced by short-term needs and the company's reputation in the eyes of creditors or investors, rather than merely by the amount of free cash flow available or the size of the company.

DAFTAR ISI

Halaman

JUDUL i
PERNYATAAN BEBAS PLAGIAT ii
PERTANGGUNG JAWABAN iii
PENGESAHAN iv
UCAPAN TERIMA KASIH v
ABSTRAK vii
ABSTRACT viii
RINGKASAN ix
SUMMARY xi
DAFTAR ISI xiii
DAFTAR GAMBAR xix
DAFTAR TABEL xx
DAFTAR LAMPIRAN xxii

BAB 1 PENDAHULUAN 1
1.1 Latar Belakang 1
1.2 Perumusan Masalah 15
1.2.1 Pernyataan Masalah 15
1.2.2 Pertanyaan Penelitian 16
1.3 Tujuan Penulisan 17
1.4 Kontribusi Peneliti 18
1.4.1 Kontribusi Teoritis 18
1.4.2 Kontribusi Praktis 18
1.5 Gambaran Kontekstual Penelitian 18

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori 19
2.1.4.1 *Pecking Order Theory* 19
2.1.4.2 *Trade Off Theory* 20
2.2 Kajian Empiris 20
2.3 Konseptual Penelitian 29
2.3.1 *Free Cash Flow* 30
2.3.2 Likuiditas 32
2.3.3 *Firm Size* 33
2.3.4 *Capital Structure* 33
2.3.5 *Firm Value* 35
2.3.6 Umur Perusahaan 37
2.4 Hipotesis Penelitian 39
2.4.1 Hubungan Keterkaitan *Free Cash Flow* terhadap *Capital Structure* 39
2.4.2 Hubungan Keterkaitan Likuiditas terhadap *Capital Structure* 40
2.4.3 Hubungan Keterkaitan *Firm Size* terdahap *Capital Structure* 41
2.4.4 Hubungan Keterkaitan *Free Cash Flow* terhadap *Firm Value* 41
2.4.5 Hubungan Keterkaitan Likuiditas terhadap *Firm Value* 42
2.4.6 Hubungan Keterkaitan *Firm Size* terhadap *Firm Value* 42
2.4.7 Hubungan Keterkaitan *Capital Structure* terhadap *Firm Value* 43
2.4.8 Hubungan Keterkaitan *Free Cash Flow* terhadap *Firm Value* melalui *Capital Structure* 45
2.4.9 Hubungan Keterkaitan Likuiditas terhadap *Firm Value* melalui *Capital Structure* 45
2.4.10 Hubungan Keterkaitan *Firm Size* terhadap *Firm Value* melalui *Capital Structure* 46

BAB 3 METODE PENELITIAN

3.1 Bentuk Penelitian 49
3.2 Tempat dan Waktu Penelitian 49
3.3 Data 49
3.3.1 Sumber Data 49
3.3.2 Jenis Data 49
3.3.3 Teknik Pengumpulan Data 50
3.4 Populasi dan Sampel 51
3.4.1 Populasi 50
3.4.2 Sampel 50
3.5 Variabel Penelitian 55
3.5.1 *Firm Value* 55
3.5.2 *Free Cash Flow* 55
3.5.3 Likuiditas 55
3.5.4 *Firm Size* 55
3.5.3 *Capital Structure* 56
3.5.4 Umur Perusahaan.....56
3.6 Metode Analisis 57
3.6.1 Uji Asumsi Klasik 57
3.6.1.1 Uji Multikolinearitas (VIF) 58
3.6.1.2 Uji Heteroskedastisitas (*Glejser*) 58
3.6.1.3 Uji Autokorelasi (*Wooldridge*) 59
3.6.1.4 Uji Normalitas (*Jacquer-Bera*) 60
3.6.2 Uji Regresi Panel Data 61
3.6.3 Pendekatan Model Regresi Data Panel 62
3.6.3.1 *Common Effect Model* (CEM) 62
3.6.3.2 *Fixed Effect Model* (FEM) 62
3.6.3.3 *Random Effect Model* (REM) 62
3.6.4 Pengujian Regresi Data Panel 63

3.6.4.1 Uji Chow 63
3.6.4.2 Uji Hausman 63
3.6.5 Uji Hipotesis 64
3.6.6 Uji Sobel 65

BAB 4 HASIL DAN PEMBAHASAN
4.1 Hasil 67
4.1.1 Uji Deskriptif 67
4.1.2 Uji Pemilihan Model Sub Struktur 1 74
4.1.2.1 Uji *Chow* - Sub Struktur 1 74
4.1.2.2 Uji Hausman – Sub Struktur 1 74
4.1.2.3 Hasil Pemilihan Model 75
4.1.3 Uji Asumsi Klasik Sub Struktur 1 76
4.1.3.1 Uji Multikolinearitas Sub Struktur 1 (VIF Manual) 76
4.1.3.2 Uji Heteroskedastisitas Sub Struktur 1 (Uji Glejser) 79
4.1.3.3 Uji Autokorelasi Sub Struktur 1 (*Wooldridge*) 80
4.1.3.3 Uji Normalitas Sub Struktur 1 (*Jarque-Bera*) 81
4.1.4 Perbaikan Regresi *Fixed Effect Model* Menggunakan Robust *Standar Error* Pada Sub Struktur 1 81
4.1.5 Uji Kestabilan Model 82
4.1.6 Uji F – Regresi Model Sub Struktur 1 83
4.1.7 Uji T – Regresi Model Sub Struktur 1 84
4.1.8 Uji *R-Square* – Regresi Model Sub Struktur 1 85
4.1.9 Uji Asumsi Klasik Sub Struktur 2 86
4.1.9.1 Uji Chou Pada Sub Struktur 2 86
4.1.9.2 Uji Hausman Pada Sub Struktur 2 86
4.1.10 Uji Asumsi Klasik Sub Struktur 2 87
4.1.10.1 Uji Multikolinearitas VIF (Manual) Pada Sub Struktur 2 87
4.1.10.2 Uji Heteroskedastisitas Pada Sub Struktur 2 93

4.1.10.3 Uji Autokorelasi Pada Sub Struktur 2 (*Wooldridge*) 94
4.1.10.4 Uji Normalitas Pada Sub Struktur 2 (*Jarque-Bera*) 95
4.1.11 Perbaikan Regresi *Fixed Effect Model* Menggunakan Robust *Standar Error* Pada Sub Struktur 2 95
4.1.12 Uji Kestabilan Model 97
4.1.13 Uji F Pada Sub Struktur 2 98
4.1.14 Ujit T Pada Sub Struktur 2 99
4.1.15 Uji *Rsquare* Pada Sub Struktur 2 100
4.1.16 Uji Sobel 100
4.2 Pembahasan 102
4.2.1 Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Capital Structure* 102
4.2.2 Pengaruh Likuiditas terhadap *Capital Structure* 102
4.2.3 Pengaruh *Firm Size* terhadap *Capital Structure* 103
4.2.4 Pengaruh Langsung *Free Cash Flow* terhadap *Firm Value*..... 103
4.2.5 Pengaruh Langsung Likuiditas terhadap *Firm Value*..... 104
4.2.6 Pengaruh Langsung *Firm Size* terhadap *Firm Value* 104
4.2.7 Pengaruh *Capital Structure* terhadap *Firm Value* 105
4.2.8 Pengaruh Tidak Langsung *Free Cash Flow* terhadap *Firm Value* melalui *Capital Structure* 105
4.2.9 Pengaruh Tidak Langsung Likuiditas terhadap *Firm Value* melalui *Capital Structure* 106
4.2.10 Pengaruh Tidak Langsung *Firm Size* terhadap *Firm Value* melalui *Capital Structure* 106

BAB 4 HASIL DAN PEMBAHASAN
5.1 Simpulan 107
5.2 Rekomendasi..... 108
5.3 Keterbatasan Penelitian 109

DAFTAR PUSTAKA 110

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Grafik Perbandingan Indeks Sektor Manufaktur Dengan Sektor Infrastruktur Dan Sektor Barang Konsumsi Primer 10
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran 30
Gambar 4.1 Kurva Rata-Rata *Free Cash Flow* Tahun 2018-2022 71
Gambar 4.2 Kurva Rata-Rata *Quick Ratio* Tahun 2018-2022 72
Gambar 4.3 Kurva Rata-Rata *Firm Size* Tahun 2018-2022 72
Gambar 4.4 Kurva Rata-Rata *Capital Structure* Tahun 2018-2022 73
Gambar 4.5 Kurva Rata-Rata *Firm Value* Tahun 2018-2022 73
Gambar 4.6 Uji Normalitas Jarque-Bera – Sub Struktur 1 81
Gambar 4.7 Uji Normalitas Jarque-Bera – Sub Struktur 2 95

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu 22
Tabel 3.1 Daftar Perusahaan 41
Tabel 3.2 Operasional Variabel 45
Tabel 4.1 Uji Deskriptif 53
Tabel 4.2 Hasil Uji Chou Persamaan Sub-Struktur 1 57
Tabel 4.3 Uji Hausman Persamaan Sub-Struktur 1 57
Tabel 4.4 Hasil Regresi *Free Cash Flow* terhadap Likuiditas dan *Firm Size*.....59
Tabel 4.5 Hasil Regresi Likuiditas terhadap *Free Cash Flow* dan *Firm Size*.....59
Tabel 4.6 Hasil Regresi *Firm Size* terhadap *Free Cash Flow* dan Likuiditas.....60
Tabel 4.7 Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan Sub-Struktur 1 61
Tabel 4.8 Hasil Uji Autokorelasi Sub Struktur 1 (*Wolldridge*) 62
Tabel 4.9 Regresi *Fixed Effect Model* Menggunakan Robust *Standar Error*.....63
Tabel 4.10 Hasil Uji Chou Persamaan Sub-Struktur 2 66
Tabel 4.11 Hasil Uji Hausmaan Persamaan Sub-Struktur 2 67
Tabel 4.12 Hasil Regresi *Capital Structure* terhadap *Free Cash Flow*, Likuiditas, *Firm Size* dan Umur Perusahaan 68
Tabel 4.13 Hasil Regresi *Free Cash Flow* terhadap *Capital Structure*, Likuiditas, *Firm Size* dan Umur Perusahaan 68
Tabel 4.14 Hasil Regresi Likuiditas terhadap *Capital Structure*, *Free Cash Flow*, *Firm Size* dan Umur Perusahaan 69
Tabel 4.15 Hasil Regresi *Firm Size* terhadap *Capital Structure*, *Free Cash Flow*, Likuiditas dan Umur Perusahaan 70
Tabel 4.16 Hasil Regresi Umur Perusahaan terhadap *Capital Structure*, *Free Cash Flow*, *Firm Size* dan Likuiditas 71
Tabel 4.17 Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan Sub-Struktur 2 72
Tabel 4.18 Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan Sub-Struktur 2 73

Tabel 4.19 Regresi *Fixed Effect Model* pada Sub Struktur 2 Menggunakan *Robust Standar Error* 74

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran Data Mentah 111
Lampiran Data Setelah Transformasi 124

BAB I
PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dalam era globalisasi dan perkembangan ekonomi yang semakin pesat, persaingan antar perusahaan di pasar domestik maupun internasional menjadi semakin ketat. Untuk dapat bertahan dan berkembang, setiap perusahaan dituntut untuk mengelola usahanya secara optimal agar tidak mengalami kemunduran. Salah satu aspek penting yang harus dimiliki perusahaan adalah ketersediaan modal yang memadai. Bagi perusahaan yang belum memiliki modal yang cukup, diperlukan upaya strategis untuk memperoleh pendanaan agar tetap dapat menjalankan operasional bisnisnya, bahkan bertransformasi menjadi perusahaan terbuka (go public).

Investasi menjadi salah satu langkah yang paling efektif dan efisien dalam mempertahankan keberlangsungan dan pertumbuhan usaha. Chandra (2017) menyatakan bahwa dalam manajemen keuangan, kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pendanaan baik untuk operasional sehari-hari maupun ekspansi usaha merupakan aspek krusial yang harus diperhatikan. Kebutuhan akan dana tambahan ini dapat muncul dari berbagai faktor, seperti pembelian aset baru, peningkatan kapasitas produksi, penambahan tenaga kerja, hingga penyediaan bahan baku (Nakhaei, 2015).

Lebih lanjut, Brigham (2010) menekankan bahwa nilai perusahaan memiliki peran penting karena nilai yang tinggi mencerminkan peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Peningkatan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan tidak hanya menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam mencapai target finansial, tetapi juga memperkuat posisinya di pasar. Oleh karena itu, pencapaian nilai perusahaan yang optimal menjadi tujuan utama dalam strategi pengelolaan keuangan dan investasi jangka panjang.

Langkah pertama dalam pencapaian nilai perusahaan terdapat faktor yang dapat berpengaruh dan juga menjadi fokus penelitian diantaranya yaitu *Free Cash Flow* yang dimiliki perusahaan memiliki manfaat besar dalam upaya meningkatkan

nilai perusahaan. Manfaat tersebut antara lain untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan pengelola berupa pembagian dividen, sebagai sumber pendanaan internal melalui pembiayaan operasional perusahaan, seperti pembelian saham, pengambilalihan kepemilikan saham dan holding aset. Kenyataannya, perusahaan belum mampu memaksimalkan dana *Free Cash Flow* karena konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Teori keagenan menyatakan bahwa perbedaan tersebut pada akhirnya menimbulkan masalah keagenan yaitu biaya keagenan. Biaya keagenan ini kemudian berdampak negatif pada penurunan nilai perusahaan.

Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah, termasuk terciptanya asimetri informasi *(information asymmetry),* dimana manajemen umumnya memiliki lebih banyak informasi tentang status keuangan dan operasional perusahaan daripada pemiliknya, dan terciptanya konflik kepentingan *(conflict of interest)* akibat ketidaksamaan tujuan, dimana manajemen tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik. Arus kas bebas berpotensi menimbulkan masalah keagenan, di mana manajer mengeluarkan biaya yang tidak perlu dan mengurangi kekayaan pemegang saham. Arus kas yang relatif tinggi ketika manajer melakukan investasi yang tidak menguntungkan menciptakan peluang untuk salah alokasi dana dan memperburuk perilaku manajemen keuntungan manajer.

Adanya arus kas bebas dalam suatu perusahaan menunjukkan keuangan perusahaan yang sehat. Ini karena kas bebas tercipta ketika dana dari hasil operasi tetap ada setelah pembiayaan kegiatan operasi dan pembiayaan kewajiban lain perusahaan. Adanya tambahan dana tersebut menandakan bahwa kinerja perseroan baik. Semakin banyak keuangan yang dapat diperoleh, semakin baik kinerja perusahaan. Arus kas bebas yang tinggi dari suatu perusahaan juga mendorong perusahaan untuk mengurangi besaran pinjamannya, karena pinjaman seringkali dipandang sebagai suatu kerugian bagi perusahaan. Penurunan porsi pinjaman pembiayaan perusahaan secara alami mempengaruhi struktur modal perusahaan untuk dikonversi menjadi ekuitas ketika aset pinjaman perusahaan sendiri menurun. Jika arus kas bebas terlalu tinggi akan digunakan untuk membayar dividen kepada

investor, tetapi jika digunakan untuk kebaikan perusahaan akan mengurangi nilai perusahaan di mata investor, tetapi jika tersedia arus kas dapat digunakan untuk menghasilkan laba, dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, yang juga meningkatkan nilai perusahaan (Bukit, 2019).

Beberapa penelitian terkait dengan *Free Cash Flow* diantaranya penelitian Permata, Nawasiah, dan Indriati (2018) dimana *Free Cash Flow* memiliki pengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan, demikian juga halnya dengan hasil penelitian Maulida (2017) dan penelitian Taufandaru (2018). Namun hal berbeda terdapat pada penelitian Ramadhan (2018) dengan hasil bahwa *Free Cash Flow* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Penambahan modal melalui dana pinjaman merupakan keputusan yang memerlukan pertimbangan cermat dari pihak manajemen, mengingat hal tersebut akan meningkatkan beban keuangan perusahaan. Meskipun demikian, pinjaman dapat dimanfaatkan sebagai sumber pendanaan untuk mendukung ekspansi dan pengembangan usaha. Salah satu faktor yang menjadi perhatian utama dalam memperoleh pinjaman adalah tingkat likuiditas perusahaan. Likuiditas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek, sehingga menurunkan risiko gagal bayar dan meningkatkan kepercayaan kreditur. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi cenderung lebih mudah mendapatkan tambahan pendanaan melalui pinjaman.

Kemudahan akses terhadap pinjaman tidak secara langsung mendorong perusahaan untuk meningkatkan utang secara berlebihan, karena tingkat leverage yang terlalu tinggi justru dapat memberikan sinyal negatif kepada investor dan menurunkan nilai perusahaan. Penelitian Watung (2016) dalam Dewi (2019) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, yang sejalan dengan temuan Stenyverens et al. (2018) dalam Dewi (2019) bahwa current ratio memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.Penggunaan dana eksternal berupa pinjaman ini dapat terlihat dari rasio *leverage* karena *leverage* merupakan rasio yang mengukur penggunaan hutang perusahaan maka pemenuhan sumber dana yang melalui hutang akan mempengaruhi tingkat *leverage*

perusahaan (Sutama, 2018). Penggunaan dana eksternal yang dalam jumlah yang jauh lebih tinggi melibihi jumlah dana internal perusahaan tidak hanya akan menurunkan likuiditas perusahaan, tetapi akan meningkatkan risiko kegagalan perusahaan dalam pemenuhan kewajibannya dalam membayar dana pinjaman tersebut. Beban yang dimiliki perusahaan tidak terbatas hanya pada nominal dana pinjaman yang didapatkan oleh perusahaan, tetapi juga termasuk biaya yang datang bersamaan dengan peroleh dana pinjaman tersebut yaitu biaya bunga pinjaman. Hal ini menyebabkan nominal yang menjadi kewajiban perusahaan meningkat seiring dengan peningkatan dana pinjaman yang didapatkan oleh perusahaan tersebut. Walau demikian penggunaan dana pinjaman masih tetap diminati oleh perusahaan karena penggunaan dana pinjaman juga memiliki manfaat bagi perusahaan dalam tingkatan tertentu. *Leverage* memiliki keuntungan berupa pengurangan beban pajak, maka dari itu peningkatan *leverage* dapat meningkatkan nilai perusahaan, tetapi peningkatan *leverage* untuk memperoleh manfaat berupa pengurangan beban pajak ini juga memiliki batasan maksimal yang dikarena peningkatan nilai *leverage* dapat meningkatkan risiko perusahaan dan malah menurunan pada nilai perusahaan (Ispriyahadi, 2021).

Hal lain yang memudahkan sebuah perusahaan dalam memperolah modal tambahan berupa pinjaman adalah ukuran perusahaan. Perusahaan yang besar akan membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasional perusahaannya (Armelia, 2016). Kebutuhan akan dana yang besar ini akan membuat perusahaan mencari cara untuk memenuhi kebutuhan dananya yang besar ini yaitu dengan menggunakan dana pinjaman. Maka dari itu, semakin besar ukuran sebuah perusahaan maka semakin besar pula kecenderungan perusahaan untuk menggunakan dana dari pinjaman (Armelia, 2016) untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan dalam kelangsungan operasionalnya. Kecederungan perusahaan dengan ukuran yang besar ini menggunakan dana dari pinjaman ini membuat perusahaan dengan ukuran besar memiliki tingkat kepercayaan yang tinggi dalam pemberian dana pinjaman. Hal ini dikarenakan banyaknya pihak yang bersedia memberikan pinjaman pada perusahaan berukuran besar sehingga tingkat kepercayaan pada perusahaan berukuran besar untuk memenuhi kewajibannya pun

meningkat. Kemudahan permintaan dana pinjaman pada perusahaan berukuran besar ini juga akan berpengaruh pada pergeseran struktur modal yang cenderung semakin ke arah dana pinjaman, atau dapat berbalik menggunakan dana internal perusahaan ketika perusahaan berhasil mendapatkan keuntungan yang tinggi dalam operasionalnya. Tentu saja pergeseran strutur modal yang melibatkan dana pinjaman ini akan kemudian memberikan dampak pada nilai perusahaan itu sendiri.

Struktur modal berperan sebagai variabel mediasi dalam penelitian ini dan merujuk pada penyusunan komposisi pendanaan perusahaan, baik yang bersumber dari internal (modal sendiri) maupun eksternal (dana pihak ketiga). Keputusan mengenai struktur pendanaan tersebut sangat bergantung pada kondisi keuangan internal perusahaan serta tingkat kesiapan dan keberanian perusahaan dalam memanfaatkan dana dari pinjaman. Struktur modal merupakan bagian dari keputusan strategis dalam manajemen keuangan yang berkaitan dengan pencapaian pembiayaan usaha yang optimal. Struktur modal yang optimal dicapai ketika perusahaan mampu mengombinasikan penggunaan utang dan ekuitas secara seimbang, sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan tanpa meningkatkan biaya modal secara berlebihan (Rasita, 2014). Dalam konteks ini, struktur modal mencerminkan strategi pembiayaan jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk mendanai investasinya (Sumantri, 2009).

Salah satu kewajiban utama perusahaan terkait penggunaan utang jangka panjang adalah membayar bunga dan pokok pinjaman secara berkala sesuai dengan waktu jatuh tempo. Dalam pengelolaan struktur modal, hak kreditur umumnya diutamakan dibandingkan hak pemegang saham, mengingat adanya komitmen pembayaran yang melekat pada penggunaan utang. Struktur modal biasanya diukur menggunakan rasio utang terhadap ekuitas atau debt to equity ratio (DER), yang mencerminkan seberapa besar perusahaan menggunakan utang dibandingkan dengan modal sendiri. DER juga menjadi indikator tingkat risiko finansial yang ditanggung perusahaan; semakin tinggi DER, maka semakin tinggi pula risiko yang ditanggung, karena perusahaan lebih mengandalkan pembiayaan utang dibandingkan ekuitas. Jika rasio DER melebihi satu, hal tersebut mengindikasikan

bahwa total utang melebihi modal perusahaan, yang dapat menimbulkan persepsi negatif dari investor. Dalam hal ini, nilai DER yang terlalu tinggi tidak hanya meningkatkan risiko, tetapi juga dapat menurunkan nilai perusahaan di mata investor (Darsano, 2005), yang umumnya lebih menyukai perusahaan dengan DER di bawah satu.

Manajemen perusahaan memiliki peran penting dalam merancang kombinasi struktur modal yang paling optimal. Dalam proses ini, mereka harus mempertimbangkan tidak hanya kapasitas keuangan internal, tetapi juga respons atau sentimen investor terhadap besarnya proporsi dana yang diperoleh melalui pinjaman. Hal ini penting, karena struktur modal yang dipilih akan berdampak langsung terhadap nilai perusahaan dan posisi keuangan jangka panjangnya (Chandra, 2017).

Masing-masing sumber pembiayaan baik dari modal sendiri maupun pinjaman memiliki kelebihan tersendiri. Namun, manfaat tersebut dapat dimaksimalkan jika perusahaan menggabungkan keduanya secara proporsional, disesuaikan dengan kebutuhan pendanaan dan kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko dari kombinasi tersebut.

Struktur modal yang tidak seimbang dapat menimbulkan konsekuensi serius. Ketergantungan yang terlalu tinggi pada utang akan meningkatkan risiko kebangkrutan, terutama ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban finansialnya. Sebaliknya, menghindari utang sama sekali juga bukan pilihan ideal, karena perusahaan bisa kehilangan kesempatan untuk meningkatkan nilai dan pertumbuhan usaha secara maksimal.

Dalam konteks inilah, teori *trade-off* (teori pertukaran) menjadi relevan. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan perlu menyeimbangkan antara manfaat penggunaan utang seperti penghematan pajak dari bunga pinjaman dan risiko yang ditimbulkan dari beban utang itu sendiri. Dengan kata lain, teori ini mendorong perusahaan untuk tidak mengambil utang secara berlebihan, tetapi juga tidak sepenuhnya menghindarinya, demi mencapai struktur modal yang mampu memaksimalkan nilai perusahaan (Hanafi, 2015).

Penggunaan pinjaman sebagai sumber pembiayaan sekaligus sebagai pengurang pajak tidak selalu menjadikan langkah ini demi kepentingan perusahaan dalam menyusun struktur permodalan. Tentu saja, penggunaan hutang dengan resiko gagal bayar selalu menanti perusahaan jika menemui hambatan yang signifikan yang menurunkan kemampuannya untuk menghasilkan pendapatan, sehingga menyebabkan 'kegagalan'. Penurunan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan kemudian akan mengancam perusahaan untuk gagal bayar hutangnya. Perusahaan yang menghindari risiko yang terkait dengan penggunaan pinjaman ini akan memastikan bahwa perusahaan memprioritaskan penggunaan dana internal sebaik mungkin.

Menurut Chandra (2017), dalam dunia manajemen keuangan, ketanggapan perusahaan terhadap kebutuhan finansial serta kemampuan untuk menyediakan sumber daya keuangan tambahan merupakan aspek krusial dalam proses pengambilan keputusan. Dalam upaya mengembangkan kegiatan usahanya, perusahaan senantiasa membutuhkan dana — baik dari modal sendiri maupun dari sumber eksternal seperti pinjaman. Pemilihan jenis pendanaan yang digunakan sangat bergantung pada kondisi keuangan internal perusahaan serta seberapa besar keberanian manajemen dalam memanfaatkan dana dari pihak ketiga.

Setiap bentuk pembiayaan, baik dari ekuitas maupun hutang, memiliki keunggulan tersendiri. Oleh karena itu, kombinasi keduanya dapat menjadi strategi ideal, dengan proporsi yang disesuaikan menurut kebutuhan dan kemampuan perusahaan Peran manajer keuangan sangat penting untuk menentukan komposisi sumber pendanaan yang optimal, karena struktur pendanaan yang tepat akan berdampak langsung pada peningkatan nilai perusahaan. Seperti yang ditegaskan oleh Nakhai (2015), sumber dana baik dari modal sendiri maupun dari utang — adalah komponen vital dalam setiap aktivitas ekonomi.

Kombinasi dana internal dan eksternal mengharuskan perusahaan untuk merancang strategi pembiayaan yang tepat, termasuk menentukan mana yang menjadi prioritas dalam pendanaan. Hal ini dikenal dengan konsep *trade-off theory* atau teori pertukaran, yang berakar dari kecenderungan perusahaan untuk

memaksimalkan pinjaman guna mendapatkan keuntungan dari pengurangan pajak atas biaya bunga (Jahanzed, 2014).

Dengan demikian, perusahaan dituntut untuk menemukan struktur modal yang paling efisien yakni dengan menyeimbangkan antara biaya dan risiko dari penggunaan utang dan ekuitas. Optimalisasi ini bertujuan untuk mencapai tingkat pengembalian terbaik bagi pemegang saham. Namun, penggunaan modal eksternal memiliki risiko gagal bayar ketika perusahaan terlalu bergantung pada pinjaman, terutama jika profitabilitas menurun secara signifikan. Sebagaimana dijelaskan oleh Nakhaei (2015), pinjaman menciptakan komitmen finansial berupa kewajiban pembayaran bunga yang bila tidak dikelola dengan baik, dapat memicu krisis keuangan hingga berujung pada kebangkrutan.

Melemahnya profitabilitas perusahaan dapat meningkatkan risiko kebangkrutan, sehingga mendorong perusahaan untuk lebih berhati-hati dalam penggunaan leverage. Ketakutan terhadap risiko finansial akibat tingginya beban utang membuat perusahaan cenderung memaksimalkan penggunaan dana internal terlebih dahulu dalam pembiayaan operasional. Hanya ketika dana internal dianggap tidak mencukupi, perusahaan akan mempertimbangkan untuk mengambil pinjaman sebagai sumber pembiayaan tambahan (Culata, 2012). Perilaku ini sejalan dengan *pecking order theory*, yang menjelaskan bahwa perusahaan memiliki hierarki dalam penggunaan sumber dana, di mana dana internal seperti laba ditahan menjadi prioritas utama, sedangkan pembiayaan eksternal melalui utang atau penerbitan saham baru dipertimbangkan sebagai alternatif terakhir (Jahanzeb, 2014).

Adanya arus kas bebas dalam suatu perusahaan menunjukkan kondisi keuangan yang sehat. Arus kas bebas terbentuk ketika dana dari aktivitas operasi masih tersisa setelah membiayai kegiatan operasional dan memenuhi kewajiban lainnya. Sisa dana tersebut menjadi indikator bahwa kinerja perusahaan berjalan dengan baik. Semakin besar arus kas bebas yang tersedia, semakin baik kinerja perusahaan, karena menunjukkan likuiditas yang kuat. Tingginya likuiditas ini dapat mendorong perusahaan untuk mengurangi ketergantungan terhadap

pinjaman, yang sering dipandang sebagai beban atau risiko keuangan. Pengurangan porsi pinjaman ini secara langsung memengaruhi struktur modal perusahaan dengan meningkatkan proporsi ekuitas. Meskipun arus kas bebas yang berlebih bisa digunakan untuk membayar dividen, jika tidak digunakan secara bijak, hal ini justru dapat menurunkan nilai perusahaan di mata investor. Sebaliknya, jika arus kas tersebut digunakan untuk kegiatan produktif, maka akan meningkatkan laba dan pada akhirnya meningkatkan kesejahteraan pemegang saham serta nilai perusahaan (Bukit, 2019).

Pengelolaan struktur modal perusahaan melibatkan kombinasi antara penggunaan dana internal (ekuitas) dan dana eksternal (utang). Pemilihan sumber dana ini bergantung pada strategi pembiayaan yang diprioritaskan perusahaan. Dalam konteks ini, dikenal konsep teori *trade-off* (pertukaran), yang menjelaskan bahwa perusahaan cenderung memaksimalkan penggunaan utang karena biaya bunga utang dapat dikurangkan dari pajak, sehingga mengurangi beban pajak perusahaan. Namun, dalam jangka panjang, perusahaan berupaya mencari kombinasi ideal antara utang dan ekuitas untuk mencapai struktur modal yang optimal. Struktur optimal ini ditentukan melalui pertukaran antara biaya dan manfaat dari masing-masing jenis pendanaan, dengan tujuan akhir untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Jahanzed, 2014).

Struktur modal dihitung dengan cara perbandingan antara total utang perusahaan terhadap total ekuitas perusahaan yang biasa diukur dengan Debt to Equity Ratio (DER). DER dapat mengindikasikan tingkat risiko perusahaan, semakin tinggi DER, maka semakin tinggi risikonya karena pendanaan dari unsur utang lebih besar dibandingkan modal sendiri. Investor cenderung lebih tertarik pada tingkat DER yang besarnya kurang dari satu karena jika lebih besar dari satu risiko perusahaan semakin meningkat, oleh karena itu DER akan memberikan pengaruh pada nilai perusahaan.

Capital Structure yang diproksikan melalui *Debt To Equity Ratio* (DER) berdasarkan hasil penelitian Nuryartono, N & Trias (2019) menyatakan bahwa DER

berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian Muthmainnah (2012) menunjukkan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.



Gambar 1.1 Grafik Perbandingan Indeks Sektor Manufaktur terhadap Sektor Infrastruktur dan Sektor Barang Konsumsi Primer

Pada penelitian ini sektor manufaktur dipilih dalam penelitian ini karena sektor ini merupakan salah satu penggerak utama perekonomian Indonesia yang memiliki karakteristik bisnis yang sangat bergantung pada pengelolaan struktur modal, likuiditas, dan ukuran perusahaan. Sektor ini juga memberikan kontribusi signifikan terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) nasional dan menjadi penyumbang besar dalam penyerapan tenaga kerja.

Berdasarkan data yang ditampilkan pada grafik perbandingan sektor di TradingView, terlihat bahwa pergerakan indeks sektor manufaktur (IDXINDUST) memiliki volatilitas yang berbeda dibandingkan dengan sektor lainnya seperti sektor barang konsumsi primer (IDXNONCYC) dan sektor infrastruktur (IDXINFRA).

Pemilihan perusahaan sektor manufaktur sebagai objek penelitian dalam analisis pengaruh kas bebas terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal didasarkan pada beberapa pertimbangan yang relevan secara konseptual maupun empiris. Sektor manufaktur memiliki peran strategis dalam perekonomian Indonesia, dengan kontribusi yang konsisten terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) nasional. Data dari Badan Pusat Statistik (BPS) menunjukkan bahwa sektor industri

pengolahan, yang merupakan inti dari sektor manufaktur, menyumbang lebih dari 19% terhadap PDB selama periode 2018 hingga 2022 (BPS, 2023). Hal ini menjadikan perusahaan manufaktur sebagai representasi penting dalam dinamika ekonomi dan keuangan nasional.

Selain kontribusi makroekonomi, karakteristik internal perusahaan manufaktur juga sangat relevan untuk dikaji dalam konteks kas bebas dan struktur modal. Perusahaan manufaktur umumnya memiliki arus kas operasi yang besar, kebutuhan investasi modal yang tinggi, serta struktur pembiayaan yang kompleks. Hal tersebut membuat variabel kas bebas dan struktur modal menjadi sangat signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Sejalan dengan teori agensi yang dikemukakan oleh Jensen (1986), perusahaan dengan kas bebas yang tinggi namun memiliki peluang investasi terbatas cenderung menghadapi konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, sehingga pemilihan struktur modal menjadi salah satu mekanisme pengawasan keuangan yang penting. Dalam konteks ini, sektor manufaktur menyediakan kasus empiris yang tepat untuk menguji teori tersebut.

Penelitian ini menggunakan pendekatan analisis yang memadukan tiga variabel independen utama, yaitu arus kas bebas, likuiditas, dan ukuran perusahaan, untuk mengkaji pengaruhnya terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal sebagai variabel mediasi. Model ini dirancang untuk mengidentifikasi baik pengaruh langsung maupun tidak langsung antar variabel, yang memungkinkan pemahaman yang lebih menyeluruh terhadap jalur hubungan keuangan internal perusahaan dengan nilai pasar yang terbentuk. Berbeda dari sebagian besar studi terdahulu yang hanya memfokuskan pada pengaruh langsung dua atau tiga variabel terhadap nilai perusahaan, penelitian ini mengembangkan pemodelan yang melibatkan struktur modal sebagai mekanisme perantara, sehingga memperluas ruang analisis terhadap fungsi intermediasi kebijakan pembiayaan.

Struktur modal dalam penelitian ini ditempatkan sebagai variabel mediasi, bukan sebagai variabel dependen sebagaimana yang umum digunakan dalam studi-studi sejenis. Penempatan ini didasarkan pada kerangka teori seperti *trade-off theory* dan *pecking order theory*, yang menjelaskan bahwa keputusan pembiayaan perusahaan

tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi internal, tetapi juga memiliki peran dalam membentuk persepsi investor terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, model yang digunakan membuka ruang untuk menilai apakah pengaruh dari arus kas bebas, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan berlangsung secara langsung, atau melalui saluran struktur modal sebagai kebijakan strategis perusahaan.

Penelitian ini lebih berfokus pada perusahaan sektor manufaktur yang beroperasi di Indonesia selama periode 2018 hingga 2022. Pemilihan sektor ini mencerminkan karakteristik industri yang padat modal dan sensitif terhadap perubahan kondisi ekonomi makro, termasuk dampak dari pandemi COVID-19 yang terjadi pada tahun 2020–2021. Ruang lingkup waktu yang digunakan mencakup periode sebelum, selama, dan setelah krisis pandemi, sehingga memungkinkan pengamatan terhadap bagaimana perusahaan menyesuaikan kebijakan keuangannya dalam merespons tekanan eksternal, terutama dalam hal pengelolaan likuiditas, pengambilan utang, dan penguatan nilai perusahaan di tengah ketidakpastian.

Lebih lanjut, sejumlah penelitian terdahulu turut memperkuat alasan pemilihan sektor ini. Studi yang dilakukan oleh Putri dan Ardiansari (2017), serta Utami dan Darmawan (2020), menunjukkan bahwa kas bebas dan struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian Muthmainnah dan Khafid (2021) juga menemukan bahwa struktur modal memediasi hubungan antara kas bebas dan nilai perusahaan secara signifikan pada perusahaan manufaktur. Temuan-temuan ini mendukung keberlanjutan riset dalam ranah yang sama. Di samping itu, sektor manufaktur juga merupakan salah satu sektor dengan jumlah perusahaan terbuka terbanyak di BEI, sehingga menyediakan ketersediaan data laporan keuangan yang lengkap, konsisten, dan representatif untuk periode penelitian 2018–2022.

Kondisi ekonomi global dan domestik selama masa pandemi COVID-19 pun memperlihatkan dinamika yang menarik pada sektor ini. Di saat sektor lain mengalami pelemahan tajam, sektor manufaktur justru menunjukkan pemulihan yang signifikan di tahun-tahun pasca pandemi. Laporan Kementerian Perindustrian Republik Indonesia mencatat bahwa sektor manufaktur menjadi pendorong utama

dalam proses pemulihan ekonomi nasional (Kemenperin, 2022). Dengan latar belakang tersebut, sektor manufaktur tidak hanya relevan secara teoretis dan empiris, tetapi juga memiliki urgensi praktis yang tinggi untuk dikaji, terutama dalam hubungan antara kas bebas, struktur modal, dan nilai perusahaan.

Perusahaan manufaktur sering menjadi objek penelitian dalam studi keuangan karena karakteristik operasionalnya yang khas, seperti kebutuhan investasi tinggi pada aset tetap dan siklus produksi yang kompleks. Kondisi ini menjadikan perusahaan manufaktur sebagai subjek ideal untuk menganalisis bagaimana *free cash flow* memengaruhi struktur modal. Sebagai contoh, Herlina, Nadirsyah, dan Darwanis (2013) meneliti 30 perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia dan menemukan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal, menunjukkan bahwa perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi cenderung meningkatkan penggunaan utang dalam struktur modalnya.

Selain itu, penelitian oleh Dewi (2018) juga menggunakan data perusahaan manufaktur untuk menganalisis pengaruh *free cash flow* terhadap leverage. Hasilnya menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap leverage, namun profitabilitas dan kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif yang signifikan. Hal ini menegaskan bahwa perusahaan manufaktur menyediakan konteks yang kaya untuk mengeksplorasi dinamika antara arus kas bebas dan keputusan pendanaan, serta memungkinkan pengujian teori keuangan seperti *trade-off theory* dan *agency theory* dalam praktik.

Penelitian ini juga menempatkan likuiditas sebagai salah satu variabel bebas utama, bukan sekadar variabel kontrol. Likuiditas diukur melalui rasio cepat (quick ratio), yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek tanpa mengandalkan persediaan. Dalam kondisi ekonomi yang tidak stabil, seperti saat pandemi, likuiditas menjadi indikator penting dalam menentukan kapasitas perusahaan untuk memperoleh tambahan pinjaman, serta dalam memengaruhi persepsi risiko yang berhubungan dengan struktur modal dan nilai perusahaan.

Selanjutnya, arus kas bebas dianalisis dalam kerangka teori agensi, di mana ketersediaan dana yang besar tanpa pengawasan yang memadai dapat menimbulkan

konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Oleh karena itu, struktur modal dipandang sebagai salah satu alat disiplin (disciplining mechanism) yang dapat digunakan perusahaan untuk mengurangi kemungkinan penyalahgunaan dana. Penelitian ini mengkaji apakah struktur modal benar-benar dapat berfungsi sebagai saluran kebijakan keuangan yang efektif dalam menyalurkan dampak arus kas bebas terhadap nilai perusahaan, khususnya pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia.

Ukuran perusahaan juga digunakan sebagai proksi dari tingkat kematangan dan stabilitas operasional perusahaan. Perusahaan dengan ukuran besar cenderung memiliki akses yang lebih luas terhadap sumber pendanaan, struktur biaya yang lebih efisien, serta persepsi risiko yang lebih rendah di mata investor. Dalam model ini, ukuran perusahaan tidak hanya dihipotesiskan memengaruhi nilai perusahaan secara langsung, tetapi juga melalui pengaruhnya terhadap keputusan struktur modal yang diambil perusahaan. Hal ini memberikan pemahaman lebih dalam mengenai bagaimana skala operasional dan posisi pasar perusahaan berkontribusi terhadap penciptaan nilai.

Secara keseluruhan, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pada pengembangan literatur yang mengaitkan faktor-faktor keuangan internal perusahaan dengan nilai perusahaan melalui pendekatan mediasi. Selain memperkaya sudut pandang teoretis, hasil dari penelitian ini juga relevan secara praktis, terutama bagi manajemen perusahaan dalam merumuskan strategi pendanaan dan pengelolaan kas di tengah kondisi ekonomi yang tidak menentu. Selain itu, temuan dari penelitian ini dapat menjadi pertimbangan bagi investor dan pemangku kepentingan lainnya dalam menilai kualitas keputusan keuangan perusahaan serta implikasinya terhadap nilai pasar perusahaan dalam jangka panjang.

Dengan latar belakang tersebut, peneliti ingin melakukan penelitian dengan judul **"Pengaruh *Free Cash Flow*, Likuiditas, dan *Firm Size* Terhadap *Firm Value* Melalui Capital Structure Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar alam BEI Tahun 2018-2022".**

1.2. Perumusan Masalah

1.2.1. Pernyataan Masalah

Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah, termasuk terciptanya asimetri informasi *(information asymmetry),* dimana manajemen umumnya memiliki lebih banyak informasi tentang status keuangan dan operasional perusahaan daripada pemiliknya, dan terciptanya konflik kepentingan *(conflict of interest)* akibat ketidaksamaan tujuan, dimana manajemen tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik. Arus kas bebas berpotensi menimbulkan masalah keagenan, di mana manajer mengeluarkan biaya yang tidak perlu dan mengurangi kekayaan pemegang saham. Arus kas yang relatif tinggi ketika manajer melakukan investasi yang tidak menguntungkan menciptakan peluang untuk salah alokasi dana dan memperburuk perilaku manajemen keuntungan manajer.

Hak kreditur harus lebih besar dari hak pemegang saham. Dalam hal ini, struktur modal dihitung dengan membandingkan total utang perusahaan dengan total ekuitas perusahaan, yang biasanya diukur dengan debt to equity ratio (DER). DER dapat menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan. Semakin tinggi DER, semakin tinggi risikonya karena pembiayaan utang lebih tinggi daripada ekuitas. Jika hutang perusahaan melebihi modalnya berarti rasio DER tidak memberikan keuntungan yang terbaik (Darsano, 2005). Investor lebih tertarik pada nilai DER yang kurang dari satu, karena bila lebih besar dari satu maka resiko perusahaan meningkat sehingga DER mempengaruhi nilai perusahaan.

Struktur modal perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan, maka dari itu baik buruknya struktur modal yang digunakan harus dipertimbangkan sebaik-baiknya karena akan memberi dampak pada posisi keuangan perusahaan (Chandra, 2017). Semakin banyak hutang yang diambil perusahaan, semakin besar risiko kebangkrutan. Namun, jika struktur modal tidak menggunakan utang sama sekali, maka perusahaan tidak akan mencapai nilai optimal. Teori trade-off, juga dikenal sebagai teori trade-off atau teori trade-off, melibatkan perusahaan yang menimbang manfaat pajak dari pembiayaan utang terhadap tantangan potensi kebangkrutan. Oleh karena itu, secara implisit, teori perdagangan bertujuan untuk mencegah

perusahaan mengambil hutang terlalu banyak. Artinya nilai perusahaan dimana nilai perusahaan harus bernilai positif untuk juga memperoleh peluang pertumbuhan yang positif.

1.2.2 Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan latar belakang di atas peneliti kemudian memiliki beberapa hal yang ingin ditemukan

1. Bagaimana pengaruh *free cash flow* terhadap *capital structure* pada perusahaan manufaktur yang terdafatar dalam BEI?
2. Bagaimana pengaruh likuiditas terhadap *capital structure* pada perusahaan manufaktur yang terdafatar dalam BEI?
3. Bagaimana pengaruh *firm size* terhadap *firm value* pada perusahaan manufaktur yang terdafatar dalam BEI?
4. Bagaimana pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value* pada perusahaan manufaktur yang terdafatar dalam BEI?
5. Bagaimana pengaruh likuiditas terhadap *firm value* pada perusahaan manufaktur yang terdafatar dalam BEI?
6. Bagaimana pengaruh *firm size* terhadap *firm value* pada perusahaan manufaktur yang terdafatar dalam BEI?
7. Bagaimana pengaruh *capital structure* tehadap *firm value* pada perusahaan manufaktur yang terdafatar dalam BEI?
8. Bagaimana pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value* dengan *capital structure* sebagai perantara *capital structure* pada perusahaan manufaktur yang terdafatar dalam BEI??
9. Bagaimana pengaruh likuiditas terhadap *firm value* dengan *capital structure* sebagai perantara *capital structure* pada perusahaan manufaktur yang terdafatar dalam BEI?

10. Bagaimana pengaruh *firm size* terhadap *firm value* dengan *capital structure* sebagai perantara *capital structure* pada perusahaan manufaktur yang terdafatar dalam BEI?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Menguji dan menganalisis bagaimana pengaruh *free cash flow* terhadap *capital structure* sebuah perusahaan.
2. Menguji dan menganalisis bagaimana pengaruh likuiditas terhadap *capital structure* suatu perusahan.
3. Menguji dan menganalisis bagaimana pengaruh *firm size* terhadap *firm value* suatu perusahaan.
4. Menguji dan menganalisis bagaimana pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value* suatu perusahaan.
5. Menguji dan menganalisis bagaimana pengaruh likuiditas terhadap *firm value* suatu perusahaan.
6. Menguji dan menganalisis bagaimana pengaruh *firm size* terhadap *firm value* suatu perusahaan.
7. Menguji dan menganalisis bagaimana pengaruh *capital structure* tehadap *firm value* suatu perusahaan.
8. Menguji dan menganalisis bagaimana pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value* dengan *capital structure* sebagai perantara *capital structure*.
9. Menguji dan menganalisis bagaimana pengaruh likuiditas terhadap *firm value* dengan *capital structure* sebagai perantara *capital structure*.
10. Menguji dan menganalisis bagaimana pengaruh *firm size* terhadap *firm value* dengan *capital structure* sebagai perantara *capital structure*.

1.4 Kontribusi Penelitian

1.4.1 Kontribusi Teoritis

Penelitian ini dibuat dengan tujuan untuk mendapatkan gambaran hubungan antara kondisi *free cash flow* pada sebuah perusahaan terhadap *capital structure*, yang kemudian juga akan dikaji hubungannya terhadap *firm value*.

1.4.2 Kontribusi Praktis

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi informasi tambahan bagi para praktisi dalam mengkaji perilaku perusahaan di Indonesia dalam merancang struktur modalnya sebagai respon dari kondisi kas bebas yang dimiliki perusahaan.

1.5 Gambaran Kontekstual Penelitian

Penelitian akan dilakukan dengan menggunakan data tersier yaitu data laporan tahunan perusahan yang terdaftar dalam BEI dengan menggunakan sampling terlebih dahulu pada data yang didapatkan sesuai dengan kebutuhan penulis. Pengujian akan dilakukan mengikuti metode pengujian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya.