

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

#### 2.1 Tinjauan Pustaka

##### 2.1.1 Leverage

###### 2.1.1.1 Definisi Leverage

Menurut Sjahrial (2009:147), *leverage* adalah penggunaan aktiva dan sumber dana oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) yang berarti bahwa sumber dana yang berasal dari pinjaman karena memiliki bunga yang harus dibayar sebagai beban tetap dengan tujuan agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham.

Menurut Syamsuddin (2001:89) *leverage* adalah kemampuan perusahaan untuk menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap (*fixed cost assets or funds*) untuk memperbesar tingkat penghasilan (*return*) bagi pemilik perusahaan.

Menurut Agus Sartono (2008:257) *leverage* adalah penggunaan aset dan sumber dana (*source of funds*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham.

Menurut Susan Irawati (2006:172) bahwa *leverage* adalah kebijakan yang ditentukan mengenai perolehan sumber dana ataupun menginvestasikan dana perusahaan dengan biaya tetap (harus dibayar) yang ditanggung oleh perusahaan.

Menurut Kasmir (2014:112) *Leverage* menunjukkan sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Perusahaan yang dikatakan sebagai perusahaan

dengan tingkat *leverage* yang tinggi adalah perusahaan yang memiliki utang lebih besar dari *equity*.

Pengertian *leverage* menurut Agus Sartono (2010:257) “*Leverage* adalah penggunaan *assets* dan sumber dana (*sources of funds*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham”.

Berdasarkan beberapa pengertian di atas maka dapat disimpulkan bahwa *leverage* merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang, yaitu memperoleh aktiva tetap dan sumber dana dengan adanya biaya tetap yang harus ditanggung perusahaan atau kemampuan perusahaan membayar seluruh kewajibannya baik jangka pendek maupun jangka panjang.

Rasio *leverage* ini membandingkan keseluruhan beban hutang perusahaan terhadap ekuitasnya. Rasio *leverage* ini sangat membantu manajemen maupun investor untuk memahami bagaimana tingkat risiko struktur modal pada perusahaannya. Menurut Kasmir (2014:150) pada dasarnya pengukuran rasio ini adalah dua pendekatan yaitu dengan mengukur rasio-rasio neraca dengan melihat sejauh mana pinjaman digunakan untuk permodalan dan melalui pendekatan laba rugi.

#### **2.1.1.2 Tujuan dan manfaat *Leverage***

Berikut adalah beberapa tujuan perusahaan menggunakan *leverage* menurut Kasmir (2013:153), diantaranya:

1. Untuk mengetahui posisi perusahaan terhadap kewajiban kepada pihak lainnya (kreditur);
2. Untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang bersifat tetap (seperti angsuran pinjaman termasuk bunga);
3. Untuk menilai keseimbangan antara nilai aktiva khususnya aktiva tetap dan modal;
4. Untuk menilai seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh utang;
5. Untuk menilai seberapa besar pengaruh utang perusahaan terhadap pengelolaan aktiva;
6. Untuk menilai atau mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang;
7. Untuk menilai berapa dana pinjaman yang segera akan ditagih, terdapat sekian kalinya modal sendiri yang dimiliki.

Sementara itu, manfaat dari *leverage* ini menurut Kasmir (2013:154) adalah:

1. Untuk menganalisis kemampuan posisi perusahaan terhadap kewajiban kepada pihak lainnya;
2. Untuk menganalisis kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang bersifat tetap (seperti angsuran pinjaman termasuk bunga);
3. Untuk menganalisis keseimbangan antara nilai aktiva khususnya aktiva tetap dan modal;
4. Untuk menganalisis seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh utang;
5. Untuk menganalisis seberapa besar utang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva;

6. Untuk menganalisis berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang;
7. Untuk menganalisis berapa dana pinjaman yang segera akan ditagih, ada terdapat sekian kalinya modal sendiri.

### **2.1.1.3 Jenis-jenis *Leverage***

Terdapat 3 jenis *leverage* yang diungkapkan oleh Hanafi (2004:327) diantaranya yaitu: *Operating Leverage*, *Financial Leverage* dan *Combination Leverage*.

Berikut ini penjelasan mengenai ketiga jenis *leverage* tersebut:

#### **1. *Leverage* Operasi (*Operating Leverage*)**

Menurut Syamsuddin (2013:107), *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).

*Leverage* operasi timbul sebagai akibat dari adanya beban tetap yang ditanggung dalam operasional perusahaan. Perusahaan yang memiliki biaya operasi tetap atau biaya modal tetap, maka menggunakan *leverage*. Dengan 30 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.

*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:

Analisis *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.

## 2. *Leverage* Keuangan (*Financial Leverage*)

*Financial leverage* adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan beranggapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar dari pada beban tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham.

Kebijakan perusahaan mendapatkan modal pinjaman dari luar ditinjau dari bidang manajemen keuangan merupakan penerapan *financial leverage* dimana perusahaan membiayai kegiatannya dengan menggunakan modal pinjaman serta menanggung suatu beban tetap yang bertujuan untuk meningkatkan laba per lembar saham.

*Financial leverage* timbul karena adanya kewajiban finansial yang sifatnya tetap (*fixed financial charges*) yang harus dikeluarkan perusahaan. Kewajiban finansial yang tetap ini tidaklah berubah dengan adanya perubahan

tingkat EBIT dan harus di bayar tanpa melihat sebesar apapun tingkat EBIT yang dicapai perusahaan.

Besar kecilnya *leverage financial* dihitung dengan DFL (*Degree of financial leverage*). DFL menunjukkan seberapa jauh perubahan EPS karena perubahan tertentu dari EBIT. Makin besar DFL-nya, maka makin besar risiko finansial perusahaan tersebut. Dan perusahaan yang memiliki DFL yang tinggi adalah perusahaan yang mempunyai utang dalam proporsi yang lebih besar. DFL (*Degree of financial leverage*) dapat diperoleh dengan rumus berikut ini:

DFL yang besar menunjukkan bahwa perubahan tingkat EBIT akan menghasilkan perubahan yang besar pada laba bersih (EAT) atau pendapatan per lembar saham (EPS). Pada kenyataannya, beban tetap bunga ini dapat berupa beban seluruh utang atau obligasi yang ada dan biaya deviden untuk saham preferen yang memiliki beban pembayaran tetap setelah perhitungan sebelum pajak.

### 3. *Leverage* Gabungan (*Combination Leverage*)

*Leverage* gabungan merupakan pengaruh perubahan penjualan terhadap perubahan laba setelah pajak untuk mengukur secara langsung efek perubahan penjualan terhadap perubahan laba rugi pemegang saham dengan *Degree of Combine Leverage* (DCL) yang didefinisikan sebagai persentase perubahan pendapatan per lembar saham sebagai akibat persentase perubahan dalam unit yang terjual.

*Combination leverage* terjadi jika perusahaan memiliki baik *operating leverage* maupun *financial leverage* dalam usahanya untuk meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham biasa.

#### 2.1.1.4 Pengukuran *Leverage*

Fahmi (2020:131) mengatakan *leverage* secara umum ada 7(tujuh) yaitu: *Debt to Total Assets* atau *Debt Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, *Times Interest Earned*, *Cash Flow Coverage*, *Long-Term Debt to Total Capitalization*, *Fixed Charge Coverage*.

##### 1. *Debt to Total Assets* atau *Debt Ratio*

Menurut Fahmi (2020:132) *Debt to Total Assets* atau *Debt Ratio* ini disebut juga sebagai rasio yang melihat perbandingan utang perusahaan, yaitu diperoleh dari perbandingan total utang dibagi dengan total aset. Adapun rumus *debt to total assets* atau *debt ratio* :

$$\text{Debt to Assets (DAR)} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Asset}}$$

Keterangan :

Total *Liabilities* : Total Utang

Total *Assets* : Total *Asset*

##### 2. *Debt to Equity Ratio*

Menurut Thamrin (2012:52) *Debt to Equity Ratio* (DER) mengukur sejauh mana modal perusahaan dibiayai oleh pinjaman. Sehingga semakin besar nilai DER dapat memperbesar tanggungan perusahaan, tetapi sebagian investor justru memiliki pandangan bahwa perusahaan yang tumbuh akan memerlukan hutang sebagai dana tambahan untuk memenuhi pendanaan pada perusahaan, dimana

pendanaan tidak cukup hanya dari modal sendiri. Mengatakan bahwa rumus *debt to equity ratio* adalah:

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equity}}$$

Keterangan :

Total *Liabilities* : Total Utang

Total *Equity* : Total Ekuitas/Modal

### 3. *Times Interest Earned*

Menurut Sartono (2010:120) *Time interest earned ratio*, adalah rasio antara laba sebelum pajak dan bunga (EBIT) dengan beban bunga. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan memenuhi beban tetapnya berupa bunga, atau mengukur seberapa jauh laba dapat berkurang tanpa perusahaan mengalami kesulitan keuangan karena tidak mampu membayar bunga. Rumus:

$$\text{Times Interest Earned} = \frac{\text{Earning Before Interest Tax (EBIT)}}{\text{Interest Expense}}$$

Keterangan :

*Earning Before Interest Tax (EBIT)* : Laba Sebelum Bunga dan Pajak

*Interest Expense* : Beban Bunga

### 4. *Cash Flow Coverage*

Menurut Sartono (2010:120) *Fixed charge coverage ratio*, mengukur berapa besar kemampuan perusahaan untuk menutup beban tetapnya termasuk

pembayaran dividen saham preferen, bunga, angsuran pinjaman, dan sewa. Karena tidak jarang perusahaan menyewa aktivitya dari perusahaan leasing dan harus membayar angsuran tertentu.

*Cash Flow Coverage* =

$$\frac{\text{Fixed Cost}}{\frac{\text{Aliran Kas Masuk} + \text{Depreciation}}{\frac{\text{Deviden saham preferen}}{(1 - \text{Tax})} + \frac{\text{Deviden saham preferen}}{(1 - \text{Tax})}}}$$

Keterangan:

*Depreciation* : Depresiasi atau penyusutan

*Fixed Cost* : Beban Tetap

*Tax* : Pajak

##### 5. *Long-Term Debt to Total Capitalization*

Menurut Fahmi (2020:136) *Long-term debt to total capitalization* disebut juga dengan utang jangka panjang/total kapitalisasi. *Long-term debt* merupakan sumber dana pinjaman yang bersumber dari utang jangka panjang, seperti obligasi dan lain sebagainya. Adapun rumus *long-term debt to total capitalization* adalah:

*Long – term Debt to Capitalization* =

$$\frac{\text{Long – term Debt}}{\text{Long – term Debt} + \text{Ekuitas Pemegang Saham}}$$

##### 6. *Fixed Charge Coverage*

Menurut Fahmi (2020:136) *Fixed charge coverage* disebut juga dengan rasio penutup beban tetap. Rasio menutup beban tetap dengan ukuran yang lebih luas dari kemampuan perusahaan untuk menutup beban tetap dibandingkan

dengan rasio kelipatan pembayaran bunga karena termasuk pembayaran bunga karena termasuk beban bunga tetap yang berkenaan dengan sewa guna usaha.

$$\text{Fixed Charge Coverage} = \frac{\text{Laba Usaha} + \text{Beban Usaha}}{\text{Beban Bunga} + \text{Beban Sewa}}$$

## 7. Cash Flow Adequacy

Menurut Fahmi (2020:136) *Cash Flow Adequacy* disebut juga dengan rasio kecukupan arus kas. Kecukupan arus kas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan menutup pengeluaran modal, modal jangka panjang, dan pembayaran dividen setiap tahunnya. Adapun rumus *cash flow adequacy* adalah

$$\text{Cash Flow Adequacy} = \frac{\text{Arus Kas dari Aktivitas Operasi}}{\text{Pengeluaran Modal} + \text{Pelunasan Utang} + \text{Bayar Dividen}}$$

Adapun indikator yang digunakan penulis dalam mengukur *leverage* adalah *debt to equity ratio*, alasan kenapa memilih menggunakan *debt to equity ratio* dalam penelitian ini karena dapat mengukur utang sebagai sumber pembiayaan perusahaan dan dapat menjadi acuan investor dalam menilai baik buruknya perusahaan yang dinilai dari besarnya pinjaman atau utang.

### 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 deviden saham ini adalah karena perusahaan ingin mengkapitalisasi secara permanen sebagian dari laba ushaanya.
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 deviden, maka akan berdampak pada sumber dana intern atau *internal financing* karena berkurangnya sumber dana tersebut.

### **2.1.2.3 Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Deviden**

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 membuat 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, dikarenakan 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 direalisasi (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 *devident payout rasio* sebagai indikator karena dapat melihat *presentase* perusahaan dalam membagikan dividennya. Menurut I Made Sudana (2011:24) rumus menghitung dividen payout ratio adalah :

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{dividen per lembar saham (DPS)}}{\text{laba per lembar saham (EPS)}}$$

##### 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:

$$\text{DPS} = \frac{\text{Jumlah dividen yang dibagikan}}{\text{Jumlah lembar saham yang beredar}}$$

## 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:

$$\text{EPS} = \frac{\text{EAT (Pendapatan setelah pajak)}}{\text{Jsb Jumlah saham yang beredar}}$$

### 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 Putra (2017) Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran utang, dan deviden. 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 deviden yang dibagikan tidak sekedar strategi menyiasati 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 kenyataannya 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.  $FCF = NOPAT - \text{investasi bersih pada modal operasi}$ .

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:

$$FCF = AKO - NCS - NWC$$

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.

## 2.2 Kerangka Pemikiran

*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 deviden, 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.

Oleh karena itu, dalam penelitian ini penulis melakukan penelitian yaitu *Leverage* dengan indikator *Debt to Equity Ratio* (DER) dan Kebijakan Dividen dengan indikator *Devidend 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.

Menurut Kasmir (2017:157-158) menyatakan bahwa *debt to equity ratio* (DER) adalah rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar dengan seluruh ekuitas. Akan tetapi, *debt to equity ratio* untuk setiap perusahaan tentu berbeda beda, tergantung karakteristik bisnis dan keberagaman arus kasnya. Indikator yang digunakan dalam *debt to equity ratio* dengan perbandingan antara total utang dengan total ekuitas (Kasmir 2017:158).

Pengertian *leverage* menurut Kasmir (2014 : 112) “*Leverage* menunjukkan sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Perusahaan yang memiliki

utang lebih besar dari equity dikatakan sebagai perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi”.

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.

Menurut Kargar dan Ahmadi (2013) *leverage* dianggap sebagai mekanisme pengendalian yang lebih baik mengenai biaya agensi *free cash flow*. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan rendah, menunjukkan pengaruh positif dan signifikan *leverage* terhadap *free cash flow*, sedangkan untuk perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi, positif tetapi tidak signifikan . Penggunaan pembiayaan melalui pinjaman oleh mekanisme pemantauan kreditor, dapat mengontrol biaya agensi dari *free cash flow*.

Wu (2004) meneliti pengaruh struktur kepemilikan terhadap pembiayaan hutang dalam konteks masalah arus kas bebas. Dalam penelitian ini ia meneliti implikasi teori arus kas bebas dalam struktur modal dari perusahaan-perusahaan Jepang yang terdaftar. Penelitian ini berfokus secara khusus pada pengaruh antara

*leverage* dan arus kas bebas. Hasil dari studi tersebut menunjukkan bahwa ada pengaruh negatif antara arus kas bebas dengan hutang dan hasilnya lebih banyak signifikan untuk perusahaan dengan pertumbuhan rendah daripada perusahaan yang pertumbuhan tinggi. Wu berpendapat bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah itu berkecil hati oleh kepemilikan intuisi karena mereka harus mengkompensasi hutang mereka. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur permodalan memiliki peran disipliner dalam mengurangi masalah arus kas bebas.

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) menunjukkan 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.

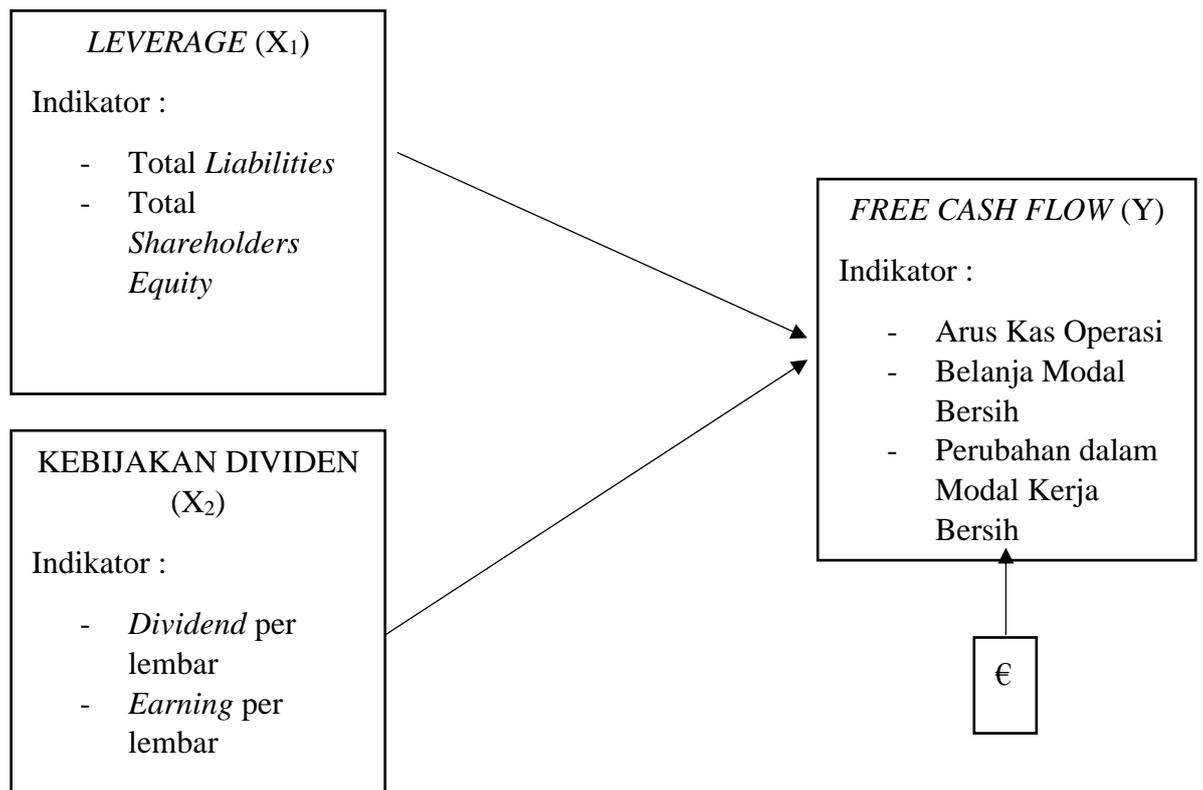
Menurut Martono & Harjito (2014:270) kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang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

**Keterangan :**

- X<sub>1</sub> : *Leverage*  
 X<sub>2</sub> : 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. *Leverage* dan Kebijakan Dividen secara parsial berpengaruh positif terhadap *Free Cash Flow* .

2. *Leverage* dan Kebijakan Dividen secara simultan berpengaruh positif terhadap *Free Cash Flow*.

