

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 *Operating Leverage*

2.1.1.1 Definisi *Operating Leverage*

1. *Operating Leverage* Perusahaan

Syamsuddin (2013: 107) menyatakan bahwa *leverage* operasi merupakan kemampuan perusahaan di dalam menggunakan *fixed operating cost* untuk memperbesar pengaruh dari perubahan volume penjualan terhadap *earning before interest and taxes* (EBIT).

Operating risk perusahaan berkaitan dengan operasional *leverage* yang mana dalam kegiatan operasional perusahaan terdapat aktivitas operasi. Aktivitas yang diharapkan menghasilkan keuntungan itu merupakan pelaksanaan dari perencanaan strategi bisnis yang membutuhkan investasi atau pendanaan.

Horne dan Wachowicz (2005) menyatakan bahwa *Operating Leverage* adalah penggunaan aktiva tetap yang mengakibatkan perusahaan membayar beban tetap. Biaya operasional tetap yang ditimbulkan penggunaan aktiva tetap ini mengharuskan perusahaan memiliki beban tetap yang tidak berubah meski terjadi perubahan aktivitas. Penggunaan

aktiva tetap ini diharapkan mampu meningkatkan skala produksi perusahaan dan perubahan penjualan yang mengakibatkan perubahan laba sebelum bunga dan pajak yang lebih besar dengan penggunaan biaya tetap tersebut mengakibatkan perubahan persentase dalam laba yang disebabkan oleh perubahan dalam volume lebih besar dari pada persentase dalam volume (Husnan, 2005).

2. *Financial Leverage*

Pembiayaan dengan utang mempunyai tiga implementasi penting, yang pertama adalah memperoleh dana melalui utang membuat pemegang saham dapat mempertahankan pengendalian terhadap perusahaan dengan implementasi terbatas. Kedua adalah kreditur melihat ekuitas atau dana yang disetor pemilik untuk memberikan *safety margin*. Sehingga pemegang saham hanya memberikan sebagian kecil dari total pembiayaan, maka resiko perusahaan sebagian besar ada pada kreditur. Terakhir adalah jika perusahaan memperoleh pengembalian yang lebih besar atas investasi yang dibayarkan dengan dana pinjaman dibandingkan pembayaran bunga, maka pengembalian atas modal pemilik akan lebih besar.

Sedangkan menurut Brigham (2010), *leverage* memberikan tiga dampak penting, yaitu:

- 1) Menghimpun dana melalui utang, pemegang saham dapat mengendalikan perusahaan dengan jumlah investasi ekuitas dengan jumlah yang terbatas.

- 2) Kreditor melihat ekuitas atau dana yang diberikan oleh pemilik sebagai batas pengaman, jadi makin proporsi total modal yang diberikan oleh pemegang saham, semakin kecil resiko yang dihadapi kreditor.
- 3) Jika hasil yang diperoleh dari aset perusahaan lebih tinggi dari pada tingkat bunga yang dibayarkan, maka penggunaan utang memperbesar pengembalian atas ekuitas.

Dari pernyataan diatas maka dapat disimpulkan menurut penulis *Leverage* operasi adalah pengaruh biaya tetap operasional terhadap kemampuan perusahaan untuk menutup biaya tersebut, timbul sebagai akibat dari adanya beban tetap yang ditanggung dalam operasional perusahaan. Perusahaan yang memiliki biaya operasi tetap atau biaya modal tetap, maka menggunakan *Operating Leverage*. Dengan menggunakan *Operating Leverage* perusahaan mengharapkan perubahan penjualan akan mengakibatkan perubahan laba sebelum bunga dan pajak yang lebih besar.

Beban tetap operasional tersebut biasanya berasal dari biaya depresiasi, biaya produksi dan pemasaran yang bersifat tetap misalnya gaji karyawan. Sebagai kebalikannya, beban variabel operasional. Contoh biaya variabel seperti biaya tenaga kerja yang dibayar berdasarkan produk yang dihasilkan.

2.1.1.2 Pengukuran *Operating Leverage*

Ada beberapa jenis dalam pengukuran leverage suatu perusahaan diantaranya dapat menggunakan *Degree of Operating Leverage*, *Debt to Equity*

Ratio, Time Interes Earned Ratio, Fixed Charge Comerage dan Debt Service Comerage. Indikator-indikator yang dapat digunakan sebagai berikut:

1. *Degree of Operating Leverage*

Horne dan Wachowicz (2005) menyatakan bahwa *degree of Operating Leverage* (DOL) adalah perubahan presentase dalam laba operasional perusahaan (EBIT) akibatnya adalah adanya perubahan satu persen dalam penjualan. DOL perusahaan akan memperbesar dampak ketidakpastian biaya penjualan dan produksi pada variabilitas laba operasional. *Degree of Operating Leverage* yang tinggi menunjukkan variabilitas EBIT yang semakin besar sehingga mengakibatkan tingginya resiko. Tingkat penjualan yang berfluktuasi menyebabkan kondisi ketidakpastian laba operasional sehingga semakin tinggi *Operating Leverage*, maka semakin berfluktuasi laba operasional yang didapat perusahaan terhadap penjualan yang dilakukan perusahaan sehingga menyebabkan tinggi tingkat resiko yang dimiliki perusahaan.

Leverage operasi adalah pengaruh biaya tetap operasional terhadap kemampuan perusahaan untuk menutup biaya tersebut. Dengan kata lain, pengaruh perubahan volume penjualan (Q) terhadap laba sebelum bunga dan pajak (EBIT). Besar kecilnya *leverage* operasi dihitung dengan DOL (*Degree of Operating Leverage*) dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$DOL = \frac{\% \text{ Perubahan EBIT}}{\% \text{ Perubahan Sales}} \dots\dots\dots (1)$$

2. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Rasio ini merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. DER ini ukurannya yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditur. *Debt to Equity Ratio* ini dapat diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \dots\dots\dots (2)$$

3. *Time Interest Earned Ratio*

Rasio ini disebut juga dengan rasio kelipatan. *Time interest earned ratio* merupakan rasio yang mengukur seberapa jauh laba dapat berkurang tanpa perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*), karena tidak mampu membayar bunga. *Time interest earned ratio* ini dapat diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Time interest Earned Ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Biaya Bunga (interest)}} \dots\dots\dots (3)$$

4. *Fixed Charge Coverage Ratio*

Rasio ini disebut juga dengan rasio menutup beban tetap. Rasio ini menyerupai *times interest earned ratio*, hanya saja perbedaannya adalah rasio ini dilakukann apabila perusahaan memperoleh utang jangka panjang atau menyewa aktiva berdasarkan kontrak sewa (*lease contract*). Rasio *Fixed charge coverage* ini mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan untuk menutup beban tetapnya termasuk pembayaran Dividen saham preferen, bunga,

angsuran pinjaman dan sewa. *Fixed Charge Coverage Ratio* ini dapat diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$FCC = \frac{EBIT + \text{Biaya Bunga} + \text{Kewajiban} + \text{Sewa/lease}}{\text{Biaya Bunga} + \text{Kewajiban Sewa/lease}} \dots\dots\dots (4)$$

5. *Debt Service Coverage*

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan memenuhi beban tetapnya termasuk angsuran pokok pinjaman. Rumus yang digunakan untuk menghitung rasio ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Debt Service Coverage} = \frac{\text{Laba Sebelum Pajak}}{\text{Bunga} + \text{Sewa} + \text{Angsuran pokok Penjualan} \cdot (1 - \text{Tarif Pajak})} \dots (5)$$

Dalam usulan penelitian ini, penulis menggunakan indikator *Degree of Operating Leverage* untuk mengukur *leverage* hal ini dikarenakan *leverage* operasi bertujuan untuk mengetahui seberapa peka laba operasi terhadap perubahan hasil penjualan dan berapa penjualan minimal yang harus didapatkan perusahaan agar tidak mengalami kerugian. Kweon (2010: 116) menyatakan bahwa perubahan penjualan akan mempengaruhi laba perusahaan yang sifatnya sensitif sehingga laba menjadi berfluktuasi yang menimbulkan tingkat ketidakpastian. Tingkat ketidakpastian ini akan meningkatkan risiko DOL mengukur perubahan yang terjadi dalam laba operasi yang disebabkan oleh perubahan persentase dalam penjualana. Semakin besar DOL semakin besar risiko kerugian ketika penjualan menurun dan semakin besar keuntungan ketika penjualan mengalami peningkatan.

2.1.2 Kebijakan dividen

2.1.2.1 Definisi dividen

Pengertian Dividen menurut Rudianto (2012:290) menjelaskan bahwa dividen merupakan bagian dari laba yang diperoleh perusahaan yang kemudian diberikan kepada pemegang saham sebagai keuntungan yang mereka peroleh atas penanaman hartanya kepada perusahaan.

Menurut Halim (2015:18), Dividen adalah pembagian laba atau keuntungan yang dilakukan oleh suatu perseroan kepada pemegang saham atas keuntungan yang diperoleh perusahaan.

Pengertian dividen menurut Tatang Ary Gumanty (2013:226) adalah keuntungan yang diperoleh perusahaan dimana pemegang saham mendapatkan bagian dari keuntungan tersebut baik berupa dividen tunai maupun dividen saham.

Berdasarkan beberapa penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa dividen merupakan bagian keuntungan yang diperoleh pemegang saham dari laba yang diperoleh perusahaan atas harta yang telah disertakan dimana keuntungan tersebut dapat dibagikan sebagai dividen tunai ataupun dividen saham.

Berbagai bentuk laba usaha yang dibagikan kepada para pemegang saham sesuai dengan keadaan perusahaan pada saat pembagian dividen tersebut. Jenis-jenis dividen yang dibagikan menurut Rudianto (2012 : 290) adalah sebagai berikut:

1. Dividen tunai adalah bagian laba usaha yang berbentuk uang tunai yang dibagikan kepada pemegang saham. Perusahaan dalam membagikan dividen tunai harus mempertimbangkan ketersediaan dana yang dimiliki perusahaan

untuk membayar dividen tersebut. Jika keputusannya dengan membagikan dividen tunai maka perusahaan harus memiliki uang tunai yang cukup atau dalam jumlah yang sesuai.

2. Dividen harta adalah pembagian laba usaha kepada pemegang saham dengan berbentuk harta selain kas. Biasanya yang harta yang dimaksud yaitu dalam bentuk surat berharga yang dimiliki perusahaan.
3. Dividen skrip atau dividen utang, adalah laba usaha yang dibagikan kepada pemegang saham oleh perusahaan yang berupa perjanjian tertulis untuk membayar sejumlah uang dimasa mendatang sesuai dengan kesepakatan. Dividen ini terjadi karena perusahaan akan membagikan dividen berupa uang tunai, tetapi perusahaan tidak memiliki uang tunai yang cukup untuk dibayarkan, oleh karena itu perusahaan akan tetap membagikan dividen secara tunai tetapi dengan perjanjian membayar sejumlah uang dimasa mendatang kepada para pemegang saham.
4. Dividen saham adalah laba usaha yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk saham, saham disini adalah saham baru perusahaan itu sendiri. Alasan pembagian Dividen saham ini adalah karena perusahaan ingin mengkapitalisasi secara permanen sebagian dari laba ushanya.
5. Dividen Likuidasi adalah dividen yang ingin dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham dalam berbagai bentuknya, tetapi tidak didasarkan pada besarnya laba usaha atau saldo laba ditahan perusahaan. Dividen likuidasi merupakan pengembalian modal atas investasi pemilik oleh perusahaan.

2.1.2.2 Pengertian kebijakan dividen

Menurut Martono & Harjito (2014:270) kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

Pengertian lainnya yang dikemukakan oleh Lease et al. dalam Tatang Ary Gumanti (2013:7) bahwa: “ *The practice that manajement follows in making dividend payout decisions or in other word, the size and pattern of cash distributions over time to shareolders.*”

Menurut definisi tersebut: “ Kebijakan dividen adalah praktik yang dilakukan oleh manajemen dalam membuat keputusan pembayaran dividen, yang mencakup besaran rupiah, pola distribusi kas kepada pemegang saham.”

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dilakukan dengan pengeluaran biaya yang cukup mahal, karena perusahaan harus menyediakan dana dalam jumlah besar untuk keperluan pembayaran dividen. (Werner R.Murhadi 2018:4)

Berdasarkan penjelasan diatas maka disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah kebijakan yang ditentukan oleh manajemen perusahaan atas perolehan laba usaha yang sebagian laba tersebut merupakan keuntungan bagi pemegang saham, dengan memutuskan apakah akan dibagikan sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa mendatang. Jika manajemen perusahaan memutuskan untuk membagikan Dividen, maka akan berdampak pada sumber dana intern atau *internal financing* karena berkurangnya sumber dana tersebut.

2.1.2.3 Faktor yang mempengaruhi kebijakan Dividen

Adapun faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen kepada pemegang saham menurut Manduh M.Hanafi (2014-375) adalah :

1. Kesempatann Invetasi

Dengan besarnya peluang investasi yang dimiliki perusahaan membuta dividen yang dibagikan menjadi semakin kecil, dengan demikian seharusnya perusahaan melakukan investasi yang dapat menguntungkan perusahaan.

2. Likuiditas dan Profitabilitas

Perusahaan yang mempunyai keuntungan yang baik biasanya membayar dividen, dengan asumsi agar menghindarkan perusahaan dari akuisisi perusahaan lain dikarenakan kas yang dimiliki perusahaan yang berlebih, sehingga lebih baik perusahaan membayarkan dividen untuk menghindari akuisis perusahaan lain dan dapat menyenangkan pemegang saham perusahaan.

3. Akses Kepasar Keuangan

Perusahaan yang memiliki akses dalam pasar keuangann dapat membantu pembayaran dividen yang lebih tinggi, dikarenakann kemudahann yang didapatkan perusahaan tersebut dapat membantu memenuhi likuiditasnya.

4. Stabilitas Pendapatan

Perusahaan yang memiliki kestabilan pendapatan dapat memperkirakan aliran kas dimasa mendatang dengan lebih baik, sehingga dapat membayarkan dividen yang lebih besar. berbeda apabila perusahaan tidak memiliki kestabilan pendapatan yang membuat perusahaan tidak dapat memperkirakan

secara baik aliran kasnya sehingga dapat membatasi kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen yang besar.

5. Pembatasan-pembatasan

Seringkali kontrak utang, obligasi, ataupun saham preferen membatasi pembayaran dividen dalam situasi tertentu, rasio likuiditas atau perusahaan tidak dapat membayar dividen sebelum membayar pemegang saham preferen. Dalam keadaan normal pembatasan dividen tidak berpengaruh banyak terhadap kemampuan perusahaan membayar dividennya. Tetapi dalam situasi tidak baik atau tidak normal karena aliran kas lebih kecil, pembatasan ini dapat membantu dalam pembayaran dividen.

2.1.2.4 Teori kebijakan dividen

1. Dividen Tidak Relevan

Modigliani-Miller (MM) dalam Sartono (2012:282), berpendapat bahwa didalam kondisi keputusan investasi yang given, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Lebih lanjut MM berpendapat bahwa pertumbuhan perusahaan ditentukan oleh earning power dari asset perusahaan.

Dengan demikian pertumbuhan perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. MM membuktikan secara matematis dengan berbagai asumsi; pasar modal yang sempurna dimana semua investor bersikap rasional, tidak ada biaya emisi atau flotation cost dan biaya transaksi, kebijakan dividen tidak

berpengaruh terhadap biaya modal sendiri perusahaan dan informasi tersedia untuk setiap individu terutama yang menyangkut tentang kesempatan investasi. Hal yang terpenting dari pendapat Modigliani-Miller adalah bahwa pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan cara pembelanjaan atau pemenuhan dana yang lain.

2. Relevansi Dividen

a. Dividen dibayar tinggi (*Bird In the Hand Theory*)

Teori yang dikemukakan oleh Hanafi, dkk (2012:361) argumen ini mengatakan bahwa pembayaran dividen mengurangi ketidakpastian, yang berarti mengurangi resiko, yang pada giliran selanjutnya mengurangi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham. Beberapa argumen yang mendukung pembayaran dividen tinggi:

- 1) Mengurangi ketidakpastian Dividen yang tinggi akan membantu mengurangi ketidakpastian. Beberapa tipe investor akan menyukai pendapatan saat ini. Karena dividen diterima saat ini, sedangkan capital gain diterima dimasa mendatang, ketidakpastian dividen menjadi lebih kecil dibandingkan dengan ketidakpastian capital gain. Karena faktor ketidakpastian berkurang, investor semacam itu mau membayar harga yang lebih tinggi untuk saham dengan dividen tinggi.
- 2) Mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Menurut teori keagenan (*agency theory*) menurut teori tersebut, konflik bisa terjadi antar pihak-pihak yang berkaitan di perusahaan. Misalnya

pihak manajemen dengan pemegang saham manajemen biasanya diberikan kewenangan untuk membagikan dividennya kepada pemegang saham, namun oleh pihak manajemen bisa mempunyai agenda tersendiri yang tidak selalu konsisten dengan tujuan pemegang saham.

- 3) Efek Pajak. Meskipun dividen memiliki efek pajak yang lebih tinggi dibandingkan dengan capital gain, tetapi dalam beberapa situasi, investor memilih pembayaran dividen yang lebih tinggi karena membayar pajak yang lebih rendah.

b. Dividen dibayar rendah

Hanafi, dkk (2012:361) Argumen ini berpendapat sebaiknya dividen dibayarkan rendah. Variabel yang mendasari argumen tersebut yakni:

- 1) Efek Pajak. Di Negara tertentu, seperti Amerika Serikat, pajak untuk capital gain lebih rendah dibandingkan dengan pajak untuk dividen (28% versus 31%). Disamping itu pajak atas capital gain akan efektif jika capital gain tersebut direalisasikan (yang berarti saham tersebut di jual). Dengan kata lain pajak efektif atas capital gain dapat ditunda. Sedangkan pajak dividen akan dibayarkan pada saat dividen diterima. Berdasarkan argumen tersebut, dividen seharusnya dibayar rendah, karena akan menghemat pajak.
- 2) Biaya Emisi. Jika perusahaan membayarkan dividen kemudian menerbitkan saham, maka perusahaan akan mengeluarkan biaya emisi saham. Biaya modal eksternal lebih besar dibandingkan biaya modal internal, karena adanya emisi, biaya transaksi dan biaya under pricing

saham. Karena itu perusahaan akan lebih membayarkan dividen rendah sehingga tidak harus menerbitkan saham baru.

c. Teori Residu Dividen

Menurut teori ini, perusahaan akan melakukan pembiayaan semua investasi yang menguntungkan perusahaan barulah akan melakukan perubahan kebijakan dividen perusahaan. dengan demikian dapat dikatakan bahwa dividen yang diberikan oleh perusahaan adalah sisa dari semua investasi yang dilakukan perusahaan (Mamduh M.Hanafi 372:2014)

2.1.2.5 Pengukuran kebijakan dividen

Dividend payout ratio atau rasio pembayaran dividen adalah rasio keuangan untuk mengidentifikasi persentase laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen serta menunjukkan berapa keuntungan bagi investor juga keuntungan yang digunakan untuk mendanai kelangsungan operasional perusahaan. Menurut Musthafa (2017:143) *dividen payout ratio* merupakan perbandingan antara dividen yang dibayarkan dengan laba bersih. Semakin tinggi *Dividen Payout Ratio*, akan menguntungkan bagi investor selaku pemegang saham, sebaliknya akan memperlemah internal financial perusahaan.

Dalam hal ini peneliti menggunakan *Divident payout rasio* sebagai indikator karena dapat melihat *presentase* perusahaan dalam membagikan dividennya. Menurut I Made Sudana (2011:24) rumus menghitung dividen payout ratio adalah:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per lembar saham (DPS)}}{\text{Laba per lembar saham (EPS)}} \dots\dots\dots (6)$$

1. Pengertian *Dividend Per Share*

Pengertian dividen per share (DPS) menurut Irawati (2006:64) “ dividen per lembar saham (DPS) adalah besarnya pembagian dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham setelah dibandingkan dengan rata-rata tertimbang saham biasa yang beredar” . Besarnya dividen per lembar saham (DPS) menurut Irawati (2006:64) dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{DPS} = \frac{\text{Jumlah Dividen yang dibagikan}}{\text{Jumlah Lembar Saham yang beredar}} \dots\dots\dots (7)$$

2. Pengertian *Earning Per Share*

Earning per share (EPS) menurut Fahmi (2020:143) “ earning per share atau pendapatan per lembar saham adalah bentuk pemberian keuntungan yang diberikan kepada para pemegang saham dari setiap lembar saham yang dimiliki” . Rumus yang digunakan untuk menghitung earning per share menurut Fahmi (2020:143) adalah:

$$\text{EPS} = \frac{\text{EAT (Pendapatan setelah pajak)}}{\text{Jumlah Saham yang beredar}} \dots\dots\dots (8)$$

2.1.3 *Free Cash Flow*

2.1.3.1 *Definisi Free Cash Flow*

Free Cash Flow adalah uang tunai yang bebas didistribusikan oleh perusahaan ke kreditur dan pemegang saham karena uang tersebut tidak

diperlukan untuk investasi dalam modal kerja dan asset tetap (Ross et al. 2014 : 38).

Brigham dan Houston (2011:65) *Free Cash Flow* (Arus kas bebas) merupakan pendistribusian ketersediaan arus kas kepada seluruh investor setelah seluruh investasinya ditempatkan pada kebutuhan dalam mempertahankan kegiatan operasi.

Dari pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa *Free Cash Flow* adalah arus kas yang tersedia dan benar-benar siap digunakan ataupun dibayarkan kepada pemegang saham dan pemilik utang setelah perusahaan melakukan investasi pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan perusahaan untuk mempertahankan kelangsungan usahanya.

2.1.3.2 Manfaat *Free Cash Flow*

Salah satu manfaat dari *Free Cash Flow* bagi pemegang saham adalah pembayaran dividen. Dividen merupakan keuntungan yang akan didapatkan pemegang saham atas investasi yang dilakukan sehingga dengan dibayarkannya dividen dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham yang tentunya sangat diharapkan oleh mereka. Besar kecilnya jumlah dividen yang diterima adalah proporsional dengan jumlah kepemilikan dalam lembar saham atau sesuai dengan saham yang dimiliki pemegang saham tersebut. Selain itu, dengan dibayarkannya dividen juga berdampak pada manajer selaku agen dari principal yaitu hubungan baik dan terhindar dari konflik keagenan.

Menurut White et al., (2003:68) dalam Rosdiana (2009) menyatakan bahwa Semakin besar *Free Cash Flow* yang tersedia dalam perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran utang, dan Dividen. Berikut ini beberapa manfaat yang diperoleh dari adanya *Free Cash Flow* antara lain:

1. Semakin tinggi *Free Cash Flow* menggambarkan perusahaan semakin sehat, karena memiliki kas yang tersedia untuk pengaruh *Free Cash Flow*, profitabilitas dan ukuran pertumbuhan, pembayaran utang dan dividen.
2. Perusahaan memiliki kesempatan yang luas untuk menangkap peluang investasi.
3. Menunjukkan kepada investor bahwa Dividen yang dibagikan tidak sekedar strategi menyasati pasar dengan maksud menaikkan nilai perusahaan.
4. Adanya *Free Cash Flow* akan menandakan kepada pasar bahwa perusahaan mempunyai kemampuan di masa depan.
5. Arus kas bebas dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Pada kenyataanya pemegang saham dan manajer mengharapkan agar *Free Cash Flow* perusahaan terus meningkat, dengan peningkatan tersebut sejalan dengan meningkatnya kesejahteraan dan manfaat yang diperoleh pemegang saham maupun investor jika *Free Cash Flow* tersebut digunakan oleh manajer dengan baik tanpa melibatkan kepentingan pribadi.

2.1.3.3 Elemen-elemen *Free Cash Flow*

Elemen-elemen dalam laporan arus kas bebas: Harahap (2011:260)

1. Kegiatan operasi perusahaan (*Operating*)

Yang termasuk kedalam kelompok kegiatan operasi perusahaan adalah pendapatan dari penghasilan utama perusahaan dan kegiatan lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan pendanaan, serta seluruh peristiwa lain yang tidak termasuk kegiatan investasi atau pendanaan.. Kegiatan ini mencakup: pengiriman barang, pemberian servis, dan kegiatan produksi. Arus kas dari operasi umumnya adalah pengaruh kas dari transaksi maupun peristiwa lainnya yang ikut dalam menentukan laba.

Contoh arus kas dari kegiatan operasi:

- a. Penerimaan kas dari penjualan barang dan jasa termasuk penerimaan dan piutang akibat penjualan, baik jangka panjang atau jangka pendek.
- b. Penerimaan dari bunga pinjaman atas penerimaan dari surat berharga lainnya seperti bunga atau dividen.

Contoh arus kas keluar dari kegiatan operasi:

- a. Pembayaran kas untuk membeli bahan yang akan digunakan untuk produksi atau untuk dijual, termasuk pembayaran utang jangka pendek atau jangka panjang kepada supplier barang tadi.
- b. Pembayaran kas kepada *supplier* lain dan pegawai untuk kegiatan selain produksi barang dan jasa.

2. Arus kas dari kegiatan pembiayaan/pendanaan (*Financing*)

Yang termasuk kedalam arus kas dari kegiatan pembiayaan adalah aktivitas yang mengakibatkan perubahan jumlah, komposisi modal serta pinjaman jangka panjang perusahaan yang berupa kegiatan untuk mendapatkan sumber-sumber dana dari pemilik dengan cara memberikan prospek penghasilan, meminjamkan dan membayar utang kembali atau melakukan pinjaman jangka panjang untuk membayar hutang tertentu. Semua transaksi yang mempengaruhi pos utang termasuk berjangka pendek merupakan arus kas dari kegiatan pembiayaan.

3. Arus kas dari kegiatan investasi

Yang termasuk kedalam arus kas dari kegiatan investasi adalah perolehan dan pelepasan aktiva jangka panjang baik yang berwujud maupun tidak berwujud serta investasi lain yang tidak termasuk setara kas yaitu menerima dan menagih pinjaman, utang, surat berharga atau modal, aktiva tetap dan aktiva produktif lainnya yang digunakan dalam proses produksi.

Dari penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa ada 3 elemen arus kas bebas yaitu arus kas dari kegiatan operasi, arus kas dari kegiatan pembiayaan/pendanaan dan arus kas dari kegiatan investasi.

2.1.3.4 Indikator *Free Cash Flow*

Indikator *Free Cash Flow* terdapat dua jenis perhitungan dalam menghitung arus kas bebas atau arus kas dari aset menurut Brigham dan Houston (2011) serta Ross et.al. (2014):

1. Menurut Brigham dan Houston (2011: 66-67) dalam perhitungan arus kas bebas ada dua yaitu :

a. $FCF = \text{Arus Kas Operasi} - \text{investasi bruto}$

Pada modal operasi Arus kas operasi dalam penjumlahannya diperoleh dari laba operasi setelah pajak ditambah dengan depresiasi dan amortisasi. Sedangkan investasi bruto modal operasi penjumlahannya dari investasi bersih ditambah depresiasi dan amortisasi.

b. $FCF = \text{NOPAT} - \text{investasi bersih pada modal operasi.}$

NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) atau disebut laba operasi setelah pajak. NOPAT dapat diperoleh melalui laporan laba rugi komprehensif. Sedangkan investasi bersih pada modal operasi diperoleh melalui selisih antara modal operasi atau aktiva operasi tahun ini dengan modal operasi atau aktiva bersih tahun sebelumnya.

Hasil suatu perhitungan menunjukkan apabila angka NOPAT yang dimiliki positif berarti investasi yang dihasilkan tinggi pada aktiva operasi sehingga mengakibatkan arus kas bebas negatif. Dikarenakan arus kas bebas negatif menunjukkan bahwa investasi operasi digunakan untuk mendukung pertumbuhan perusahaan.

Arus kas bebas negatif tapi NOPAT positif belum tentu selalu buruk karena terkait alasan arus kas bebas. Apabila arus kas bebas negatif diakibatkan NOPAT yang negatif berarti kemungkinan perusahaan mempunyai masalah dalam kegiatan operasinya. Pada perusahaan yang baru

berjalan atau mempunyai lini produk baru arus kas bebas negatif dan NOPAT negatif dikecualikan.

2. *Free Cash Flow* mempunyai tiga komponen perhitungan menurut Ross et. al. (2014:36) yaitu arus kas operasi, belanja modal dan perubahan modal kerja.

Arus kas operasi menurut akuntansi adalah beban bunga yang dibayarkan adalah dalam kelompok beban operasi. Belanja modal merupakan uang yang dibelanjakan pada asset tetap dikurangi uang yang diterima dari hasil penjualan asset tetap. Sedangkan untuk menentukan modal kerja bersih pendekatan yang paling mudah adalah menentukan selisih antara saldo awal dan saldo akhir modal kerja bersih. (Ross et. al. 2014: 36-37). Nama lain dari arus kas bebas adalah arus kas dari aset , sehingga untuk mendapatkan rasio dari *Free Cash Flow* adalah dibagi dengan total aset.

Berikut perhitungan *Free Cash Flow* menurut Ross et. al. (2014: 38) yaitu:

$$FCF = AKO - NCS - NWC \dots\dots\dots (8)$$

Keterangan:

FCF : *Free Cash Flow*

AKO (Arus Kas Operasi) : Aliran kas operasi perusahaan

NCS (Net Capital Service) : Belanja modal perusahaan

NWC (Net Working Capital) : Pengeluaran modal kerja perusahaan

Penjelasan pengukuran *Free Cash Flow* menurut Mudrika (2014) sebagai berikut:

1. Aliran kas operasi merupakan kas yang berasal dari aktivitas pendapatan perusahaan bukan dari aktivitas pendanaan dan yang lainnya.
2. Pengeluaran modal atau belanja modal ialah pengeluaran bersih pada aset tetap yaitu aktiva tetap bersih akhir periode dikurangi aktiva tetap bersih awal periode.
3. *Net Working Capital* merupakan selisih antara aktiva lancar dengan hutang lancar di periode yang sama.

2.1.4 Kajian empiris

Penulis juga mengambil beberapa referensi dari hasil penelitian terdahulu sebagai gambaran untuk mempermudah proses penelitian. Adapun referensi tersebut antara lain :

Menurut penelitian Kadioglu & Yilmaz (2017) yang meneliti tentang pengaruh *dividend payout ratio* dan *leverage* terhadap *Free Cash Flow* pada perusahaan yang terdaftar pada Bursa Istanbul di Turki berdasarkan 1267 observasi dari 227 perusahaan periode 2008-2014. Berdasarkan hasil regresi data panel, secara statistik ada pengaruh negatif antara dividen per saham dan arus kas bebas serta rasio hutang dan uang tunai yang mengalir. Pengaruh ini masih berlaku, ketika tahun krisis 2008 dan 2009 dikecualikan dari hasil analisis. Dengan demikian, hasilnya mendukung hipotesis *Free Cash Flow*. Seperti yang dikemukakan hipotesis, pembagian dividen dan hutang pembiayaan mengurangi arus kas bebas. Dengan kata lain, perusahaan dengan distribusi dividen

tinggi atau rasio hutang yang tinggi memiliki tingkat yang lebih rendah jumlah arus kas bebas di tangan manajer.

Menurut Eyup Kadioglu dan Ender Aykut Yilmaz (2017) yang meneliti “ *Is the Free Cash Flow hypothesis valid in turkey?*” penelitian menggunakan regresi data panel dari 227 perusahaan periode 2008-2014 menunjukkan bahwa hipotesis arus kas bebas berpendapat bahwa pembiayaan hutang dan pembayaran dividen diperlukan untuk menjaga arus kas bebas di bawah kendali, dengan demikian menyelaraskan kepentingan manajer dengan para pemegang saham. Menurut hasil regresi panel efek tetap-Sion, korelasi negatif yang signifikan secara statistik ada antara arus kas bebas dan rasio utang serta arus kas bebas dan dividen per saham. Selain itu, positif signifikan korelasi diidentifikasi antara total aset dan arus kas bebas.

Menurut Park dan Jang (2013) yang meneliti *Capital structure , Free Cash Flow , diversification and firm performance : A holistic analysis* mengemukakan bahwa pengurangan *Free Cash Flow* di tangan manajer adalah untuk mengurangi biaya agensi dan meningkatkan kelayakan perusahaan. Demikian pula, mengamankan modal luar juga akan menyebabkan masalah-masalah investasi di bawah kendali.

Menurut Titin Sumarni dan Ely Kartikaningdyah (2018) yang meneliti pengaruh *dividend payout ratio* dan *leverage* terhadap *Free Cash Flow* dan survei pada perusahaan non-keuangan di BEI periode 2010-2016. *Dividend Payout Ratio* tidak berpengaruh terhadap *Free Cash Flow*. Hal tersebut berarti besar kecilnya jumlah rasio pembayaran dividen tidak mempengaruhi jumlah arus kas bebas

perusahaan. *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow*. Hal tersebut menunjukkan bahwa tingkat kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya akan mempengaruhi arus kas bebas perusahaan. *Long-term Leverage* tidak berpengaruh terhadap *Free Cash Flow*. Hal tersebut menunjukkan bahwa tingkat kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya tidak mempengaruhi arus kas bebas perusahaan.

Menurut Amirhossein Nozari (2016) yang meneliti “*The Impact of financial leverage on agency cost of Free Cash Flows in listed manufacturing firms of Tehran stock exchange during 2007-2012*” menunjukkan bahwa biaya keagenan dimana arus kas bebas tinggi dan biaya agensi menyebabkan penurunan nilai. Atas alasan penurunan biaya agensi menggunakan hutang, pengaruh *financial leverage* terhadap biaya keagenan terjadi. Hasil menunjukkan pengaruh *negative* dan signifikan dari rasio hutang terhadap ekuitas pemegang saham dan rasio hutang jangka panjang atas biaya agensi arus kas bebas.

Menurut Maggee Senata (2016) yang meneliti pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang tercatat pada indeks LQ45 BEI periode 2009-2011 menunjukkan bahwa Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan dapat diterima.

Menurut Irma Kurnia Fitri dan Imas Purnamasari (2018) yang meneliti pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham studi pada perusahaan pertambangan di BEI tahun 2008-2012 menunjukkan bahwa dengan melihat persamaan maka ada pengaruh positif atau searah kebijakan dividen terhadap harga shaam, hal ini menunjukkan bahwa naiknya kebijakan dividen akan diikuti

dengan kenaikan harga saham, sebaliknya turunnya kebijakan dividen maka harga saham akan ikut menurun.

Menurut Andreas Nelwan dan Joy E. Tulung (2018) yang meneliti pengaruh kebijakan dividen, keputusan pendanaan dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan pada saham *bluechip* yang terdaftar di BEI periode 2012-2016 menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Menurut Raja Wulandari Putri dan Catur Fatchu Ukhriyawati (2016) yang meneliti pengaruh likuiditas, *leverage* dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di BEI tahun 2012-2014 menunjukkan bahwa secara parsial *leverage* yang diproyeksikan DAR tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Menurut Siti Masitoh dan Iwan Setiadi (2017) yang meneliti pengaruh likuiditas, profitabilitas dan *leverage* terhadap *financial distress* pada perusahaan jasa sub sector transportasi yang terdaftar di BEI periode 2014-2017 menunjukkan bahwa rasio *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kondisi *financial distress*, hal tersebut menunjukkan apabila rasio *leverage* perusahaan meningkat, maka akan mengakibatkan kenaikan kondisi *financial distress*.

Menurut Fuad dan Aditya Damarjati (2018) yang meneliti pengaruh *leverage*, *debt maturity*, kebijakan dividen dan *cash holdings* terhadap kinerja keuangan perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2017 menjelaskan bahwa *leverage*, kebijakan dividen dan *cash holdings* tidak mempengaruhi kinerja keuangan. Hal ini berarti kenaikan atau penurunan ketiga

variabel tersebut tidak memberikan pengaruh pada kinerja keuangan. Variabel *debt maturity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini berarti meningkatnya *debt maturity* akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Menurut Michael Christian Hernomo (2017) yang meneliti pengaruh profitabilitas, *leverage* dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI pada tahun 2009-2013 menunjukkan bahwa secara simultan ROA, DER dan DPR memengaruhi PBV. Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa tiap variabel dengan indikator ROA, DER dan DPR menunjukkan pengaruh terhadap PBV.

Menurut Lely Syafawi (2020) yang meneliti pengaruh kebijakan dividen, likuiditas dan *leverage* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan LQ45 di BEI periode 2011-2015 menunjukkan bahwa secara parsial terdapat pengaruh tidak signifikan antara variabel kebijakan dividen, *leverage* maupun likuiditas terhadap nilai perusahaan.

Menurut Suwaldiman dan Anisa Maulidyati (2019) yang meneliti pengaruh profitabilitas, *leverage* dan kebijakan dividen terhadap harga saham pada perusahaan barang konsumsi berupa makanan dan minuman yang terdaftar di BEI periode 2013-2017 menunjukkan bahwa variabel profitabilitas yang diukur dengan ROA berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham yang berarti kenaikan ROA akan direspon positif oleh investor sehingga akan mendorong naiknya harga perusahaan. *Leverage* yang diukur dengan DER berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham hal ini berarti *leverage* yang semakin

meningkat akan direspon sebagai meningkatnya resiko investasi , sehingga akan direspon negatif oleh investor dan cenderung akan menurunkan harga saham. Kebijakan dividen yang diukur dengan DPR berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham.

Menurut Burhanudin dan Nurul Handayani (2018) yang meneliti pengaruh *leverage* dan kebijakan dividen terhadap *agency cost* dengan *corporate governance* sebagai variabel moderating pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2015 menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *agency cost*. Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap *agency cost*. *Corporate governance* mampu memoderasi hubungan antara pengaruh kebijakan dividen terhadap *agency cost* juga *leverage* terhadap *agency cost*.

Menurut Asma Khan, Ahmad Kaleem dan Miad Sajid Nazir (2012) yang meneliti *impact of financial leverage on agency cost of Free Cash Flow : evidence from the manufacturing sector of Pakistan period 2006-2010* menunjukkan bahwa hasil kebijakan hutang perusahaan sesuai dengan teori arus kas bebas yang berada pada tingkat optimal *leverage* dalam struktur modal perusahaan dapat mengurangi *Free Cash Flow* yang ada dalam kendali manajer. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa perusahaan yang menguntungkan membawa lebih banyak *Free Cash Flow* yang dibawah kendali manajer dapat digunakan oleh perusahaan sesuai dengan kebijakan yang ditetapkannya.

Menurut Nila Tristiarini dan Ririh Dian Pratiwi (2017) yang meneliti *Leverage capability in controlling Free Cash Flow to improve financial*

performance research in manufacturing companies listed on the Indonesia stock exchange periode 2011-2015 menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menggunakan *leverage* dapat mengontrol penggunaan *Free Cash Flow* untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Ini menunjukkan bahwa penggunaan *Free Cash Flow* dapat digunakan oleh pemegang saham untuk mengukur kinerja manajer dalam memaksimalkan keuntungan pemegang saham.

Menurut Esmaeel Farzaneh Kargar dan Gholam Reza Ahmadi (2013) yang meneliti *The Relationship between Free Cash Flow and Agency Cost Levels : Evidence from Tehran Stock Exchange , data collection of the firms Iran over the period 2006-2010* menunjukkan bahwa hipotesis 1 dan 2 yang meneliti dampak pembayaran dividen dan *leverage* pada *Free Cash Flow* sebagai berikut : untuk hipotesis 1, dividen berpengaruh positif tetapi secara statistik tidak signifikan terhadap *Free Cash Flow* sedangkan untuk hipotesis 2 menunjukkan pengaruh positif dan signifikan dari *leverage* terhadap *Free Cash Flow*. Hasil pengujian pengaruh rasio *leverage* terhadap biaya keagenan *Free Cash Flow* adalah untuk perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan rendah, hasil menunjukkan pengaruh positif dan signifikan secara statistik *leverage* pada *Free Cash Flow*, sedangkan untuk perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi, positif tetapi tidak signifikan pengaruh *leverage* pada *Free Cash Flow*. Hasil menguji pengaruh dividen terhadap *Free Cash Flow* untuk kedua perusahaan terbukti berpengaruh positif tetapi tidak signifikan dari dividen terhadap *Free Cash Flow*.

Dayong Zhang, Hong Cao, David G Dickinson dan Ali M Kutan (2016) yang meneliti *Free Cash Flow and overinvestment : futher evidence from Chinese*

energy firms, for the Chinese energy related public listed firms period 2001-2012 menunjukkan bahwa kepemilikan saham manajerial terbukti membantu dalam mengurangi masalah keagenan, salah satu cara untuk memecahkan masalah *Free Cash Flow* mungkin memungkinkan manajer untuk memegang saham di perusahaan mereka sendiri. Sebaliknya, hasil menunjukkan kelembagaan yang lebih tinggi kepemilikan saham cenderung meningkatkan masalah *Free Cash Flow*. Ini mungkin karena fakta bahwa perusahaan dengan saham yang tinggi dari kepemilikan institusional sering terjadi perusahaan dengan tingkat kepemilikan negara yang lebih rendah. Secara keseluruhan, bukti empiris ini mendukung hipotesis *Free Cash Flow* di perusahaan terkait energi di Cina, dan menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan, struktur kepemilikan, dan tata kelola adalah penting faktor untuk memahami masalah keagenan di perusahaan energi China.

Uzi Yaari , Andrei Nikiforov, Emel Kahya dan Yochanan Shachmurove (2015) yang meneliti *Finance Methodology of Free Cash Flow* menunjukkan bahwa *offset* dapat secara signifikan mendistorsi FCF dalam hal ukuran, komposisi dan volatilitas, yang mengarah ke distorsi tambahan dalam ukuran perusahaan atau proyek, hutang dan komposisi asset posisi, *leverage* keuangan, profil risiko, dan nilai estimasi.

David Yecham Aharon, Yoram Kroll dan Sivan Riff (2019) yang meneliti *Degree of Free Cash Flow leverage* menunjukkan bahwa berbeda dengan hipotesis tradeoff leverage operasi vs leverage keuangan, kemungkinan bahwa perusahaan akan memperoleh FCF yang diharapkan lebih tinggi dengan risiko

yang lebih rendah secara bersamaan meningkatkan (mengurangi) leverage operasi dan keuangan.

Davoud Asadilari, Hamid Reza Vaklifard dan Mehdi Dasineh (2017) yang meneliti *Impact of Financial Leverage on Agency Cost of Free Cash Flow listed on Taheran Stock Exchange for a period 2008-2013* menunjukkan hasil penelitian tidak konsisten dengan hipotesis arus kas bebas Jensen dan Meckling (1976). Salah satu alasan karena banyak perusahaan memiliki arus kas bebas negatif di Bursa Efek Teheran. Jadi, menurut biaya agensi arus kas bebas tidak ada alasan logis untuk kenaikan hutang perusahaan di Bursa Efek Teheran. Alasan lainnya adalah bunga dan hutang kewajiban lainnya terlepas dari prinsip-prinsip perusahaan telah terbukti mengurangi biaya agensi tetapi hutang meningkat karena peningkatan dana yang tersedia untuk manajer juga akan menimbulkan biaya agensi.

2.1.5 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1

Penelitian Terdahulu

No	Peneliti, Tahun, Judul	Persamaan	Perbedaan	Kesimpulan	Sumber
1.	Eyup Kadioglu and Ender Aykut Yilmaz (2017). <i>Is the Free Cash Flow hypothesis valid in Turkey?</i>	Variabel Independen : <i>Leverage</i> Variabel Dependen : <i>Free Cash Flow</i>	Variabel Independen : Kebijakan Dividen	Hipotesis arus kas bebas berpendapat bahwa pembiayaan hutang dan pembayaran dividen diperlukan untuk menjaga arus kas bebas di bawah kendali dan dengan	<i>Borsa Istanbul Review 17-2 (2017) 111-116</i> ISSN : 2214-8450

demikian, menyelaraskan kepentingan manajer dengan para pemegang saham. Menurut hasil regresi panel efek tetap- Sion, korelasi negatif yang signifikan secara statistik ada antara arus kas bebas dan rasio utang serta arus kas bebas dan dividen per saham. Selain itu, positif signifikan korelasi diidentifikasi antara total aset dan arus kas bebas.

2.	Michael Christian Hernomo (2017). Pengaruh Profitabilitas, <i>Leverage</i> dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.	Variabel Independen : - <i>Leverage</i> -Kebijakan Dividen	Variabel Dependen : <i>Free Cash Flow</i>	Hasil pengujian menunjukkan bahwa ROA, DER, dan DPR secara simultan berpengaruh PBV pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI periode tahun 2009-2013.	<i>Petra Business and Management Vol.3, No. 1, 2017</i>
3.	Amirhossein Nozari (2016). <i>The impact of financial leverage on agency cost of Free Cash Flows.</i>	Variabel dependen : <i>Free Cash Flow</i>	Variabel Independen : Kebijakan Dividen	Teori arus kas bebas dari Jensen menyatakan bahwa biaya keagenan dimana arus kas bebas Tinggi dan biaya agensi menyebabkan penurunan nilai. Atas alasan penurunan biaya agensi menggunakan hutang dalam penelitian ini	<i>The Turkish Online Journal of Design, Art and Communication – TOJDAC August 2016 Special Edition. DOI no : 10.7456/1060 AGSE/072</i>

mengingat pengaruh financial leverage terhadap biaya keagenan dilakukan. Hasil menunjukkan pengaruh signifikan dan negatif dari rasio hutang terhadap ekuitas pemegang saham dan rasio hutang jangka panjang atas biaya agensi arus kas bebas

4.	Lely Syafawi (2020). Pengaruh Kebijakan DIviden, Likuiditas dan <i>Leverage</i> terhadap Nilai Perusahaan.	Variabel: X3 <i>Leverage</i> X1 Kebijakan Dividen	Variabel: Y Nilai Perusahaan	Secara parsial terdapat pengaruh tidak signifikan antara variable Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. Secara parsial terdapat pengaruh tidak signifikan variabel likuiditas terhadap nilai perusahaan. Secara parsial terdapat pengaruh tidak signifikan antar variabel <i>leverage</i> terhadap nilai perusahaan.	JEB Ekonomi Bisnis , Volume 25, Nomor 2, P-ISSN : 1411-545X E ISSN : 2715-1662
5.	Suwaldiman, Anisa Maulidyati (2019). Pengaruh Profitabilitas, <i>Leverage</i> dan Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham.	Variabel X2 <i>Leverage</i> X3 Kebijakan Dividen	Variabel: X1 Profitabilitas Y Harga Saham	Variabel profitabilitas yang diukur dengan ROA berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. <i>Leverage</i> yang dikur dengan DER berpengaruh negatif signifikan	<i>Prosiding SENDI_U 2019.</i> ISBN : 978-979-3649-99-3

				terhadap harga saham. Kebijakan dividen yang diukur dengan DPR berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham.	
6.	Burhanudin dan Nurul Handayani (2018). Pengaruh <i>Leverage</i> dan Kebijakan Dividen terhadap <i>Agency Cost</i> dengan <i>Corporate Governance</i> sebagai variabel Moderating.	Variabel: X1 <i>leverage</i> X2 <i>kebijakan Dividen</i>	Variabel: Z <i>corporate governance</i> Y <i>agency cost</i>	<i>Leverage</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>agency cost</i> . Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap <i>agency cost</i> . <i>Corporate governance</i> mampu memoderasi hubungan antara pengaruh kebijakan dividen terhadap <i>agency cost</i> juga <i>leverage</i> terhadap <i>agency cost</i> .	<i>Eco-Entrepreneurship</i> , Vol 4 No 2 Desember 2018.
7.	Asma Khan, Prof. Dr. Ahmad Kaleem, Mian Sajid Nazir (2012)	Variabel Independen : <i>Leverage</i> Variabel dependen : <i>Free Cash Flow</i>	Variabel Independen : Kebijakan Dividen	Hasil penelitian menunjukkan hasil kebijakan hutang perusahaan sesuai dengan teori arus kas bebas yang berada pada tingkat optimal <i>leverage</i> dalam struktur modal perusahaan dapat mengurangi <i>Free Cash Flow</i> yang ada dalam kendali manajer. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa perusahaan yang menguntungkan membawa lebih banyak <i>Free</i>	<i>Jurnal of Basic and Applied Scientific Research</i> , 2 (7)6694-6700 . ISSN: 2090-4304.

				<i>Cash Flow</i> yang dibawah kendali manajer dapat digunakan oleh perusahaan sesuai dengan kebijakan yang ditetapkannya.	
8.	Titin Sumarni dan Ely Kartikaningdyah (2018). Pengaruh <i>dividend payout ratio</i> dan <i>leverage</i> terhadap <i>Free Cash Flow</i> .	Variabel Independen : <i>Leverage</i> Variabel Dependen : <i>Free Cash Flow</i>	Variabel: X1 <i>Dividend payout ratio</i>	<i>Leverage</i> dengan menggunakan indikator <i>debt to equity ratio</i> (DER) berpengaruh negatif terhadap <i>Free Cash Flow</i> .	JOURNAL OF APPLIED MANAGERIAL ACCOUNTING Vo. 2, No. 2, September 2018, Page 194-205. ISSN : 2548-9917 (online version)
9.	Nila Tristiarini dan Ririh Dian Pratiwi (2017). <i>Leverage Copability in Controlling Free Cash Flow to Improve Financial Performance</i> .	Variabel: X1 <i>leverage</i> X3 <i>Free Cash Flow</i>	Variabel: Y <i>improve financial performance</i>	Kemampuan perusahaan dalam menggunakan <i>leverage</i> dapat mengontrol penggunaan <i>Free Cash Flow</i> untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Ini menunjukkan bahwa penggunaan <i>Free Cash Flow</i> dapat digunakan oleh pemegang saham untuk mengukur kinerja manajer dalam memaksimalkan keuntungan pemegang saham.	<i>Advances in Economics, Business and Management Research</i> (AEBMR), vol 46 1 st EBIC 2018.
10	Irma Kurnia Fitri dan Imas Purnamasari (2018). Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap harga saham.	Variabel: X1 Kebijakan Dividen	Variabel: Y Harga Saham	Kebijakan dividen terbuka berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham.	Organum : Jurnal Sainifik Manajemen dan Akuntansi. I (1), 8-15
11	Esmaeel Farzaneh Kargar dan Gholam Reza Ahmadi	Variabel Independen :-Leverage	Variabel Independen: Kebijakan Dividen	Setelah data dianalisis pada perusahaan-perusahaan di	<i>Research Journal of Finance and Accounting. Vol 4 no 14</i> ISSN 2222-

	(2013). <i>The Relationship between Free Cash Flow and Agency Cost Levels : Evidence from Tehran Stock Exchange.</i>	Variabel Dependen : <i>Free Cash Flow</i>		Iran periode 2006-2010 dengan menggunakan analisis regresi hasil diperoleh. bahwa dividen berpengaruh positif tetapi secara statistik tidak signifikan terhadap <i>Free Cash Flow</i> sedangkan untuk <i>leverage</i> terdapat pengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Free Cash Flow</i> .	1697(paper) ISSN 2222-2847 (online)
12	Raja Wulandari dan Catur Fatchu Ukhriyawati (2016). Pengaruh likuiditas, <i>leverage</i> dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan.	Variabel: X3 <i>leverage</i>	Variabel: X1 Likuiditas Profitabilitas Y Nilai Perusahaan	Secara parsial <i>leverage</i> yang diproyeksikan oleh <i>debt to assets ratio</i> (DAR) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.	BENING, 3 (1) 2016 : 52-73 Juni 2016. ISSN Cetak : 2252-52672
13	Dayong Zhang, Hong Cao, David G Dickinson dan Ali M Kutan (2016). <i>Free Cash Flow and overinvestment : futher evidence from Chinese energy firms.</i>	Variabel X1 <i>Free Cash Flow</i>	Variabel: X2 <i>overinvestment</i> Y <i>futher evidence</i>	Hasil menunjukkan bahwa kepemilikan negara tidak selalu berarti efisiensi yang berkurang, karena perusahaan dengan kepemilikan negara lebih kecil kemungkinannya untuk mengalami masalah FCF, sedangkan perusahaan-perusahaan dengan saham negara bagian yang lebih rendah cenderung melakukan	<i>Energy Economics</i> 58 (2016) 116-124 . 0140-9883 Published by Elsevier.

				investasi berlebihan.	
14	Aditya Damarjati, Fuad (2018). Pengaruh <i>leverage, debt maturity, kebijakan dividen dan cash holding</i> terhadap kinerja keuangan.	Vaeiabel X1 Kebijakan dividen	Variabel X2 <i>cash holding</i> Variabel Y Kinerja Keuangan	Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa <i>leverage</i> dan kinerja keuangan tidak memiliki hubungan sebagaimana terlihat dari nilai <i>probability</i> LEV yang tidak signifikan karena <i>leverage</i> bertujuan menurunkan <i>Free Cash Flow</i> . Kebijakan dividen tidak mempengaruhi kinerja perusahaan.	<i>Diponegoro Journal of accounting Vol 7, nomor 4 tahun 2018 halaman 1-12</i> <i>ISSN (Online) : 2337-3806</i>
15	Kwangmin Park and Soo Cheong (Shawn) Jang (2014). <i>Capital structure , Free Cash Flow , diversification and firm performance : A holistic analysis.</i>	Variabel : X2 <i>Free Cash Flow</i>	Variabel : X1 <i>Capital Structure</i> X3 <i>Diversification</i> X4 <i>Firm performance</i>	<i>Leverage</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Perusahaan dengan arus kas bebas yang lebih besar memiliki kecenderungan untuk berinvestasi dalam proyek negatif, yang menghasilkan investasi dan merusak kinerja perusahaan.	<i>International Journal of Hospitality Management</i> 33 (2013) 51-63
16	Andreas Nelwan dan Joy E. Tulung (2018). Pengaruh kebijakan dividen, keputusan pendanaan dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.	Variabel: X1 Kebijakan Dividen	Variabel: X2 Keputusan Pendanaan X3 Keputusanab Investasi Y Nilai Perusahaan	Kebijakan Dividen dengan menggunakan Dividen Payout Ratio (DPR) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan.	Jurnal EMBA Vol. 6 No. 4 September 2018, hal 2878-2887. ISSN 2303-1174

17	Uzi Yaari , Andrei Nikiforov, Emel Kahya dan Yochanan Shachmurove (2015). <i>Finance Methodology of Free Cash Flow</i> .	Variabel dependen : -Free Cash Flow	Variabel independent: -Leverage -Kebijakan Dividen	Hasil penelitian menunjukkan bahwa offset dapat secara signifikan mendistorsi FCF dalam hal ukuran, komposisi dan volatilitas, yang mengarah ke distorsi tambahan dalam ukuran perusahaan atau proyek, hutang dan komposisi aset posisi, leverage keuangan, profil risiko, dan nilai estimasi.	<i>Global Finance Journal 00329,no 11 ,2015, Published by Elsevier</i>
18	David Yecham Aharon, Yoram Kroll dan Sivan Riff (2019). <i>Degree of Free Cash Flow leverage</i> .	Variabel Independen: -Leverage Variabel Dependen: Free Cash Flow	Variabel Independen: -Kebijakan Dividen	Hasil penelitian yaitu berbeda dengan hipotesis tradeoff leverage operasi vs leverage keuangan, kemungkinan bahwa perusahaan akan memperoleh FCF yang diharapkan lebih tinggi dengan risiko yang lebih rendah secara bersamaan meningkatkan (mengurangi) leverage operasi dan keuangan.	<i>Review of Accounting and Finance vol 118 no. 3 2019, Emerald Publishing Limited 1475- 7702</i>
19	Siti Masitoh dan Iwan Setiadi (). Pengaruh likuiditas, profitabilitas, dan leverage terhadap <i>financial distress</i> .	Variabel: X3 <i>Leverage</i>	Variabel: X1 Likuiditas X2 Profitabilitas Y <i>Financial distress</i>	Rasio leverage berpengaruh positif signifikan terhadap kondisi financial distress.	<i>Competitive Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 4 (No.1), e- ISSN 2549-791X</i>
20	Davoud Asadilari,	Variabel: X1	Variabel: Z <i>Agency Cost</i>	hasil penelitian ini	<i>Academic Journal of Accounting</i>

Hamid Reza
 Wakilifard dan
 Mehdi Dasineh
 (2017). *Impact
 of Financial
 Leverage on
 Agency Cost of
 Free Cash
 Flow.*

tidak konsisten
 dengan hipotesis
 arus kas
 bebas Jensen dan
 Meckling
 (1976)). Satu
 alasan
 karena banyak
 perusahaan
 memiliki arus kas
 bebas negatif di
 Bursa Efek
 Teheran.
 Jadi, menurut
 biaya agensi, arus
 kas bebas tidak
 ada alasan logis
 untuk kenaikan
 tersebut,
 hutang
 perusahaan di
 Bursa Efek
 Teheran. Alasan
 lainnya adalah
 bunga dan hutang
 lainnya
 kewajiban
 terlepas dari
 prinsip-prinsip
 perusahaan yang
 telah terbukti dan
 membayarnya
 kembali di masa
 depan
 mengurangi
 biaya agensi
 tetapi hutang
 meningkat karena
 peningkatan dana
 yang tersedia
 untuk manajer
 juga
 akan
 menimbulkan
 biaya agensi.

Aria Sandi Purwana (2023) Penelitian penulis yaitu :

“ Pengaruh *Operating Leverage* dan Kebijakan Dividen Terhadap *Free Cash Flow* (Survey pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor *Food and Beverage* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021)”

Variabel yang digunakan yaitu X_1 *Operating Leverage* dan X_2 Kebijakan Dividen sebagai variabel independent dan *Free Cash Flow* (Y) sebagai variabel dependen.

2.1 Kerangka Pemikiran

Semakin besar uang tunai yang bebas didistribusikan kepada kreditur dan pemegang saham maka semakin leluasa perusahaan dalam membayar kewajiban dan membagikan keuntungan kepada investor, hal ini dikarenakan kebutuhan dalam investasi, modal kerja dan aset tetap sudah tercapai atau terpenuhi perusahaan.

Hal yang mencapai keleluasaan tersebut perusahaan diharuskan menekan biaya aktivitasnya dan memperhitungkan biaya operasional yang tepat, apakah biaya operasional akan dibiayai oleh modal maupun menggunakan utang, perusahaan harus dapat memperhitungkan keuntungan yang akan diperoleh dari kedua pilihan tersebut. Jika pembiayaan operasional menggunakan utang, maka keuntungan dari aktivitas perusahaan harus menutup besarnya kewajiban atas utang yang diperoleh tersebut.

Namun pada faktanya, dalam menjalankan operasi perusahaan, seringkali pihak manajemen mempunyai tujuan pribadi yang bertentangan dengan tujuan memakmurkan *stockholders*, melainkan *oportunisme* manajer. Seperti yang dikemukakan oleh Ade, Djoni dan Puput (2014) ketika sebuah perusahaan telah menghasilkan *surplus* yang berlebihan (*Free Cash Flow*) dan tidak ada peluang investasi yang menguntungkan, maka manajemen cenderung menyalahgunakan *Free Cash Flow* yang ada sehingga dapat mengakibatkan peningkatan biaya agensi, alokasi sumber daya yang tidak efisien, dan investasi.

Agency relationship adalah hubungan antara seorang pemilik yang mempekerjakan pihak lain untuk mewakili kepentingan-kepentingannya. (Ross et al. 2014:12). Berdasarkan teori keagenan (*agency theory*), di mana investor berperan sebagai pihak yang memberikan wewenang (*principal*) dan manajer sebagai pihak yang menerima wewenang (agen), maka muncul dua kepentingan yang berlawanan. Menurut Ross et al (2014 : 12) *agency problem* adalah benturan kepentingan antara pemilik dengan agennya.

Ade, Djoni dan Puput (2014) *agency cost* ada untuk memberikan keyakinan bahwa manajer tidak akan melakukan tindakan yang membebankan pemegang saham, maka perusahaan harus mengeluarkan biaya untuk memastikan bahwa perusahaan akan dikelola sesuai dengan kepentingan pemilik. Penggunaan *Free Cash Flow* seharusnya digunakan untuk aktivitas operasional maupun untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dalam bentuk pembayaran Dividen, namun kenyataannya seringkali manajer menggunakan *Free Cash Flow* menggunakannya untuk kepentingan pribadinya.

Free Cash Flow adalah uang tunai yang bebas didistribusikan oleh perusahaan ke kreditur dan pemegang saham karena uang tersebut tidak diperlukan untuk investasi dalam modal kerja dan asset tetap (Ross et al. 2014 : 38). Sedangkan menurut Brigham dan Houston (2011:65) *Free Cash Flow* (Arus kas bebas) merupakan pendistribusian ketersediaan arus kas kepada seluruh investor setelah seluruh investasinya ditempatkan pada kebutuhan dalam mempertahankan kegiatan operasi.

Syamsuddin (2013: 107) menyatakan bahwa *leverage* operasi merupakan kemampuan perusahaan di dalam menggunakan *fixed operating cost* untuk memperbesar pengaruh dari perubahan volume penjualan terhadap *earning before interest and taxes* (EBIT).

Operating risk perusahaan berkaitan dengan operasional *leverage* yang mana dalam kegiatan operasional perusahaan terdapat aktivitas operasi. Aktivitas yang diharapkan menghasilkan keuntungan itu merupakan pelaksanaan dari perencanaan strategi bisnis yang membutuhkan investasi atau pendanaan.

Menurut Martono & Harjito (2014:270) kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

Ross et al. (2014 : 38) menyatakan bahwa *Free Cash Flow* adalah uang tunai yang bebas didistribusikan oleh perusahaan ke kreditur dan pemegang saham karena uang tersebut tidak diperlukan untuk investasi dalam modal kerja dan asset tetap.

Oleh karena itu, dalam penelitian ini penulis melakukan penelitian yaitu *Operating Leverage* dengan indikator *Degree of Operating Leverage* (DOL) dan Kebijakan Dividen dengan indikator *Dividend Payout Ratio* (DPR) terhadap *Free Cash Flow*.

Struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari utang jangka panjang (*long term liabilities*) dan modal sendiri (*shareholders equity*) yang

menjadi sumber pembiayaan suatu perusahaan (Fahmi 2020:184). Menurut Brigham dan Houston (2006:6-7) dalam Fahmi (2020:186) menyatakan bahwa kebijakan struktur modal melibatkan adanya pertukaran rasio dan pengembalian : penggunaan lebih banyak utang akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham ; namun, penggunaan utang yang lebih besar biasanya akan menyebabkan terjadinya ekspektasi tingkat pengembalian atas ekuitas yang lebih tinggi.

Horne dan Wachowicz (2009) menyatakan bahwa *Operating Leverage* adalah penggunaan aktiva tetap yang mengakibatkan perusahaan membayar beban tetap. Biaya operasional tetap yang ditimbulkan penggunaan aktiva tetap ini mengharuskan perusahaan memiliki beban tetap yang tidak berubah meski terjadi perubahan aktivitas perusahaan.

Utang merupakan salah satu alternatif yang bisa dipergunakan untuk menurunkan *Free Cash Flow*. Pengurangan jumlah *Free Cash Flow* melalui utang terjadi manakala perusahaan melakukan pembayaran pokok dan bunga utang. Dengan melakukan utang, potensi kebangkrutan akan meningkat namun hal ini justru mendatangkan manfaat bagi pemegang saham karena akan memacu manajer bekerja lebih efisien.

Kebijakan hutang merupakan mekanisme untuk mengurangi *Free Cash Flow*. Menurut Ross et al (2014:38) maksud dari *Free Cash Flow* yang di distribusikan ke kreditur adalah bunga yang dibayar dikurangi pinjaman dengan pinjaman baru bersih.

Wu (2004) meneliti pengaruh kemampuan perusahaan menjalankan operasionalnya terhadap pembiayaan hutang dalam konteks masalah arus kas bebas. Dalam penelitian ini ia meneliti implikasi teori arus kas bebas dalam *Operating Leverage* dari perusahaan-perusahaan Jepang yang terdaftar. Penelitian ini berfokus secara khusus pada pengaruh antara *Operating Leverage* dan arus kas bebas. Hasil dari studi tersebut menunjukkan bahwa ada pengaruh negatif antara arus kas bebas dengan *Operating Leverage* dan hasilnya lebih banyak signifikan untuk perusahaan dengan pertumbuhan rendah daripada perusahaan yang pertumbuhan tinggi.

Menurut Ross et al (2014:38) maksud dari *Free Cash Flow* yang di distribusikan ke pemegang saham adalah dividen yang dibayar dikurangi ekuitas baru bersih yang diperoleh.

Earning per share (EPS) menurut Fahmi (2020:143) “ *earning per share* atau pendapatan per lembar saham adalah bentuk pemberian keuntungan yang diberikan kepada para pemegang saham dari setiap lembar saham yang dimiliki” . *Earning per share* adalah rasio yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba untuk setiap lembar saham yang beredar (Darmadji 2012: 139).

Menurut Indrayati dkk (2017) menunjukan bahwa *earning per share* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Adanya pengaruh signifikan *earning per share* terhadap *dividend payout ratio* menunjukkan bahwa peningkatan pada jumlah dividen yang akan dibayarkan. Peningkatan jumlah dividen yang dibayarkan menandakan bahwa laba bersih

perusahaan juga mengalami peningkatan.. Sehingga *earning per share* dapat digunakan pihak manajemen perusahaan maupun pihak investor untuk memprediksi jumlah dividen yang akan dibayarkan.

Menurut Musthafa (2017:143) *dividen payout ratio* merupakan perbandingan antara dividen yang dibayarkan dengan laba bersih. Semakin tinggi *dividen payout ratio*, akan menguntungkan bagi investor selaku pemegang saham, sebaliknya akan memperlemah *internal financial* perusahaan.

Menurut Martono & Harjito (2014:270) kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dilakukan dengan pengeluaran biaya yang cukup mahal, karena perusahaan harus menyediakan dana dalam jumlah besar untuk keperluan pembayaran dividen (Werner R.Murhadi 2018:4).

Pembayaran dividen khususnya *cash dividend* kepada para pemegang saham sangat tergantung pada posisi kas yang tersedia , posisi kas yang benar-benar tersedia bagi para pemegang saham akan tergambar pada *Free Cash Flow* yang dimiliki oleh perusahaan. Salah satunya untuk pembagian dividen interim , dividen interim adalah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan antara satu tahun buku dengan tahun buku berikutnya atau antara dividen final satu dengan dividen final berikutnya. Dividen interim bisa dibagikan lebih dari satu kali dalam satu tahun (Setia Mulyawan 2015 : 252-253).

“Perseroan dapat membagikan dividen interim sebelum tahun buku perseroan berakhir sepanjang diatur dalam anggaran dasar perseroan, dengan syarat jumlah

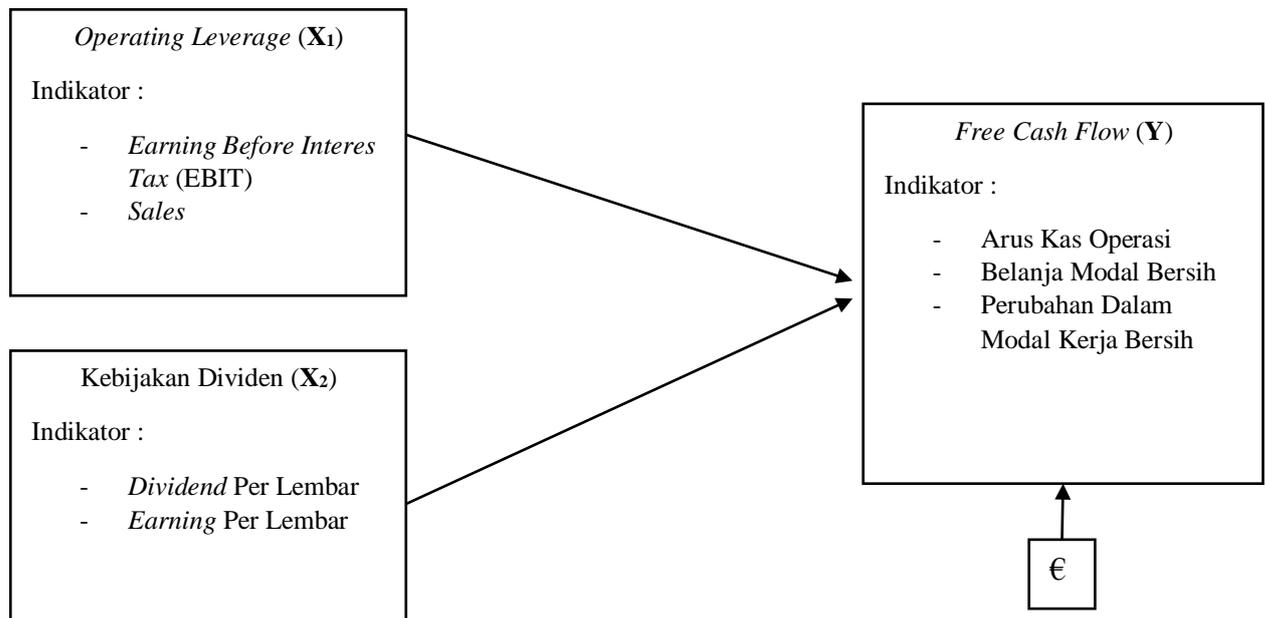
kekayaan bersih perseroan tidak menjadi lebih kecil daripada jumlah modal ditempatkan dan disetor ditambah cadangan wajib, dan tidak boleh mengganggu atau menyebabkan perseroan tidak dapat memenuhi kewajibannya pada kreditor atau mengganggu kegiatan perseroan”

Pasal 72 ayat 1,2, dan 3 Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas

Kargar dan Ahmadi (2013) pengaruh dividen terhadap *Free Cash Flow* terbukti berpengaruh positif tetapi tidak signifikan. Di sisi lain, pembagian tingkat dividen yang lebih tinggi dengan uang tunai akan mengurangi *Free Cash Flow* yang tersedia.

Hasil penelitian tentang pengaruh dividen terhadap *Free Cash Flow* membuktikan bahwa perusahaan tidak hanya kurang memperhatikan pada pengurangan biaya agensi dari *Free Cash Flow* saat memberi kebijakan dividen, tetapi juga hal lain yang harus dipertimbangkan seperti reaksi pasar terhadap pengumuman pembayaran dividen, pengendali pemegang saham dan faktor lainnya akan mempengaruhi keputusan ini.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dibuat kerangka pemikiran pada gambar berikut:



Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

Keterangan :

X₁ : *Operating Leverage*

X₂ : Kebijakan Dividen

Y : *Free Cash Flow*

€ : Faktor lain yang tidak diteliti penulis

————— : Koefisien jalur antara variable X dan Y

2.3 Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas maka, penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

1. *Operating Leverage* dan Kebijakan Dividen secara parsial berpengaruh terhadap *Free Cash Flow* .
2. *Operating Leverage* dan Kebijakan Dividen secara simultan berpengaruh terhadap *Free Cash Flow*.