

PENGARUH FREE CASH FLOW TERHADAP FIRM VALUE MELALUI CAPITAL STRUCTURE

Edwardnus Ivan Ekaputra, Helma Malini

Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tanjungpura Jl.

Prof. Dr. H. Hadari Nawawi, 78124

Abstrak

Keberadaan free cash flow dalam sebuah perusahaan dapat menjadi keuntungan sekaligus masalah bagi perusahaan tergantung dengan penggunaan dari free cash flow tersebut. Jumlah free cash flow juga dapat mempengaruhi perilaku pendanaan perusahaan (capital structure) lebih cenderung pada porsi penggunaan dana pribadi yang lebih banyak atau porsi penggunaan dana pihak ketiga atau pinjaman yang lebih banyak. Perilaku penyusunan capital structure ini dapat dijelaskan dengan dua teori yaitu trade-off theory dan pecking order theory. Asumsi bahwa perusahaan yang dapat menjalankan operasionalnya secara mandiri dengan dana sendiri tanpa mengandalkan dana pihak ketiga ini menjadi hal yang menarik untuk dibahas. Free cash flow yang banyak menggambarkan kondisi perusahaan yang kaya akan modal sendiri tetapi jika perusahaan sedang kehabisan pendanaan maka perusahaan akan merubah capital structure ke arah dana pinjaman untuk dapat mempertahankan operasionalnya yang dimana bila meningkatkan jumlah pinjaman akan mungkin menciptakan sentimen atas nilai perusahaan firm value walau pun ada asumsi yang menyatakan bahwa capital structure tidak akan mempengaruhi firm value.

Kata Kunci: free cash flow, capital structure, pecking order theory, trade-off theory

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Perusahaan dalam operasional akan selalu membutuhkan dana sebagai tenaga penggerak segala aktivitas perusahaan, baik itu dana yang dimiliki perusahaan sendiri mau pun dana yang didapatkan perusahaan dari pihak ketiga (pinjaman). Pemilihan penggunaan sumber dana dari dana sendiri mau pun dari pihak ketiga sendiri sangat tergantung pada kondisi keuangan internal perusahaan dan tergantung juga seberapa berani perusahaan untuk menggunakan dana pinjaman. Masing-masing jenis pendanaan memiliki keunggulannya sendiri dan masih dapat dimaksimalkan lagi dengan menggunakan kedua jenis pendanaan tersebut secara bersamaan dengan mengkombinasikan penggunaan dana sendiri dan dana pihak ketiga dengan porsinya masing-masing sesuai dengan kebutuhan perusahaan dan kemampuan dari perusahaan untuk memenuhi porsi pendanaan yang ingin digunakan.

Kombinasi penggunaan dana pribadi dan dana dari pihak ketiga ini akan selalu mengharuskan perusahaan untuk mengorbankan salah satu porsi pendanaan menyesuaikan dengan jenis pendanaan yang menjadi prioritas penyusunan pendanaan perusahaan. Mengurangi salah satu porsi pendanaan untuk mendapatkan komposisi pendanaan yang maksimal ini yang disebut dengan Trade-off Theory. Teori ini berawal dari kecenderungan perusahaan untuk meningkatkan nilai pinjaman yang dimiliki perusahaan dengan tujuan untuk menjadikan biaya pinjaman sebagai pengurang nilai pajak (Jahanzed, 2014). Perusahaan kemudian

berusaha untuk mendapatkan kombinasi terbaik untuk menyusun pendanaan perusahaan. Struktur modal teroptimal bisa didapatkan dengan mempertukarkan biaya hutang dan ekuitas untuk mendapatkan manfaat yang paling maksimal (Jahanzed, 2014).

Penggunaan pinjaman sebagai sumber pendanaan sekaligus sebagai pengurang nilai pajak tidak selalu membuat langkah ini sebagai langkah yang diminati perusahaan dalam menyusun struktur modal. Penggunaan modal dari hasil pinjaman tentu saja memiliki risiko gagal bayar yang selalu menanti perusahaan apabila perusahaan mengalami hambatan yang cukup signifikan hingga menurunkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan yang kemudian memicu pada terjadinya gagal bayar. Penurunan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan ini kemudian akan membuat perusahaan terancam gagal bayar. Perusahaan yang takut akan risiko yang ditimbulkan dari penggunaan modal pinjaman ini akan membuat perusahaan lebih memprioritaskan penggunaan dana internal sebaik mungkin. Apabila modal internal dirasa sudah tidak mampu membiayai kegiatan maka pada saat itu perusahaan baru akan mulai menggunakan pinjaman (Culata, 2012). Perilaku ini yang disebut sebagai Pecking Order Theory, yang menjelaskan mengenai perilaku perusahaan yang menggunakan modal internal terlebih dahulu seperti modal ditahan dan kemudian hanya menggunakan modal pinjaman sebagai langkah terakhir yang diambil perusahaan (Jahanzed, 2014).

Keberadaan kas bebas (free cash flow) dalam perusahaan menandakan keuangan perusahaan yang sehat. Hal ini dikarenakan kas bebas muncul apabila terdapat sisa dana hasil operasional setelah digunakan untuk mendanai kegiatan operasional dan setelah membiayai kewajiban perusahaan lainnya. Adanya dana lebih ini menunjukkan bahwa performa perusahaan memiliki kinerja yang baik, makin tinggi kas bebas yang dapat dihasilkan menunjukkan semakin tinggi pula kinerja perusahaan. Kas bebas yang tinggi dalam perusahaan juga mendorong perusahaan untuk mengurangi pinjaman yang dimiliki perusahaan karena pinjaman sering dianggap sebagai biaya bagi perusahaan. Pengurangan porsi pinjaman dalam pendanaan perusahaan tentu saja akan mempengaruhi struktur modal perusahaan bergeser lebih mengarah pada modal sendiri karena adanya pengurangan dana pinjaman yang diambil oleh perusahaan. Free cash flow apabila berlebih maka akan digunakan untuk membayarkan deviden kepada investor tetapi bila digunakan untuk kepentingan perusahaan semata maka akan menurunkan nilai perusahaan dimata investor, tetapi bila free cash flow yang ada dapat digunakan untuk menghasilkan profitabilitas maka dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham yang kemudian juga meningkatkan nilai perusahaan (Bukit, 2019).

Penggunaan dana pinjaman sendiri dalam operasional perusahaan sesungguhnya tidak selalu menandakan bahwa perusahaan dalam kondisi yang tidak mampu mendanai operasionalnya, melainkan dapat berarti perusahaan sedang dalam masa perkembangan atau ekspansi sehingga membutuhkan modal tambahan untuk mendanai pengembangannya. Modal pinjaman sendiri dapat membantu perusahaan untuk mengurangi nilai pajak yang harus dibayarkan perusahaan, hal ini dikarenakan perusahaan harus membayar bunga pinjaman dan bunga pinjaman dikategorikan sebagai biaya yang dapat digunakan sebagai pengurang nilai pajak perusahaan. Tetapi ini tidak mengartikan bahwa perusahaan lebih baik mengambil pinjaman yang tinggi untuk mendapatkan “potongan” pajak yang lebih tinggi. Komposisi

modal pinjaman yang tinggi akan memberikan kewajiban yang lebih tinggi bagi perusahaan sehingga perusahaan harus berusaha lebih hanya untuk memenuhi kewajibannya tersebut. Pendanaan perusahaan dengan modal pinjaman yang tinggi juga akan menimbulkan sentimen negatif dari para investor karena dengan adanya nilai pinjaman yang tinggi dalam sebuah perusahaan risiko gagal bayar juga semakin tinggi yang mana hal ini membuat para investor merasa tidak aman meletakkan dananya pada perusahaan tersebut yang kemudian dapat menurunkan nilai perusahaan tersebut. Hal ini yang membuat perilaku perusahaan sesuai dengan pecking order theory yang mengatakan bahwa perusahaan hanya akan menggunakan modal pinjaman hanya jika perusahaan dalam kondisi yang sangat terpaksa.

Penulis akan membahas hubungan yang ditimbulkan dari free cash flow yang ada dalam sebuah perusahaan terhadap pembentukan capital structure perusahaan yang bersangkutan. Setelah itu penulis juga ingin mengetahui pengaruhnya pada firm value perusahaan. Artikel ini dibuat dengan harapan bisa memberikan pengetahuan tambahan mengenai reaksi perusahaan terhadap kondisi free cash flow yang dimiliki. Pembahasan dalam artikel ini terbatas pada free cash flow, capital structure, dan firm value, serta melihat kecenderungan model pendanaan mengikuti teori pecking order theory atau trade off theory.

KAJIAN LITERATUR

Free Cash Flow

Free cash flow merupakan instrumen yang digunakan untuk mengukur performa yang dihasilkan oleh net cash flow price yang diciptakan perusahaan dan termasuk biaya, pajak, perubahan dalam modal kerja serta investasi (Nakaei, 2015). Maka dari itu free cash flow juga dapat dikatakan sebagai pengukur profitabilitas perusahaan setelah dikurangkan dengan berbagai biaya perusahaan dan juga investasi (Nakhaei 2015). Perusahaan yang memiliki free cash flow dalam jumlah yang banyak maka perusahaan tersebut akan memiliki performa yang lebih baik dibanding perusahaan lainnya, hal ini dikarenakan perusahaan memiliki dana untuk pengembangan perusahaan, dana untuk pembayaran kewajiban, serta dana yang digunakan untuk membayar deviden, dengan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki free cash flow dalam jumlah banyak memiliki berbagai opsi yang dapat digunakan dibandingkan dengan perusahaan lainnya (Malini, 2020)

Free cash flow masih dapat dibedakan menjadi dua yaitu negatif dan positif (Widianto, 2012). Free cash flow positif dan negatif yang dimaksud adalah kondisi free cash flow atau dengan kata lain nominal dari free cash flow yang tersedia. Seringkali terjadi kesalah pahaman bahwa apabila kondisi free cash flow sedang negatif berarti kondisi perusahaan sedang kurang baik. Maka dari itu perlu diketahui dengan jelas penyebab kondisi free cash flow yang terjadi pada perusahaan yang bersangkutan untuk mendapatkan penafsiran yang lebih tepat.

Sifat negatif dari free cash flow dapat memberikan dua alternatif penafsiran (Widianto, 2012). Kondisi pertama dapat berarti perusahaan sedang mendapatkan profit rendah atau bahkan sedang tidak mendapatkan profit (Widianto, 2012). Hal ini perlu mendapat perhatian khusus bagi perusahaan karena tanpa adanya free cash flow perusahaan akan kesulitan untuk melakukan pengembangan usaha (ekspansi) untuk meningkatkan pendanaannya. Kondisi kedua yaitu perusahaan sedang melakukan pengembangan usaha dengan skala yang besar sehingga kebutuhan

penggunaan free cash flow meningkat. Oleh karena peningkatan kebutuhan dana untuk melakukan ekspansi atau pengembangan perusahaan maka dari itu penggunaan free cash flow juga meningkat yang mengakibatkan kondisi free cash flow menjadi negatif seakan-akan perusahaan sedang tidak mendapatkan profit yang mencukupi. Pada penelitian Risman (2021) dikatakan bahwa hubungan antara free cash flow dengan capital structure dapat dijelaskan dengan 2 teori yaitu pecking order theory dan trade-off theory. Hubungan yang positif terdapat pada trade-off theory dimana perusahaan yang memiliki free cash flow dalam jumlah tinggi akan terhindar dari berbagai resiko keuangan dan dapat lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman sedangkan pada pecking order theory menunjukkan adanya pengaruh yang negatif dimana perlu adanya peningkatan permodalan dari internal perusahaan yang berasal dari free cash flow sebagai sumber dananya (Risman, 2021), asumsi ini yang menjadi dasar penelitian Risman. Hasil penelitiannya Risman pada tahun 2021 menemukan bahwa free cash flow tidak memberikan pengaruh pada capital structure dalam sebuah perusahaan, tetapi ketika diteliti pengaruh tidak langsung yang diberikan oleh free cash flow pada capital structure hasil pengujian yang dilakukan oleh Risman menunjukkan hasil yang signifikan sehingga dapat dikatakan free cash flow dapat mempengaruhi capital structure secara tidak langsung. Hasil penelitian Nakhaei, 2015 menunjukkan bahwa free cash flow yang tinggi akan meningkatkan nilai tambah ekonomis sebuah perusahaan, nilai ROA, dan juga memiliki tingkat pengembalian deviden yang tinggi.

Capital Structure

Berdasarkan teori agency cost yang diusung Jensen dan Meckling (1976), trade-off theory yang diusung Myers (1984), dan pecking order theory yang diusung oleh Myers dan Majluf (1984), apabila keputusan yang membentuk capital structure tidak relevan pada kondisi pasar sempurna maka, pada kondisi pasar sesungguhnya yang sulit untuk mencapai kesempurnaan pasar sehingga menciptakan ketidak sempurnaan dalam pasar dapat menjadikan capital structure menjadi relevan terhadap firm value pada kondisi pasar sesungguhnya (Antwi, 2012). Perubahan yang terjadi pada capital structure juga dapat dijadikan sebagai signal kondisi keuangan perusahaan karena manajer yang lebih tahu akan kondisi perusahaan (Antwi, 2021). Besaran pendanaan yang digunakan akan mempengaruhi harga saham di pasar publik, semakin banyak hutang yang digunakan oleh perusahaan maka akan menimbulkan beban bagi perusahaan yang dapat menghambat kinerja perusahaan, hal ini kemudian membuat investor kurang berminat pada saham perusahaan (Chandra, 2017) hal ini ditunjukkan dalam hasil penelitian Antwi (2012) menemukan adanya pengaruh antara capital structure dengan firm value.

Capital structure memiliki berbagai pengaruh tergantung pada keputusan yang diambil atas capital structure tersebut, yang salah satunya dapat memberikan pengaruh pada nilai perusahaan (Antwi, 2021), Antwi juga menyatakan bahwa perusahaan lebih disarankan untuk memperhitungkan dan membandingkan besaran manfaat yang bisa didapatkan perusahaan dari penggunaan pinjaman jangka panjang dengan biaya yang dikeluarkan untuk melakukan pinjaman jangka panjang tersebut untuk membiayai operasional perusahaan sehingga tidak menimbulkan asumsi manfaat yang semu. Pinjaman jangka panjang ini disarankan untuk mendapatkan perhatian khusus karena dalam penelitian Antwi pada tahun 2021 menemukan bahwa hutang jangka panjang memiliki hubungan yang positif dengan nilai perusahaan sama halnya dengan ekuitas modal. Modal yang dapat disusun

dengan baik juga dapat menghindarkan perusahaan dari berbagai resiko salah satunya gagal bayar, hal ini ditunjukkan dalam penelitian Malini tahun 2020, dikatakan bahwa capital adequacy perusahaan memiliki pengaruh signifikan yang positif terhadap profitabilitas perusahaan.

Nakhaei (2015) mengatakan bahwa jika perusahaan mampu untuk dapat menyerap sumber daya secara optimal dan dapat memanfaatkannya juga secara optimal, maka net profit perusahaan akan bertambah dan nilai perusahaan juga akan meningkat.

Pecking Order Theory

Hasil penelitian lainnya yang ditemukan oleh Simatupang (2019) dalam penelitiannya adalah ketika perusahaan di Indonesia berada pada posisi mendapatkan profit yang tinggi perusahaan akan cenderung untuk mengurangi pendanaan dari pinjaman, sedangkan ketika kondisi keuangan pada perusahaan sedang mengalami penurunan atau surplus maka perusahaan akan memilih menggunakan pendanaan dari pinjaman sebagai opsi pertama. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan pecking order theory dimana perusahaan akan memfokuskan penggunaan dana yang berasal dari perusahaan itu sendiri dibanding menggunakan dana yang berasal dari pihak ketiga atau pinjaman, Hal ini karena ada asumsi bahwa semakin tinggi maka perusahaan tersebut semakin tidak baik sebaliknya jika semakin sedikit dana yang berasal dari pinjaman yang dimiliki perusahaan maka semakin baik juga perusahaan tersebut. Perusahaan yang berada dalam pasar yang mengalami asimetri informasi diperkirakan akan menggunakan konsep pecking order sebagai bentuk strategi paling optimal dalam bersaing (Antwi, 2021).

Trade Off Theory

Sedikit berbeda dengan pecking order theory yang dimana perusahaan lebih suka atau memprioritaskan penggunaan dana dari dalam perusahaan sendiri, trade-off theory melihat bagaimana perusahaan akan mengorbankan sebagian porsi pendanaannya untuk menambah porsi pendanaan lainnya sehingga perusahaan bisa berada pada kondisi model pendanaan yang optimal. Trade-off theory ini juga banyak digunakan oleh para peneliti ketika membahas perilaku perusahaan dalam menentukan bentuk permodalan perusahaan atau disebut juga struktur modal Perusahaan yang beroperasi di Indonesia lebih suka menggunakan dana dari pinjaman dibanding menggunakan dana yang dimiliki sendiri oleh perusahaan ketika perusahaan sedang mengalami surplus modal (Simatupang, 2019). Maka dari itu Simatupang menyatakana bahwa dalam penelitiannya yang dilakukan pada tahun 2019 perusahaan di Indonesia yang sedang mengalami surplus akan lebih memfokuskan sumber dananya melalui pinjaman yang berarti perusahaan yang ada di Indonesia menganut trade-off theory.

Ross dan Westerfield dalam penelitiannya pada tahun 2008, menemukan bahwa dalam trade-off theory terdapat pembatas nilai hutang yang dapat diperoleh perusahaan untuk mendanai operasional perusahaannya kemudian dimanfaatkan oleh perusahaan sebagai instrumen pengurang nilai pajak perusahaan (Simatupang, 2019).

METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan dengan metode penelitian studi literatur. Peneliti menggunakan referensi dari berbagai literatur yang mendukung kemudian menarik menganalisis informasi yang disajikan dalam penelitiannya yang dilakukan para peneliti sebelumnya kemudian menarik kesimpulan atas hasil dari

berbagai penelitian yang telah dilakukan peneliti sebelumnya yang berhubungan dengan topik penulis.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Free cash flow dalam penelitian Risman (2021) menunjukkan bahwa tidak adanya pengaruh yang signifikan terhadap perubahan capital structure secara langsung, tetapi memilih pengaruh secara tidak langsung terhadap capital structure. Risman (2021) menjelaskan bahwa hal tersebut dapat terjadi karena free cash flow akan dapat mempengaruhi capital structure jika telah menyebabkan perubahan pada profitabilitas perusahaan. Free cash flow sendiri hanya berupa aset yang dimiliki perusahaan yang belum dimanfaatkan, dan untuk melihat pengaruhnya tentu saja free cash flow ini harus diberdayakan untuk dapat melihat manfaat yang diberikannya, salah satunya yaitu dari perubahan profitabilitas yang bisa didapatkan perusahaan.

Tingkat free cash flow yang tinggi dapat mencerminkan bahwa perusahaan sedang memiliki performa yang baik sehingga perusahaan dapat lebih mudah untuk bisa mendapatkan dana dari pihak ketiga atau pinjaman apabila kondisi perusahaan sedang kesulitan modal. Jumlah free cash flow yang tinggi ini juga tentunya disenangi oleh para investor dimana perusahaan dianggap mampu menghasilkan profit yang baik selama periode tersebut yang berpotensi untuk meningkatkan harga saham perusahaan tersebut. Bila mengacu pada penelitian Widiyanto pada tahun 2012 free cash flow yang rendah tidak selalu menandakan bahwa perusahaan sedang mengalami penurunan performa tetapi dapat juga berarti perusahaan sedang melakukan pengembangan atau pun ekspansi sehingga membutuhkan dana tambahan dana untuk dapat melaksanakannya. Sesungguhnya free cash flow yang tinggi tidak selalu menandakan bahwa perusahaan itu sehat, free cash flow yang tinggi dapat juga menandakan bahwa manajer perusahaan tidak dapat memanfaatkan dengan baik dana yang ada pada perusahaan sehingga hanya membiarkan dana yang ada "menganggur" tanpa diberdayakan.

Hasil penelitian yang dilakukan Haron pada tahun 2016, menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan yang ada di Indonesia berdasarkan pada pecking order theory dan trade-off theory (Simatupang, 2019). Hal ini jelas terlihat dari hasil penelitian Simatupang (2019) dan Risman (2021) yang menunjukkan perilaku perusahaan yang lebih memilih untuk tetap menggunakan modal yang dimiliki sendiri oleh perusahaan untuk membiayai operasional dan hanya akan berpindah ke dana dari pihak ketiga atau dana pinjaman sebagai pendanaan utama ketika kondisi perusahaan sedang mengalami surplus. Risman (2021) menjelaskan bahwa perusahaan yang terdaftar dalam bursa efek Indonesia cenderung tidak menggunakan dana yang ada pada free cash flow untuk membiayai kewajiban atau pun untuk pembayaran deviden melainkan untuk diinvestasikan pada aset yang tidak menghasilkan sehingga dalam penelitiannya ditemukan bahwa free cash flow tidak mempengaruhi struktur modal dengan indikator DER. Ketika perusahaan telah berada pada kondisi yang tidak memungkinkan lagi untuk terus beroperasi hanya dengan menggunakan dana yang dimiliki dalam perusahaan sendiri pada saat itu lah perusahaan akan melakukan trade-off pada dana pihak ketiga untuk mendapatkan dana yang akan digunakan untuk membiayai operasional perusahaan. Kondisi ini memaksa perusahaan untuk menukarkan reputasinya yang dapat

beroperasi dengan modal dominan dari dalam perusahaan dengan kemampuan untuk dapat tetap beroperasi menggunakan dana dari luar perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Simatupang (2019) juga menemukan bahwa perusahaan di Indonesia cenderung untuk mengubah struktur modal hanya ketika modal perusahaan tidak cukup, perusahaan di Indonesia tidak tertarik untuk mengambil dana dari pinjaman untuk mendapatkan manfaat berupa nilai pengurang pajak. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang ada di Indonesia lebih mengarah pada pecking order theory dimana mereka akan berusaha untuk tidak menggunakan dana dari pihak ketiga atau dari pinjaman, hal ini dikarenakan ada asumsi dimasyarakat bahwa perusahaan yang memiliki banyak pinjaman merupakan perusahaan yang tidak sehat karena tidak dapat membiayai operasionalnya dengan modalnya sendiri.

KESIMPULAN

Perusahaan yang ada di Indonesia cenderung mengikuti pecking order theory dimana perusahaan lebih suka untuk menggunakan dana dari perusahaan sendiri dimana anggapan bahwa perusahaan yang memiliki sedikit hutang maka perusahaan tersebut dapat dikatakan perusahaan yang baik karena mampu menjadi perusahaan yang mandiri dalam pembiayaan. Walau pun hutang memiliki manfaat seperti pelindung pajak perusahaan tetap tidak tertarik untuk meningkatkan pinjaman yang mereka miliki. Mereka hanya akan menggunakan dana dari pinjaman jika perusahaan sudah tidak mampu membiaya operasional dalam perusahaan disinilah perusahaan yang ada di Indonesia menunjukkan adanya penggunaan trade-off theory. Penelitian sebelumnya juga menunjukkan bahwa ada hubungan pengaruh dari free cash flow terhadap capital structure yang kemudian capital structure juga memberikan pengaruh terhadap firm value. Pada free cash flow tidak terdapat pengaruh langsung terhadap firm value melainkan harus dijumpai oleh profitabilitas untuk mengetahui perform dari free cash flow yang ada dalam perusahaan.

REFERENSI

- Antwi, Samuel, Mills, Ebenezer Fiifi Emire Atta, & Professor Xicang Zhao. (2012). Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana, Vol.3, International Journal of Business and Social Science, No.22, 103-111
- Bukit, Rina Br., Mulyani, Sir, Nasution, Fahmi N., & Chinomona, Richard. (2019). Free Cash Flow, Investment, Capital Structure and Firm Value, Economics and Business in Industrial Revolution 4.0, 122-1126
- Chandra, Ambrosius Fabian. (2017). Company Size, Profitability, Tangibilitas, Free Cash Flow, and Growth Opportunity that Affect The Capital Structure in Manufacturing Company, Vol.01, Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan, No.2, 17-26
- Culata, Priska Ralna Eunike, & Gunarsih, Tri. (2012). Pecking Order Theory and Trade-Off Theory of Capital Structure: Evidence from Indonesian Stock Exchange, Vol.13, Journal The Winners, No.1, 40-49
- Jahanzeb, Agha, Rehman, Saif-Ur, Bajuri, Norkhairul Hafiz, Karami, Meisam, & Ahmadimousaab, Aiyoub. (2014). Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of

- Capital Structure Theories, Vol.1, International Journal of Management and Commerce Innovation (IJMCI), Issue 1, 11- 18
- Malini, Helma, & Fitratama, Venu. (2020). The Effects of Life Cycle and Free Cash Flow on Dividen of Agricultural Companies That Listed in Indonesia Stock Exchange, Vol.09, JSEA, No.02, 121-129
- Malini, Helma. (2020). Profitability Condition with Stylized Fact of Banking Industries in Indonesia, Malaysia and Thailand, AFEBI, 15-30
- Nakhaei, Maryam, & Jafari, Seyedeh Mahbobeh. (2015). Survery of The Relationship between Capital Structure and Free Cash Flow with Financial Performance of Companies Listed in Tehran Stock Exchange, Vol.8, Indian Journal of Science and Technology, No.27
- Risman, Asep, Parwoto, & Sulaeman, Agus Sunarya. (2021). The Mediating Role of Firm's Performance on The Relationship between Free Cash Flow and Capital Structure, Vol.58, Psychology and Education, No.1, 1209-1216
- Simatupang, Hotman Jefferson, Purwantri, Lilik, & Mardiaty, Endang. (2019). Determinants of Capital Structure Based on The Pecking Order Theory and Trade-off Theory, Vol.23, Jurnal Keuangan dan Perbankan, No.1, 84-96
- Widianto, Arif. (2012). Arus Kas Bebas. <https://bolasalju.com/artikel/edukasi/arus-kas-bebas-free-cash-flow/>