

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal memainkan peran krusial dalam pertumbuhan ekonomi suatu negara dengan berfungsi ganda sebagai sarana penghimpunan dana jangka panjang bagi perusahaan untuk operasional dan ekspansi, sekaligus sebagai instrumen investasi masyarakat (Hartini, 2016; Levine & Zervos, 1998; Tandelilin, 2010). Dalam dunia investasi yang kompetitif, investor sangat mempertimbangkan informasi kinerja perusahaan untuk meminimalisasi risiko dan mengambil keputusan strategis. Indikator utama yang merefleksikan keberhasilan pengelolaan sumber daya, kinerja prospektif, serta keberlanjutan masa depan korporasi adalah nilai perusahaan (*firm value*) (Brealey et al., 2014; Brigham & Houston, 2010; Indrarini, 2019). Nilai perusahaan yang tinggi, yang tercermin secara langsung pada apresiasi harga saham di pasar sekunder, menandakan tingginya kepercayaan investor terhadap kemampuan manajemen dalam menciptakan nilai tambah jangka panjang yang berorientasi pada peningkatan kemakmuran pemegang saham (Brigham & Houston, 2010; Tandelilin, 2010; Wongso, 2012). Dalam mengukur nilai perusahaan secara menyeluruh, rasio *Tobin's Q* dijadikan proksi utama karena tidak hanya memperhitungkan penilaian pasar atas ekuitas perusahaan, melainkan mencakup seluruh struktur aset dan kewajiban utang korporasi (Chung & Pruitt, 1994; Damodaran, 2006; Naseer et al., 2024).

Namun demikian, mempertahankan dan meningkatkan nilai perusahaan di pasar modal bukanlah hal yang mudah karena nilai perusahaan sangat dinamis dan rentan terhadap guncangan eksternal maupun keputusan keuangan internal. Di Bursa Efek Indonesia (BEI), emiten dikelompokkan ke dalam berbagai sektor untuk memudahkan analisis pasar dan pembentukan portofolio (Bursa Efek Indonesia, 2021b; Wisudanto et al., 2026). Salah satu sektor yang memiliki karakteristik unik dan strategis adalah sektor *consumer non-cyclicals* (barang konsumen primer). Sektor ini mencakup industri vital seperti ritel kebutuhan pokok, makanan olahan,

minuman, produk pertanian, tembakau, hingga perawatan diri dan rumah tangga (Bursa Efek Indonesia, 2021a). Secara teoretis, sektor ini bersifat anti-siklis (*defensive sector*), di mana permintaannya relatif stabil dan tidak sensitif terhadap fluktuasi siklus ekonomi makro karena menghasilkan produk berupa kebutuhan dasar masyarakat (Bodie et al., 2021; Haryadi & Winarto, 2024). Berdasarkan sifat defensif tersebut, nilai perusahaan di sektor ini seharusnya mampu bertahan atau relatif stabil meskipun kondisi ekonomi makro mengalami dinamika.

Stabilitas teoretis ini diuji secara ekstrem oleh dinamika ekonomi makro global dan domestik pada rentang tahun 2019-2024. Periode pengamatan ini mencerminkan tiga fase ekonomi yang kontras: era pra-pandemi (2019), fase krisis akibat pandemi COVID-19 (2020-2021), serta era pemulihan ekonomi (*post-pandemic recovery*) (2022-2024) (World Health Organization, 2020). Penelitian ini menggunakan sampel 57 emiten sektor *consumer non-cyclicals* yang menjadi objek observasi dalam penelitian ini, menunjukkan fenomena yang bertolak belakang (*gap phenomenon*). Berdasarkan data yang diolah dari laporan keuangan periode 2019–2024, rata-rata nilai *Tobin's Q* perusahaan sampel mengalami tren penurunan secara konsisten dari tahun ke tahun. Pada era pra-pandemi tahun 2019, rata-rata *Tobin's Q* berada pada level tertinggi yaitu sebesar 2,6415. Namun, pada tahun 2020 ketika pandemi COVID-19 melanda, rata-rata *Tobin's Q* merosot menjadi 1,9142, dan berlanjut merosot ke angka 1,8969 pada tahun 2021. Tren penurunan ini terus berlanjut saat memasuki fase pemulihan ekonomi, di mana rata-rata *Tobin's Q* terperosok menjadi 1,7742 (2022), 1,7072 (2023), hingga menyentuh titik terendah sebesar 1,6498 pada tahun 2024. Penurunan rata-rata nilai perusahaan (*Tobin's Q*) secara konsisten selama 6 tahun berturut-turut ini menegaskan adanya permasalahan nyata (*phenomenon gap*) yang mendesak untuk diteliti.

Penurunan berkelanjutan ini dipicu oleh akumulasi tekanan makroekonomi seperti, pengeluaran konsumsi rumah tangga Indonesia berkontraksi sebesar -2,63% di 2020, yang memicu pertumbuhan ekonomi nasional merosot hingga -2,07% sebelum akhirnya berangsur pulih ke level 5% pada periode 2022-2024 (Badan Pusat Statistik Indonesia, 2025b, 2025a; Bank Indonesia, 2021). Ketidakstabilan ini

diperparah oleh lonjakan inflasi domestik yang mencapai 5,51% pada tahun 2022 akibat tekanan rantai pasok global, sebelum melandai ke angka 2,61% (2023) dan 1,57% (2024) (Bank Indonesia, 2024). Tekanan tersebut berdampak pada stagnasi atau pergerakan terbatas *IDX consumer non-cyclicals* antara 709 hingga 728 poin pada Desember 2023, dan berada dalam rentang 703 hingga 745 poin pada Desember 2024 (Bursa Efek Indonesia, 2024). Seluruh dinamika ini menegaskan bahwa sektor barang konsumen primer tidak kebal terhadap guncangan eksternal, perubahan daya beli, dan pergeseran sentimen pasar (Andrei et al., 2023; Hidayat & Rikumahu, 2025).

Dalam kerangka *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976), *trade-off theory* (Kraus & Litzenberger, 1973), dan *pecking order theory* (Myers & Majluf, 1984), mitigasi terhadap risiko eksternal ini memerlukan pengelolaan keputusan keuangan yang optimal oleh pihak manajemen melalui pengelolaan kas, struktur modal, dan strategi pertumbuhan (A. M. Ahmed et al., 2023; Destriana et al., 2025; Modigliani & Miller, 1963; Opler et al., 1999). Kebijakan pengelolaan kas atau *cash holding* merupakan instrumen likuiditas strategis yang memberikan fleksibilitas keuangan bagi perusahaan untuk menghadapi ketidakpastian ekonomi dan kondisi pasar yang berubah-ubah, sehingga perusahaan dapat lebih cepat merespons peluang investasi maupun mengantisipasi risiko likuiditas yang mungkin terjadi (Bates et al., 2009; Ferreira & Vilela, 2004; Theissen et al., 2023). Berdasarkan *pecking order theory*, korporasi cenderung menimbun kas internal sebagai proteksi (*precautionary motive*) di tengah tingginya ketidakpastian untuk menghindari biaya pendanaan eksternal yang mahal (Goodell et al., 2021). Namun, dalam perspektif *agency theory*, penumpukkan kas yang berlebihan juga memicu masalah keagenan (*agency problem*) berupa inefisiensi alokasi dana yang tidak produktif (*overinvestment*), sehingga pengelolaan *cash holding* yang tepat pada titik optimal menjadi krusial agar mampu memberikan dampak positif terhadap peningkatan nilai perusahaan (Banjade & Diltz, 2022; Ilyas et al., 2022).

Selain kebijakan pengelolaan kas, *leverage* juga menjadi determinan krusial dalam menentukan nilai perusahaan. Merujuk pada pemikiran awal Modigliani & Miller (1963) mengenai insentif penghematan pajak (*tax shield*), penggunaan utang pada tingkat tertentu dapat meminimalkan biaya modal keseluruhan dan mendongkrak valuasi perusahaan (Bui et al., 2023). Namun demikian, *trade-off theory* menegaskan bahwa penggunaan utang memiliki konsekuensi risiko penyeimbang yang tidak dapat diabaikan oleh investor (Kraus & Litzenberger, 1973). Peningkatan utang yang tidak terkontrol terbukti dapat menekan kinerja operasional dan menurunkan penilaian investor di pasar akibat memperbesar potensi biaya kesulitan keuangan (*financial distress*), dan meningkatnya risiko kebangkrutan (*bankruptcy risk*) karena ketergantungan utang dan beban bunga permanen yang ditanggung perusahaan (Cathcart et al., 2024; Nguyen & Nguyen, 2020; Vo & Ellis, 2017; Zhou & Lok, 2024). Di sisi perspektif *agency theory*, *leverage* dapat berfungsi sebagai mekanisme disiplin manajerial (Jensen, 1986), sekaligus berisiko memicu konflik keagenan dengan kreditor (*debt overhang*) (Myers, 1977). Dengan demikian, perusahaan dituntut untuk mampu menyeimbangkan struktur modalnya pada titik *leverage* yang optimal agar manfaat penggunaan utang dapat dimaksimalkan tanpa memicu risiko kebangkrutan secara berlebihan (Hani & Nuryaman, 2025).

Faktor lain yang juga diyakini mempengaruhi nilai perusahaan adalah peluang pertumbuhan perusahaan. *Growth opportunity* mencerminkan potensi perusahaan untuk berkembang melalui investasi dan ekspansi usaha di masa depan. Dalam perspektif *pecking order theory*, perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi umumnya membutuhkan pasokan dana yang besar, sehingga sangat bergantung pada ketersediaan dana internal maupun strategi pendanaan yang efisien (Myers & Majluf, 1984). Oleh karena itu, emiten yang memiliki *growth opportunity* yang tinggi cenderung lebih menarik bagi investor karena dianggap memiliki potensi peningkatan kinerja dan orientasi keberlanjutan usaha (Hastalona et al., 2025; Mabandla & Marozva, 2025). Namun di sisi lain, tingginya *growth opportunity* tanpa diimbangi oleh keputusan keuangan yang solid dapat memicu konflik keagenan seperti masalah *underinvestment* (Myers, 1977).

Meskipun landasan teoritis telah memetakan hubungan antar variabel secara logis, berbagai studi empiris mengenai pengaruh *cash holding*, leverage, dan *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan secara parsial hingga saat ini masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian terdahulu berhasil membuktikan bahwa kebijakan *cash holding* dan *leverage* memberikan kontribusi positif yang kuat terhadap nilai perusahaan dan menunjukkan bahwa *growth opportunity* diapresiasi secara signifikan oleh pasar (Alfriansyach & Arsjah, 2026; Janitra & Sedana, 2021; Wijoyo & As'ari, 2023). Namun, temuan lainnya justru mendeteksi bahwa peningkatan porsi kas, utang, maupun peluang pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap penilaian investor (Diah Absari et al., 2026; Irawan et al., 2022; Nabilah & Anwar, 2022). Ketidakkonsistenan temuan empiris ini mengindikasikan bahwa hubungan antara kebijakan keuangan (*cash holding*, *leverage*, dan *growth opportunity*) dan nilai perusahaan tidak bersifat linear-langsung, melainkan bersifat kondisional dan dipengaruhi oleh faktor kontekstual eksternal maupun internal korporasi (Inrawan et al., 2025; Manafe et al., 2026; Nurhaliza et al., 2025). Faktor krusial yang diduga kuat mengintervensi hubungan ini adalah volatilitas arus kas (*cash flow volatility*). Volatilitas arus kas mencerminkan deviasi dan fluktuasi pasokan kas dari aktivitas operasi internal yang menjadi indikator utama tingkat ketidakpastian operasional serta risiko kredit korporasi (M. S. Ahmed & Elnahass, 2024; Naser et al., 2024). Arus kas yang tidak stabil dapat memicu risiko pasar ekstrem global dan mendikte restrukturisasi maturitas utang korporasi (Shaheen, 2021; Wang et al., 2023).

Secara teoretis, tingginya volatilitas arus kas memaksa manajemen bertindak ultra-konservatif. Dalam pengelolaan kas, ketidakpastian arus kas mewajibkan perusahaan menahan ketersediaan *cash holding* yang lebih besar demi menjaga fleksibilitas keuangan (Cho-Min et al., 2017; Goodell et al., 2021). Dalam konteks pendanaan, fluktuasi kas yang tinggi membatasi kapasitas perusahaan untuk mengambil utang jangka panjang (*leverage*) karena tingginya risiko gagal bayar (Keefe & Nguyen, 2023). Terhadap aspek investasi, ketidakstabilan arus kas membatasi kemampuan manajerial untuk mengeksekusi *growth opportunity* karena kelangkaan modal internal yang andal, sehingga memaksa perusahaan menunda

proyek - proyek strategis (Njuguna et al., 2022). Konsekuensinya, volatilitas arus kas diproyeksikan bertindak sebagai variabel kontingensi (*moderating variable*) yang dapat memperkuat atau memperlemah efektivitas kebijakan keuangan terhadap penilaian pasar.

Meskipun secara teoretis volatilitas arus kas memiliki peran fundamental, mayoritas riset nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia masih terjebak pada penggunaan variabel moderasi konvensional seperti ukuran perusahaan (*firm size*), profitabilitas, tata kelola korporasi (GCG), kebijakan dividen, atau manajemen laba (Alfriansyach & Arsjah, 2026; Bon & Hartoko, 2022; Chireka & Moloi, 2024; Irawan et al., 2022; Pamungkas et al., 2024; Setyabudi, 2022). Penelitian terdahulu yang memanfaatkan volatilitas arus kas umumnya menempatkannya hanya sebagai variabel independen bukan sebagai variabel pemoderasi kebijakan keuangan makro (Shaheen, 2021; Wang et al., 2023). Kesenjangan penelitian (*research gap*) ini menunjukkan bahwa pengujian peran volatilitas arus kas sebagai variabel moderasi sangat relevan dan memberikan kebaharuan (*novelty*).

Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa meskipun sektor *consumer non-cyclicals* dikenal sebagai sektor yang relatif stabil, perusahaan dalam sektor ini tetap menghadapi berbagai tantangan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Ketidakpastian ekonomi, dinamika pasar, serta perbedaan kebijakan keuangan perusahaan menjadi faktor yang dapat mempengaruhi persepsi investor. Selain itu, adanya ketidakkonsistenan hasil penelitian sebelumnya serta keterbatasan penggunaan volatilitas arus kas sebagai variabel moderasi menunjukkan bahwa topik ini masih memiliki ruang untuk dikaji kembali. Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini memiliki tujuan untuk menganalisis pengaruh *cash holding*, *leverage*, dan *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan dengan volatilitas arus kas sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan paparan latar belakang di atas, maka rumusan masalah yang hendak dikaji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah *cash holding* berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024?
2. Apakah *leverage* berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024?
3. Apakah *growth opportunity* berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024?
4. Apakah volatilitas arus kas mampu memoderasi pengaruh *cash holding* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024?
5. Apakah volatilitas arus kas mampu memoderasi pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024?
6. Apakah volatilitas arus kas mampu memoderasi pengaruh *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menganalisis dan menguji pengaruh *cash holding* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024
2. Untuk menganalisis dan menguji pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024

3. Untuk menganalisis dan menguji pengaruh *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024
4. Untuk menganalisis dan menguji peran volatilitas arus kas dalam memoderasi pengaruh *cash holding* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024
5. Untuk menganalisis dan menguji peran volatilitas arus kas dalam memoderasi pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024
6. Untuk menganalisis dan menguji peran volatilitas arus kas dalam memoderasi pengaruh *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024

1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian yang telah disusun, maka manfaat dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis
 - a. Penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi dalam memperluas ilmu pengetahuan khususnya di bidang manajemen keuangan, terutama terkait dengan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Melalui analisis empiris, penelitian ini menguji pengaruh *cash holding*, *leverage*, dan *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan, serta bagaimana volatilitas arus kas dapat memoderasi hubungan antara variabel independen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024.

- b. Penelitian ini juga diharapkan dapat memperkaya literatur berbasis data riil mengenai implikasi *agency theory*, *trade-off theory*, dan *pecking order theory* dalam menjelaskan bagaimana keputusan perusahaan terkait pengelolaan kas, struktur modal, dan peluang pertumbuhan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Disamping itu, hasil penelitian ini dapat dijadikan rujukan lanjutan bagi penelitian selanjutnya yang meneliti topik serupa.

2. Manfaat Praktis

- a. Bagi perusahaan, penelitian ini dapat memberikan informasi dan pertimbangan bagi manajemen perusahaan dalam menentukan kebijakan keuangan yang tepat, khususnya terkait pengelolaan *cash holding*, penggunaan *leverage*, serta pemanfaatan *growth opportunity* dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Disamping itu, hasil penelitian ini juga dapat memberikan pemahaman mengenai pentingnya stabilitas arus kas perusahaan, yang tercermin dari volatilitas arus kas, dalam mempengaruhi hubungan antara kebijakan keuangan perusahaan dan nilai perusahaan di pasar.
- b. Bagi investor, penelitian ini diharapkan dapat berguna sebagai instrumen pertimbangan dalam melakukan analisis investasi. Investor dapat memahami bagaimana kebijakan *cash holding*, *leverage*, dan peluang pertumbuhan perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan serta bagaimana volatilitas arus kas dapat mempengaruhi stabilitas kinerja perusahaan dan persepsi pelaku pasar.
- c. Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan dapat difungsikan sebagai referensi ilmiah bagi akademisi maupun peneliti selanjutnya yang ingin melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, khususnya terkait kebijakan kas, struktur modal, peluang pertumbuhan perusahaan, serta peran volatilitas arus kas sebagai variabel moderasi.