

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 *Leverage*

2.1.1.1 Definisi *Leverage*

Beberapa definisi *leverage* penulis temukan dalam berbagai sumber, diantaranya pendapat 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) *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*.

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) 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 (2014), 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 (2014) 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 Hanifi (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 =

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

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:

$$\text{Long - term Debt to Capitalization} = \frac{\text{Long - term Debt}}{\text{Long - term Debt} + \text{Ekuitas Pemegang Saham}}$$

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:

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

Pada penelitian ini, penulis akan menggunakan indikator 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. Sependapat dengan hal tersebut Halim (2015:18) menyatakan bahwa 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 sehingga berpengaruh pada kondisi *free cash flow* perusahaan.

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 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 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:

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

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

Free Cash Flow merupakan indikator penting yang menunjukkan seberapa banyak kas yang dihasilkan oleh perusahaan setelah mengeluarkan biaya untuk investasi pada aset tetap dan modal kerja. Ini mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas yang dapat digunakan untuk membayar utang, dividen, dan melakukan ekspansi.

Free cash flow juga dapat Mengevaluasi Kebijakan Keuangan, dengan menganalisis *free cash flow*, manajemen dan investor dapat mengevaluasi efektivitas kebijakan keuangan perusahaan, termasuk keputusan investasi, pembiayaan, dan dividen. *Free cash flow* yang sehat menunjukkan bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas finansial yang baik, karena menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kas yang cukup untuk memenuhi kewajiban dan mendanai pertumbuhan tanpa harus bergantung pada pembiayaan eksternal.

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 deviden.
2. Perusahaan memiliki kesempatan yang luas untuk menangkap peluang investasi.
3. Menunjukkan kepada investor bahwa deviden 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 kenyataannya pemegang saham dan manajer mengharapkan agar *free cash flow* perusahaan dapat memberikan wawasan mendalam tentang dinamika keuangan perusahaan. Ini membantu dalam mengevaluasi kinerja, mengelola risiko, dan membuat keputusan strategis yang dapat meningkatkan nilai perusahaan dan memberikan kepercayaan kepada investor. Melalui analisis ini, perusahaan dapat mencapai keseimbangan yang optimal antara pertumbuhan, profitabilitas, dan stabilitas keuangan.

2.1.3.3 Elemen-elemen *Free Cash Flow*

Elemen-elemen dalam laporan arus kas bebas menurut Harahap (2011:260) dijabarkan dalam beberapa kegiatan, diantaranya:

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.

Selain arus kas penerimaan, ada pula kegiatan operasi perusahaan berupa pengeluaran arus kas. 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* tedapat 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*, menurut Ross et. al. (2014:36) free cash flow ini memiliki tiga komponen perhitungan 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).

Berdasarkan Ross et. al. (2014: 38) dalam menentukan free cash flow dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut.

$$FCF = AKO - NCS - NWC$$

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

Berdasarkan sumber lain, dalam Mudrika (2014) menyatakan bahwa dalam pengukuran *free cash flow* perusahaan ada beberapa hal yang harus diperhatikan diantaranya 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. Studi Empiris

Sejalan dengan uraian diatas, penelitian yang akan digunakan oleh peneliti merujuk kepada penelitian sebelumnya antara lain:

1. 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 saham, hal ini menunjukkan bahwa naiknya kebijakan dividen akan diikuti dengan kenaikan harga saham, sebaliknya turunnya kebijakan dividen maka harga saham akan ikut menurun.

2. 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.
3. 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.
4. 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*.
5. 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.

6. 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.
7. 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.
8. 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.

9. 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 saham, hal ini menunjukkan bahwa naiknya kebijakan dividen akan diikuti dengan kenaikan harga saham, sebaliknya turunnya kebijakan dividen maka harga saham akan ikut menurun.
10. 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.
11. 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.

12. 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.
13. Menurut Rawiyatul Hasana, Ronny Malavia Mardani, Budi Wahon4o (2018) Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas, dan *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan *Food and Beverage* Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2016 bahwa semua variabel berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan Manufaktur di BEI.
14. Menurut Rosmiati Tarmizi, Tia Agnes (2016) Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen yang diprosikan dengan *Dividend Payout Ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi, maka manajer akan cenderung membayar dividen yang rendah kepada para pemegang saham dan manajer lebih baik mengalokasikan laba yang diperoleh untuk dijadikan sebagai laba ditahan daripada membagikannya sebagai dividen dengan alasan sumber dana internal lebih efisien dibandingkan dengan sumber dana eksternal. *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diprosikan dengan *Dividend Payout Ratio*. Semakin tinggi free cash flow maka semakin tinggi pula dividen yang dibagikan. Hal ini dilakukan untuk mencegah pihak manajemen menggunakan *free cash flow* untuk hal – hal yang tidak sesuai

dengan keinginan pemegang saham, maka *free cash flow* yang tinggi akan menyebabkan dividen tinggi pula.

Tabel 1.1
Perbedaan dan Persamaan Penelitian Terdahulu dengan Rencana Penelitian
Penulis

No	Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Rawiyatul Hasana, Ronny Malavia Mardani, Budi Wahon4o (2018)	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> , Profitabilitas, Likuiditas, dan <i>Leverage</i> Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan <i>Food and Beverage</i> Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2016	Dari hasil penelitian dapat diperoleh kesimpulan bahwa: Variabel <i>Free Cash Flow</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan <i>Food and Beverage</i> yang terdaftar di BEI. Variabel Profitabilitas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan <i>Food and Beverage</i> yang terdaftar di BEI. Variabel Likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan <i>Food and Beverage</i> yang terdaftar di BEI. Variabel <i>Leverage</i> berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan <i>Food and Beverage</i> yang terdaftar di BEI.
2.	Rosmiati Tarmizi, Tia Agnes (2016)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, <i>Free Cash Flow</i> dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen pada	Dari hasil penelitian dapat diperoleh kesimpulan bahwa: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan <i>Dividend Payout Ratio</i> . Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi, maka manajer akan cenderung membayar dividen yang rendah kepada para pemegang saham dan manajer lebih baik

mengalokasikan laba yang diperoleh untuk dijadikan sebagai laba ditahan

No	Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
		Perusahaan Manufaktur Go Public yang terdaftar di BEI (Periode 2010-2013)	<p>daripada membagikannya sebagai dividen dengan alasan sumber dana internal lebih efisien dibandingkan dengan sumber dana eksternal. Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diprosikan dengan <i>Dividend Payout Ratio</i>. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional tinggi mampu menganalisis evaluasi kinerja perusahaan yang lebih baik dan dapat mengontrol kinerja para manajer yang lebih kuat sehingga manajer akan menunjukkan kinerja yang baik serta dapat meningkatkan keuntungan perusahaan dan berdampak pada kebijakan dividen. <i>Free Cash Flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diprosikan dengan <i>Dividend Payout Ratio</i>. Semakin tinggi free cash flow maka semakin tinggi pula dividen yang dibagikan. Hal ini dilakukan untuk mencegah pihak manajemen menggunakan <i>free cash flow</i> untuk hal – hal yang tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham, maka free cash flow yang tinggi akan menyebabkan dividen tinggi pula. Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diprosikan dengan <i>Dividend Payout Ratio</i>. Semakin tinggi ROA maka dividen yang dibagikan semakin besar. Dengan kata lain,</p>

semakin besar keuntungan yang diperoleh semakin besar kemampuan perusahaan membayar dividen.

No	Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
3	Izzarah Zahrah, Lailatul Amanah (2017)	Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Free Cash Flow, dan <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Kebijakan Dividen	<p>Dari hasil penelitian dapat diperoleh kesimpulan bahwa:</p> <p>Variabel Return on Asset memiliki tingkat signifikan yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan dan arah regresi positif sehingga hipotesis diterima dan dapat disimpulkan bahwa <i>Return on Asset</i> berpengaruh positif terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>.</p> <p>Variabel <i>Debt to Equity Ratio</i> memiliki tingkat signifikan yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan dan arah regresinya negatif sehingga hipotesis ditolak dan dapat disimpulkan bahwa <i>Debt to Equity</i> tidak berpengaruh terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>.</p> <p>Variabel <i>Free Cash Flow</i> memiliki tingkat signifikan yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan dan arah regresinya positif sehingga hipotesis diterima dan dapat disimpulkan bahwa <i>Free Cash Flow</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>.</p> <p>Variabel <i>Investment Opportunity set</i> memiliki tingkat signifikan yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditentukan dan arah regresinya positif sehingga hipotesis ditolak dan dapat disimpulkan bahwa <i>Investment Opportunity</i> tidak berpengaruh terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>.</p>

4.	Andre Hand Prasetya, Fitri Yani Jalil (2020)	Pengaruh <i>Free Cash Flow, Leverage</i> , Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen	<p>Dari hasil penelitian dapat diperoleh kesimpulan bahwa: <i>Free cash flow</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Utama dan Gayatri (2018) dan Arilaha (2009). <i>Leverage</i> berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Lestari dan Sulistyawati (2017) dan Harun dan Jeandry (2018). Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Arjana dan Saputra (2017) dan Harun dan Jeandry (2018).</p>
5	Ni Komang Ayu Purnama Sari, I Gusti Ayu Nyoman Budiasih (2016)	Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Instutusional, Free Cash Flow dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen	<p>Dari hasil penelitian dapat diperoleh kesimpulan bahwa: Kepemilikan Managerial berpengaruh pada kebijakan dividen dan berarah negatif. Hasil ini menyatakan bahwa Kepemilikan Managerial yang memiliki peningkatan akan menyebabkan terjadinya penurunan pada pembagian dividen yang akan dibagikan. Dalam hal ini pihak manajemen yang juga sebagai bagian dari pemilik perusahaan memandang bahwa laba yang dihasilkan perusahaan lebih baik untuk diinvestasikan karena memiliki profit yang besar dan dapat menguntungkan perusahaan. Kebijakan Dividen tidak dipengaruhi oleh faktor kepemilikan oleh institusional. Hal tersebut menunjukkan dengan adanya peningkatan dari Kepemilikan oleh Institusional akan menyebabkan terjadinya penurunan kebijakan dividen. Meningkatnya kepemilikan institusional terhadap perusahaan maka menyebabkan kontrol eksternal menjadi semakin kuat pada perusahaan dan dapat menyebabkan biaya berkurang serta cenderung menghasilkan dividen dalam</p>

			dalam jumlah rendah. <i>Free Cash Flow</i> memiliki pengaruh pada kebijakan dividen dan berarah positif. Hasil ini menunjukkan peningkatan <i>free cash flow</i> akan menyebabkan terjadinya peningkatan dividen. Profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan pada kebijakan dividen. Profitabilitas yang meningkat akan menyebabkan terjadinya kenaikan dividen.
6	Eyup Kadioglu and Ender Aykut Yilmaz (2017).	<i>Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey?</i>	Hipotesis arus kas bebas berpendapat bahwa pembiayaan hutang dan pembayaran dividen diperlukan untuk menjaga arus kas bebas di bawah kendali dan dengan demikian, menyelaraskan kepentingan manajer dengan para pemegang saham. Menurut hasil regresi panel efek tetap, 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.
7	Michael Christian Hernomo (2017).	Pengaruh Profitabilitas, <i>Leverage</i> dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.	Hasil pengujian menunjukkan bahwa ROA, DER, dan DPR secara simultan berpengaruh PBV pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI periode tahun 2009-2013.
8	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.	<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> .
9	Titin Sumarni dan Ely Kartikaningdyah (2018).	Pengaruh <i>dividend payout ratio</i> dan <i>leverage</i> terhadap <i>free cash flow</i> .	<i>Leverage</i> dengan menggunakan indikator <i>debt to equity ratio</i> (DER) berpengaruh negatif terhadap <i>free cash flow</i> .

10	Irma Kurnia Fitri dan Imas Purnamasari (2018).	Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap harga saham.	Kebijakan dividen terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham.
11	Aditya Damarjati, Fuad (2018).	Pengaruh <i>leverage</i> , <i>debt maturity</i> , kebijakan dividen dan <i>cash holding</i> terhadap 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.
12	Andreas Nelwan dan Joy E. Tulung (2018).	Pengaruh kebijakan dividen, keputusan pendanaan dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.	Kebijakan Dividen dengan menggunakan <i>Dividen Payout Ratio</i> (DPR) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan.
13	David Yecham Aharon, Yoram Kroll dan Sivan Riff (2019).	<i>Degree of free cash flow leverage</i> .	Hasil penelitian yaitu berbeda dengan hipotesis <i>tradeoff leverage</i> operasi vs <i>leverage</i> keuangan, kemungkinan bahwa perusahaan akan memperoleh FCF yang diharapkan lebih tinggi dengan risiko yang lebih rendah secara bersamaan meningkatkan (mengurangi) <i>leverage</i> operasi dan keuangan.
14	Dayong Zhang, Hong Cao, David G Dickinson dan Ali M Kutun (2016).	<i>Free Cash Flow and overinvestment : futher evidence from Chinese energy firms</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 investasi berlebihan.
15	Raja Wulandari dan Catur Fatchu Ukhriyawati (2016).	Pengaruh likuiditas, <i>leverage</i> dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan.	Secara parsial <i>leverage</i> yang diproyeksikan oleh <i>debt to assets</i> ratio (DAR) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.
GUGUN GUNAWAN (2024) : Pengaruh Leverage dan Kebijakan Dividen Terhadap <i>Free Cash Flow</i> (Survei pada Perusahaan Manufaktur sub sektor Food and Beverage yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2022)			

2.2 Kerangka Pemikiran

Free Cash Flow merupakan gambaran perusahaan dari arus kas yang tersedia untuk perusahaan dalam suatu periode akuntansi, setelah dikurangi dengan biaya operasional dan pengeluaran lainnya. Semakin bertambah besarnya free cash flow yang ada pada sebuah perusahaan, diduga perusahaan tersebut memiliki sejumlah kas yang tersedia untuk dapat dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham. Semakin meningkatnya *free cash flow* akan memberikan dampak peningkatan dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham.

Perusahaan yang memiliki *free cash flow* memiliki kemungkinan besar untuk membagikan dividennya. Jika suatu perusahaan memiliki aliran *free cash flow*, maka perusahaan dianggap mempunyai fleksibilitas keuangan yang memuaskan. Sehingga perusahaan yang memiliki *free cash flow* mempunyai kemungkinan besar untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Paramita (2015) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. 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). 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 (2014) 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 2014).

Pengertian *leverage* menurut Kasmir (2014) “*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).

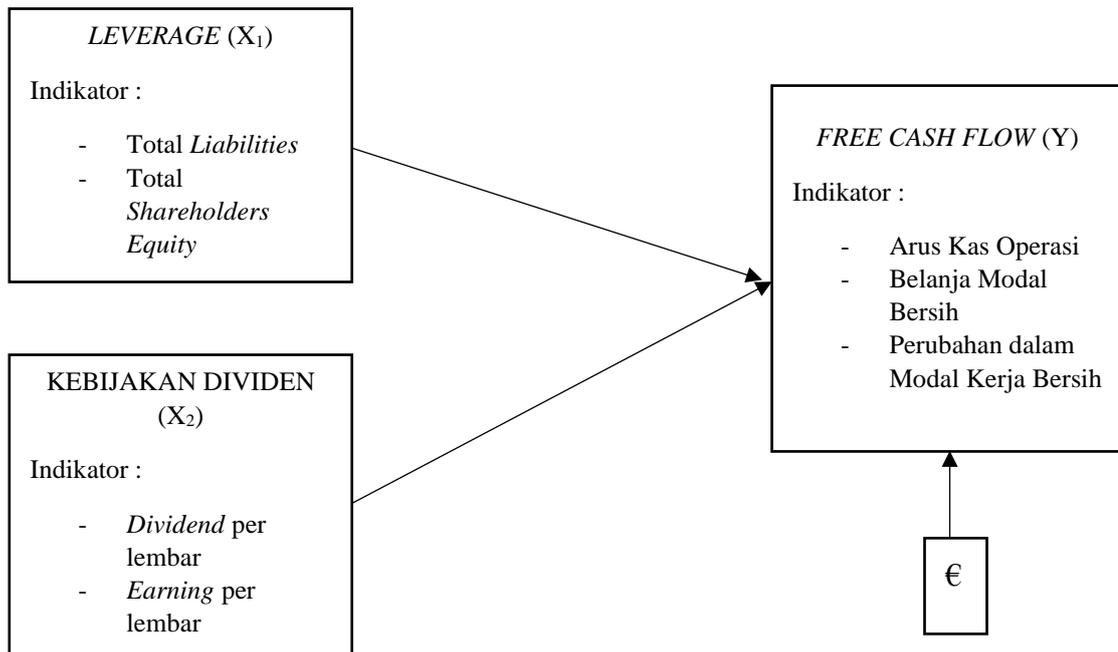
Pembayaran dividen khususnya *cash dividend* kepada para pemegang saham sangat tergantung pada posisi kas yang tersedia, posisi kas yang benar-benar tersedia bagi para pemegang saham akan tergambar pada *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan. Salah satunya untuk pembagian dividen interim, dividen 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.

Perusahaan yang memiliki *free cash flow* memiliki kemungkinan besar untuk membagikan dividennya. Jika suatu perusahaan memiliki aliran *free cash flow*, maka perusahaan dianggap mempunyai fleksibilitas keuangan yang memuaskan. Sehingga perusahaan yang memiliki *free cash flow* mempunyai kemungkinan besar untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham. Sehingga dengan adanya kebijakan dividen yang diambil dengan mempertimbangan *leverage*/utang perusahaan akan berpengaruh terhadap kondisi *free cash flow* perusahaan.

Berdasarkan kerangka berpikir di atas, maka dapat dibuat gambaran penelitain ini sebagai berikut:



Gambar 2.1
Skema Kerangka Pemikiran

Keterangan :

- X₁ : *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. *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*.