**BAB II**

**KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS**

**2.1 Kajian Pustaka**

**2.1.1 Investasi (*Investment)***

**2.1.1.1 Pengertian Investasi (*Investment)***

Pengertian investasi menurut Henry Faizal Noor (2014:2) adalah sebagai berikut:

“Investasi adalah kegiatan mengalokasikan atau menanamkan sumber daya (*resources*) saat ini (sekarang), dengan harapan mendapatkan manfaat dikemudian hari (masa datang).”

Disamping itu, Mulyadi (2001:284) mendefinisikan investasi sebagai berikut:

“ Investasi adalah pengaitan sumber-sumber dalam jangka panjang untuk menghasilkan laba di masa yang akan datang.”

Sugiono dan Ishak (2015) menyatakan bahwa:

“Investasi adalah pengeluaran saat dimana hasil yang diharapkan dari pengeluaran tersebut baru diterima lebih dari1 tahunmendatang, yang artinya pengeluaran saat ini adalah sesuatu yang pasti sedangkan hasil yang diterima di tahun-tahun mendatang adalah sesuatu yang penuh ketidakpastian”.

Menurut Martono dan D. Agus Harjito (2002:138) menyatakan bahwa:

“Investasi merupakan penanaman dan yang dilakukan oleh suatu perusahaan ke dalam suatu aktiva dengan harapan memperoleh pendapatan di masa yang akan datang”.

Pengertian Investasi menurut Hikmah dan Astuti (2013) adalah:

“Investasi secara umum diartikan sebagai keputusan mengeluarkan dana saat sekarang untuk membeli aktiva riil (tanah, rumah, mobil dan sebagainya) atau aktiva keuangan (saham, obligasi, reksadana, wesel, dan sebagainya) dengan tujuan untuk mendapatkan penghasilan yang lebih besar dimasa yang akan datang”.

Dari berbagai penelitian investasi di atas, dapat dikemukakan bahwa investasi merupakan penambahan aktiva yang digunakan entitas untuk menghasilkan penerimaan yang diharapkan akan diterima dimasa yang akan datang meskipun ada resiko bawaan (*inherent risk*) didalam investasi tersebut.

**2.1.1.2 Jenis-jenis Investasi**

Menurut Jogiyanto (2007:8) jenis-jenis investasi adalah sebagai berikut :

1. Investasi Langsung
2. Investasi Tidak Langsung

Adapun penjelasan mengenai jenis-jenis investasi tersebut adalah sebagai berikut :

1. Investasi Langsung

Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjual-belikan dipasar uang, pasar modal, atau pasar turunan. Investasi langsung juga dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang tidak dapat diperjual-belikan. Aktiva keuangan yang tidak dapat diperjual-belikan biasanya diperoleh melalui bank komersial. Investasi dilakukan dengan harapan akan mendapatkan keuntungan berupa dividen, *capital gain*, maupun bunga.

1. Investasi Tidak Langsung

Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolionya.

**2.1.1.3 Pentingnya Investasi**

Setiap perusahaan memerlukan investasi yang digunakan untuk memperlancar operasi perusahaan. Menurut Sutrisno (2012:121), perencanaan terhadap keputusan investasi ini sangat penting karena beberapa hal sebagai berikut :

1. Dana yang dikeluarkan untuk keperluan investasi sangat besar dan jumlah dana yang besar tersebut tidak dapat diperoleh kembali dalam jangka pendek atau diperoleh sekaligus .
2. Dana yang dikeluarkan akan terikat dalam jangka waktu panjang, sehingga perusahaan harus menunggu selama jangka waktu cukup lama untuk dapat memperoleh kembali dana tersebut. Dengan demikian akan mempengaruhi penyediaan dana untuk keprluan lain.
3. Keputusan investasi menyangkut harapan terhadap hasil keuntungan dimasa yang akan datang. Kesalahan dalam mengadakan peramalan akan mengakibatkan terjadinya *over* dan *underinvestment*, yang akhirnya akan merugikan perusahaan.
4. Keputusan investasi berjangka panjang, sehingga kesalahan dalam pengambilan keputusan akan mempunyai akibat yang panjang dan berat, serta kesalahan dalam keputusan ini tidak dapat diperbaiki tanpa adanya kerugian yang besar.

Dalam kegiatan perusahaan, investasi dilakukan dengan cara *capital expenditure* atau belanja modal. *Capital expenditure* merupakan biaya-biaya yang dikeluarkan dalam rangka memperoleh asset tetap, meingkatkan operasional, dan kapasitas produktif asset tetap, serta memperpanjang masa manfaat asset tetap (Herry, 2015:270).

**2.1.1.4 Pengertian Aktiva Tetap**

Aktiva tetap merupakan salah satu komponen terpenting dari aktiva, terkadang aktiva tetap suatu perusahaan memiliki porsi lebih dari 40% dari total aktiva secara keseluruhan.

Menurut S. Munawir (2002:139) pengertian aktiva tetap, yaitu:

“Aktiva tetap adalah aktiva berwujud yang mempunyai umur relatif permanen (memberikan manfaat kepada perusahaan selama bertahun-tahun yang dimiliki dan digunakan untuk operasi sehari-hari dalam rangka kegiatan normal dan tidak dimaksudkan untuk dijual kembali (bukan barang dagangan) serta nilainya relatif material).”

Menurut Mulyadi (2001:591) menyatakan bahwa, “Aktiva tetap adalah kekayaan perusahaan yang memiliki wujud, mempunyai manfaat ekonomis lebih dari satu tahun, dan diperoleh perusahaan untuk melaksanakan kegiatan perusahaan, bukan untuk dijual kembali.”

Menurut Pedoman Standar Akuntansi Keuangan (2012:16) menyatakan bahwa:

“Aktiva tetap adalah aktiva berwujud yang dimiliki untuk digunakan dalam produksi atau penyediaan barang atau jasa untuk direntalkan kepada pihak lain, tujuan administratif dan diperkirakan untuk digunakan selama lebih dari satu periode.”

Dari beberapa pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa aktiva tetap merupakan investasi yang dilakukan oleh perusahaan dalam jangka panjang (lebih dari satu tahun) yang bertujuan tidak untuk dijual kembali melainkan untuk digunakan dalam kegiatan operasional perusahaan.

**2.1.1.5 Klasifikasi Aktiva Tetap**

Aktiva tetap yang dimiliki perusahaan sangat beragam, sehingga untuk membedakannya diperlukan pengklasifikasian yang cermat, agar tidak tercampur dengan aktiva lain. Aktiva tetap yang digunakan dalam operasi perusahaan ada dua jenis, yaitu aktiva tetap berwujud (*tagible assets*) dan aktiva tetap tidak berwujud (*intagible assets*).

Menurut Kieso dan Weygandt (2003:2) menyatakan bahwa aset tetap terdiri dari:

“1. Aktiva tetap berwujud (*tagible assets*) diantaranya:

1. Tanah, yaitu harta yang digunakan unstuck tujuan usaha.
2. Bangunan, bagunan yang digunakan untuk menempatkan operasi perusahaan.
3. Peralatan, aktiva yang dipergunakan dalam proses produksi atau penyediaan jasa.
4. Aktiva tetap tidak berwujud (*intagible assets*) diantaranya:
5. Paten, suatu hak eksklusif yang diberikan oleh pemerintah suatu negara yang memungkinkan seorang penemu/pencipta untuk mengendalikan produksi, penjualan, atau penggunaan dari suatu temuan/ciptaannya.
6. Merek Dagang, suatu hak eksklusif yang diberikan oleh pemerintah suatu negara yang mengizinkan suatu simbol, labell, dan rancangan khusus. Masa berlaku sahnya tidak terbatas.
7. Hak Cipta, suatu hak eksklusif yang diberikan oleh pemerintah suatu negara yang mengizinkan seorang pengarang untuk mernjual, memberi izin, atau mengendalikan pekerjaannya.
8. Hak Waralaba, suatu hak eksklusif dan atau keistimewaan yang diterima suatu perusahaan atau individu untuk menjalankan fungsi-fungsi tertentu atau menjual produk atau jasa tertentu.
9. Daftar Pelanggan, suatu daftar atau database yang berisi informasi tentang pelanggan seperti nama, alamat, pembelian sebelumnya dan lainnya.
10. Goodwill, sumber daya. Faktor dan kondisi take berwujud lain yang memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan laba diatas laba normal dengan aktivitas yang diidentifikasikan. Goodwill dicatat hanya jika suatu entitas usaha diakuisisi melalui pembelian”.

**2.1.1.6 Penilaian Keputusan Investasi**

Menurut Myers el.al (2001) dalam Senjani (2015) Keputusan investasi suatu perusahaan dapat diketahui melalui nilai investasi aktiva tetap yang telah dilakukan perusahaan..

Untuk menilai investasi aktiva tetap didalam perusahaan, maka perlu menggunakan rumus perubahan aktiva tetap. Menurut Lukman Syamsudin (2007) perubahan aktiva tetap dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

= + -

Dimana:

= Perubahan aktiva tetap yang diakui sebagai expenditure capital

= Nilai aktiva tetap bersih periode sekarang

= Depresiasi aktiva tetap periode sekarang

= Nilai aktiva tetap bersih periode sebelumnya

tidak layak. aliannya investasi, maka proyek investasi layak, sedangkan bila lebih besar prya kembalian investasi

* + 1. **Struktur Kepemilikan**

Dengan semakin berkembangnya suatu perusahaan, pemilik tidak mungkin melaksanakan semua fungsi yang dibutuhkan dalam pengelolaan suatu perusahaan, karena keterbatasan kemampuan, waktu, dan sebagainya. Dalam kondisi yang demikian pemilik perlu menunjuk pihak lain (agen) yang profesional, untuk melaksanakan tugas mengelola kegiatan yang lebih baik (Dewi, 2008)

Menurut Sugiarto (2009:59) struktur kepemilikan adalah struktur kepemilikan saham, yaitu perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (*insider*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor. Atau dengan kata lain struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan institusional dan kepemilikan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan. Dalam menjalankan kegiatan suatu perusahaan diwakili oleh direksi (*agents*) yang ditunjuk oleh pemegang saham (*principals*).

Manajer disewa oleh pemegang saham untuk menjalankan perusahaan, agar perusahaan mencapai tujuan pemegang saham, yaitu memaksimumkan kemakmuran pemegang saham (Almalia, Silvy dan Silvi, 2006). Akan tetapi, menurut Mamduh M Hanafi (2008) Tujuan manajer mungkin bertentangan dengan memaksimalisasi kekayaan pemegang saham, khususnya manajer lebih tertarik untuk memkasimalkan kekayaan mereka sendiri dari pada kekayaan pemegang saham.

Menurut Donaldson dalam Mamduh M Hanafi (2008) terdapat dua motivasi dasar manajer yaitu *Survival* – Manajer berusaha menguasai sumber daya agar perusahaan terhindar dari kebangkrutan. Independensi atau kecukupan diri – manajer ingin mengambil keputusan yang bebas dari tekanan pihak luar, termasuk dari pasar keuangan.

Dengan dua motivasi tersebut, manajer cendrung mempunyai tujuan memkasimumkan perusahaan. Tujuan kemakmuran perusahaan tidak selalu konsisten dengan tujuan memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Pemegang saham dapat melakukan sejumlah tindakan untuk memastikan bahwa manajer akan bertindak konsisten dengan tujuan pemegang saham.

Tujuan perusahaan adalah mekasimumkan kemamkmuran pemegang saham yang diterjemahkan sebagai memaksimumkan harga saham. Tetapi dalam kenyataannya tidak jarang manajar memiliki tujuan yang lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Manajer diberi kekuasaan oleh pemilik kekuasaan yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan dan hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan yang disebut teori keagenan atau *Agency theory* (Brealey, Myers, Marcus, 2007:14).

Teori Keagenan (*Agency Theory)* menurut Tarjo dan Hartono (2003) dalam Dewi (2008) yaitu teori yang menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan sehingga dapat terjadi konflik di antaranya. Hal diatas sering terjadi karena manajer cendrung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Sedangkan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer karena hal tersebut akan menambah kos bagi perusahaan dan akan menurunkan keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham. Akibat dari perbedaan itulah maka terjadi konflik yang biasa disebut *agency conflict*.kin bertentangan dengan memaksimalisasi kekayaan pemegang saham, khususnya manajer lebih tertarik untuk suat

Menurut Budiyanti (2010) *Agency conflict* yaitu pihak-pihak yang berkepentingan di dalam suatu perusahaan saling bertentangan, yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividennya, kepentingan perusahaan dengan *retained earning*, di samping itu juga kepentingan bondholder.

Menurut Rika Susanti (2010), struktur kepemilikan terbagi menjadi 2 yaitu:

“a. Kepemilikan Institusional

b. Kepemilikan Manajerial”.

Berikut merupakan penjelasan dari masing-masing kepemilikan yaitu:

**a. Kepemilikan Institusional**

Struktur kepemilikan dalam hal ini adalah kepemilikan institusional dalam peran *monitoring management*, kepemilikan institusional merupakan pihak yang paling berpengaruh terhadap pegambilan keputusan karena sifatnya sebagai pemilik saham mayoritas, selain itu kepemilikan institusional merupakan pihak yang memberi kontrol terhadap manajemen dalam kebijakan keuangan perusahaan (Dewi, 2008).

Menurut Brealey, Myers, dan Marcus (2007:388) kepemilikan institusional adalah sebagai berikut:

“Kepemilkan institusional adalah beberapa saham dipegang langsung oleh para investor individu tetapi proporsi yang besar dimiliki oleh lembaga keuangan seperti reksadanaa, dana pensiun, dan perusahaan asuransi”.

Kepemilikan Institusional (*Intitutional Ownership)* merupakan pemegang saham yang dimiliki oleh pemilik institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan lain kecuali anak perusahaan dan institusi lain yang memiiki hubungan istimewa (perusahaan afiliasi dan perusahaan asosiasi). Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang lebih besar (lebih dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor mnajemen. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan.

1. **Kepemilikan Manajerial**

Menurut Pujianti dan Widanar (2009) kepemilikan manajerial adalah sebagai berikut:

“kepemilikan manajerial merupakan proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan direktur dan komisaris”.

* + 1. **Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership)***

**2.1.3.1 Pengertian Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership)***

Christiawan dan Tarigan (2007), mendefinisikan kepemilikan manajerial adalah:

“Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan”.

Wahidahwati (2001:5) dalam Sheisarvian, Sudjana, dan Saifi (2015) menyatakan kepemilikan manajerial sebagai berikut :

“Kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan suatu perusahaan”.

Kepemilikan Manajerial menurut Susanti dan Mayangsari (2014) adalah sebagai berikut:

“Kepemilikan manajerial merupakan besarnya kepemilikan manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris)”.

Berdasarkan ketiga definisi diatas menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dalam perusahaan dan ikut serta dalam pengambilan keputusan.

Menurut teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin saling bertentangan. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah biaya perusahaan yang menyebabkan penurunan keuangan perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) dalam Herawaty (2008), menyatakan bahwa :

“kepentingan manajer dengan pemegang saham eksternal dapat disatukan jika kepemilikan saham oleh manajer diperbesar sehingga manajer tidak akan memanipulasi laba untuk kepentingannya. Dan juga permasalahan keagenan dapat diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer dianggap sebagai seorang pemilik.”

Dengan meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen, dianggap dapat mengurangi manajer untuk mementingkan kepentingan pribadi. Dengan meningkatkan kepemilikan manajemen memungkinkan manajemen meningkatkan kinerja lebih baik dalam memenuhi kepentingan manajemen dan pemegang saham.

Hal ini terjadi karena jika manajer memiliki saham perusahaan, mereka akan memiliki kepentingan yang sama dengan pemilik. Jika kepentingan manajer dan pemilik sejajar (*aligned)* dapat mengurangi konflik keagenan. Namun, apabila kepemilikan manajerial terlalu tinggi dapat menimbulkan masalah seperti yang dijelaskan oleh Siswantaya (2007):

“tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi dapat menimbulkan masalah pertahanan. Artinya jika kepemilikan manajerial tinggi, mereka memiliki

posisi yang kuat untuk mengendalikan perusahaan dan pihak eksternal akan

mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan manajer. hal ini disebabkan karena manajer mempunyai hak voting yang besar atas kepemilikan manajerial.”

**2.1.3.2 Pengukuran Kepemilikan Manajerial**

Menurut Masdupi (2005) dalam Indahnigrum dan Handayani (2009) kepemilikan manajerial dihitung dengan menggunakan persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi). Kepemilikan manajerial dirumuskan sebagai berikut :

Dimana:

: Kepemilikan manajerial i pada tahun t

: Kepemilikan saham oleh manajer, direksi dan dewan komisaris perusahaan tahun t

: Jumlah total saham biasa perusahaan yang beredar

**2.1.4 Struktur Modal (*Capital Struktur*)**

Struktur Modal (*Capital Struktur*) didefinisikan sebagai komposisi modal perusahaan dilihat dari sumbernya khususnya yang menunjukkan porsi dari modal perusahaan yang berasal sumber utang (kreditur) dan sekaligus porsi modal yang berasal dari pemilik sendiri (*owner’equity*). Struktur modal diukur menggunakan tiga indikator yaitu *leverage*, *debt to equity*, dan *collateralizable assets* (Sugeng, 2009:6).

Donalson pada tahun (1961) dalam Santika dan Sudiyatno (2011) memperkenalkan *packing order theory*, meskipun penamaan ini dilakukan oleh Myers (1984). Secara singkat teori ini menyatakan bahwa : (a) Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan), (b) Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan. Sesuai dengan teori ini, tidak ada suatu target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan. Menurut Myers (1996) dalam Santika dan Sudiyatno (2011) perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yaitu dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *packing order theory* adalah: *internal fund* (dana internal), *debt* (hutang), dan *equity* (modal sendiri) (Kaaro, 2003 dalam Saidi, 2004).

Sedangkan, Megginson (1997) dalam Santika dan Sudiyatno (2011), menjelaskan model *trade off theory* yang menggambarkan bahwa struktur modal yang optimal dapat ditentukan dengan menyeimbangkan keuntungan atas penggunaan utang dengan *cost financial* dan *agency problems*. Teori ini merupakan kesimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang. Mirza (1996) dalam Santika dan Sudiyatno (2011) menyatakan *the trade – off* model memang tidak dapat dipergunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dari suatu perusahaan tetapi melalui model ini memungkinkan dibuat 3 kesimpulan tentang penggunaan *leverage* yaitu : (1) Perusahaan dengan risiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan hutang yang lebih besar, (2) Perusahaan yang memiliki *tangible assets* dan *marketable assets* seharusnya dapat menggunakan hutang yang lebih besar dari pada perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets*. Hal ini disebabkan *intangible assets* lebih mudah untuk kehilangan nilai apabila terjadi *financial distress*,dibandingkan standar asset dan *tangible aset*, dan (3) Perusahaan di negara yang tingkat pajaknya tinggi seharusnya memuat hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya dari pada perusahaan yang dibayarkan diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

Brigham & Houston (2001) menyatakan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan adalah sebagai berikut:

**1. Stabilitas Penjualan**

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

**2. Struktur Aktiva**

Perusahaan yang aktivanya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cendrung lebih banyak menggunakan hutang dalam jumlah yang lebih besar.

**3. *Leverage* Operasi**

Perusahaan dengan leverage operasi yang lebih kecil cendrung lebih mampu untuk memperbesar leverage keuangan karena perusahaan yang mempunyai *leverage* operasi lebih kecil akan mempunyai tingkat risiko bisnis yang lebih kecil.

**4. Tingkat Pertumbuhan**

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Lebih jauh lagi, biaya penerbitan penjualan saham biasa lebih besar dari pada biaya untuk penerbitan surat hutang sehingga mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan hutang.

**5. Profitabilitas**

Seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang relatif kecil. Meskipun tidak ada pembenaran teoritis mengenai hal ini, namun penjelasan praktis atas peryataan ini adalah perusahaan yang sangat menguntungkan memang tidak memerlukan banyak pembiayaan dengan hutang. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan mereka unstuck membiayai sebagian besar kenutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal.

**6. Pajak**

Bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan, dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi. Karena itu, semakin tinggi tarif pajak perusahaan, semakinj besar manfaat penggunaan hutang.

**7. Pengendalian**

Posisi pengendalian manajemen dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Apabila manajemen saat ini mempunyai hak suara untuk mengendalikan perusahaan (mempunyai saham lebih dari 50%) tetapi sama sekali tidak diperkenankan untuk membeli saham tambahan, mereka mungkin akan memilih hutang untuk pembiayaan baru.

**8. Sikap Manajemen**

Tidak seorang pun dapat membuktikan bahwa struktur modal yang satu akan membuat harga saham lebih tinggi dari pada struktur modal lainnya, manajemen dapat melakukan pertimbangan sendiri terhadap struktur modal yang tepat. Sejumlah manajemen cendrung lebih konservatif dari pada manajemen lainnya, sehingga mmenggunakan jumlah hutang yang lebih kecil dari pada rata-rata perusahaan dalam industri yang bersnagkutan, sementara manajemen lain lebih cendrungmenggunakan banyak hutang dalam usaha mengejar laba yang tertinggi.

**9. Sikap Pemberi Pinjaman dan Lembaga Pemeringkat**

Tanpa memperhatikan analisis para manajer atas faktor-faktor leverage yang tepat bagi perusahaan mereka, sikap para pemberi pinjaman dan perusahaan penilai peningkat (rating agency) seringkali mempengaruhi keputusaan struktur keuangan. Dalam sebagian besar kasus, perusahaan membicarakan struktur modalnya dengan pemberi pinjaman dan lembaga penilai peningkat, serta sangat memperhatikan masukan yang diterima.

**10. Kondisi Pasar**

Kondisi pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka panajng dan pendek yang dapat sangat mempengaruhi terhadap struktur modal perusahaan yang optimal.

**11. Kondisi Internal Perusahaan**

Kodisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan perusahaan.

**12. Fleksibilitas Keuangan**

Kemapuan untuk menambah modal dengan persyaratan yang wajar dalam keadaan yang memburuk. Para manajer mengetahui bahwa penyediaan modal yang mantap diperlukan untuk operasi yang stabil.

**2.1.5 *Leverage***

**2.1.5.1 Pengertian *Leverage***

Pengertian *Leverage* menurut Agus Sartono (2008:257) adalah penggunaan *assets* dan sumber dana (*source of fund*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensil pemegang saham.

Pengertian *Leverage* menurut Kasmir (2010:112) adalah:

“Rasio *leverage* atau rasio solvabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang, artinya berapa besar beban utang yang ditanggung perusahaan dibanding dengan aktivanya”.

Menurut Irham Fahmi (2011:127) berpendapat mengenai solvabilitas atau *leverage* adalah sebagai berikut:

“*Leverage* merupakan gambaran dari seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang. Penggunaan utang yang terlalu tinggi akan membahayakan perusahaan, karena perusahaan akan terjebak dalam tingkat utang yang tinggi dan sulit untuk melepaskan beban utang tersebut”.

Menurut Darsono (2005:76) menyatakan bahwa *Leverage* atau Solvabilitas adalah:

“Solvabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban-kewajiban jangka panjangnya. Solvabilitas juga dapat digunakan sebagai batasan perusahaan dalam meminjam uang.”

Berdasarkan pendapat diatas, penulis dapat menyimpulkan bahwa *leverage* atau solvabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam membiayai aset yang dimiliki dengan menggunakan pinjaman dan bagaimana perusahaan tersebut memenuhi kewajiban-kewajibannya dalam pembayaran pinjaman. Perusahaan yang tidak mempunyai *leverage* berarti menggunakan modal sendiri 100% untuk kegiatan perusahaannya.

**2.1.5.2 Pengukuran *Leverage* atau Solvabilitas**

Menurut Sutrisno (2012:217) ada lima rasio *leverage* keuangan yang bisa dimanfaatkan oleh perusahaan, yakni sebagai berikut:

1. **Total Debt to Total Asset Ratio**

Rasio total hutang dengan total aktiva yang biasa disebut ratio hutang (*debt ratio*), mengukur prosentase besarnya dana yang berasal ari hutang. Yang dimaksud dengan hutang adalah semua hutang yang dimiliki oleh perusahaan baik yang berjangka pendek maupun yang berjangka panjang.

Untuk mengukur besarnya *debt ratio* bisa dihitung dengan rumus sebagai berikut:

1. **Debt to Equity Ratio**

Debt to Equity Ratio atau rasio hutang dengan modal sendiri merupakan imbangan antara hutang yang dimiliki perusahaan dengan modal sendiri. Semakin tinggi rasio ini berarti modal sendiri semakin sedikit dibandingkan dengan hutangnya. Bagi perusahaan, sebaiknya besarnya hutang tidak boleh melebihi modal sendiri agar beban tetapnya tidak terlalu tinggi. Untuk pendekatan konservatif besarnya hutang maksimal sama dengan modal sendiri, artinya debt to equitynya maksimal 100%.

Untuk mengukur besarnya debt to equity ratio bisa dihitung dengan rumus sebagai berikut:

1. **Time Interest Earned Ratio**

*Time interest earned ratio* yang sering disebut sebagai *coverage rang maksimal sama dengan modal sendiri , artinya debt to equitynya maksimal 100%.angnya. tio* merupakan rasio antara laba sebelum bunga dan pajak dengan beban bunga. Rasio ini mengukur kemapuan perusahaan memenuhi beban tetapnya berupa bunga dengan laba yang diperolehnya, atau mengukur berapa kali besarnya laba bisa menutup beban bunganya.

Untuk mengukur besarnya *time interest earned ratio* bisa dihitung dengan rumus sebagai berikut:

1. **Fixed Charge Coverage Ratio**

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk menutup beban tetapnya berupa pembayaran dividen saham preferen, bunga, angsuran pinjaman, dan sewa. Karena mungkin saja perusahaan menggunakan aktiva tetap dengan cara *leasing*. Sehingga harus membayara angsuran tertentu.

Untuk menghitung besarnya *fixed cherge coverage ratio* bisa dihitung dengan rumus sebagai berikut:

1. **Debt Service Ratio**

*Debt service ratio* merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi beban tetapnya termasuk angsuran pokok pinjaman.

Untuk menghitung besarnya *debt service ratio* bisa dihitung dengan rumus sebagai berikut:

**2.1.5.3 Jenis-jenis *Leverage***

*Leverage* yang timbul akibat keputusan investasi yang berkaitan dengan penggunaan aktiva tetap disebut *operating leverage*, sedangkan *leverage* yang timbul akibat keputusan pendanaan dengan menggunakan utang disebut dengan *financial leverage.*

Adapun jenis-jenis *leverage* menurut Harjito dan Martono (2011:315), di antaranya:

“Dalam suatu perusahaan dikenal dua macam *leverage*, yaitu:

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

*Leverage* operasi timbul pada saat perusahaan menggunakan aktiva yang memiliki biaya-biaya operasi tetap. Biaya tetap tersebut misalnya biaya penyusutan gedung dan peralatan kantor, biaya auransi dan biaya lain yang muncul dari penggunaan fasilitas dan biaya manajemen. *Leverage* operasi juga memperlihatkan pengaruh penjualan terhadap laba operasi atau laba sebelum bunga dan pajak (*earning before interest and tax* atau EBIT) yang diperoleh. Pengaruh tersebut dapat dicari dengan menghitung besarnya tingkat *leverage* operasi (*degree of operating leverage*).

1. ***Leverage* Keuangan (*Financial Leverting leverageengaruh tersebut dapat dicari dengan menghitung besarnya tingkat Il***ang muncul dari penggunaan fasilitas dan biaya manajemen. ersebut misalnya b***age*)**

*Leverage* keuangan merupakan penggunaan dana dengan beban tetap dengan harapan atas penggunaan dana tersebut akan memperbesar pendapatan per lembar saham atau *earning pe share* (EPS). Masalah *leverage* keuangan baru timbul setelah perusahaan menggunakan dana dengan beban tetap. Perusahaan yang menggunakan dana dengan beban tetap dikatakan menghasilkan *leverage* yang menguntungkan atau efek positif apabila pendapatan yang diterima dari penggunaan dana tersebut lebih besar daripada beban tetap atas penggunaan dana yang bersangkutan. Efek yang mernguntungkan dari *leverage* keauangan sering disebut “*trading in equity*”. *Leverage* keuangan akan merugikan, apabila perusahaan tidak dapat memperoleh pendapatan yang lebih besar daripada beban tetap yang harus dibayar”.rusahaan yang menggunakan dana dengan beban tetap

**2.1.6 *Leverage* Operasi (*Operating Leverage)***

**2.1.6.1 Pengertian *Leverage* Operasi (*Operating Leverage)***

Menurut Budiyanti (2010) *leverage* operasi dapat didefinisikan sebagai timbulnya biaya tetap dalam operasi perusahaan yang dikaitkan dengan penggunaan aktiva tetap. Adapun berikut ini uraian definisi yang diberikan oleh beberapa pendapat para ahli, dan pembahasannya sebagai berikut.

Pengertian *leverage* operasi menurut Agus Sartono (2003:260) adalah:

“*Leverage* operasi adalah perusahaan yang mengharapkan bahwa perubahan penjualan akan mengakibatkan perubahan laba sebelum bunga dan pajak yang lebih besar”.

Menurut Houston dan Brigham (2013:160) menyatakan bahwa *leverage* operasi *pai sti (2010)usahaan yang dikaitkan dengan penggunaan aktiva tetap*adalah:

“Sampai sejauh mana biaya tetap digunakan dalam operasi suatu perusahaan”.

*Leverage* operasi menurut Sutrisno (2012) adalah sebagai berikut:

“*Leverage* operasi merupakan penggunaan aktiva yang menyebabkan perusahaan harus menanggung biaya tetap berupa penyusutan. Penggunaan *leverage* operasi oleh perusahaan diharapkan agar penghasilan yang diperoleh atas penggunaan aktiva tetap tersebut cukup untuk menutup biaya tetap dan biaya variabel”.diharapkan agar penghasilan yang diperoleh atas penggunaan aktiva tetap tersebut cukup untuk

Menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2006:213) menyatakan :

“*Leverage* operasi menunjukkan penggunaan aktiva yang menimbulkan biaya tetap (*fixed cost*). Biaya tetap adalah biaya yang tidak berubah meskipun aktivitas perusahaan berubah”.

Berdasarkan peryataan tersebut, penurunan (kenaikan) laba sebelum bunga dan pajak (EBIT/ *Earning Before Interest and Taxes*) bisa dipengaruhi oleh penurunan (kenaikan) penjualan. Penurunan (kenaikan) ini ditunjukkan dengan penggunaan aktiva yang menimbulkan biaya tetap (*fixed cost*). Hal ini dapat dikarenakan adanya biaya tetap yang lebih unggul dari pada biaya variabel dalam suatu perusahaan akibat dari proses kegiatan bisnisnya.

**2.1.6.2 Pengukuran *Leverage* Operasi (*Operating Leverage*)**

Menurut Agus Sartono (2003: 263) menyatakan bahwa :

“*Operating leverage* dipengaruhi oleh antara lain variabilitas (ketidakpastian) penjualan, ketidakpastian harga jual dan biaya variabel”.

Menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2006:214) menyatakan bahwa :

“Apabila faktor pendanaan konstan (artinya perusahaan menggunakan struktur pendanaan yang sama, atau menggunakan modal sendiri seluruhnya). Perusahaan yang mempunyai *operating risk* (resiko operasi) yang tinggi berarti bahwa laba operasi (yang menjadi sumber kas masuk) sangat epeka terhadap perubahan penjualan, yang artinya timbul suatu ketidakpastian arus kas”.

Berdasarkan peryataan tersebut, *operating leverage* dipengaruhi oleh salah satunya yaitu variabilitas (ketidakpastian) penjualan. Dan, jika perusahaan menggunakan struktur pendanaan yang sama atau dengan kata lain hanya modal sendiri yang disertai timbulnya *operating risk* (resiko operasi). Maka hal ini akan berdampak pada laba operasi (yang menjadi sumber penghasilan) akibat peka terhadap perubahan penjualan dari *operating risk* tersebut.

Dengan demikian perusahaan perlu mengetahui komposisi (struktur) biaya yang dimiliki dan tren (perubahan)penjualan, agar bisa meminimalisasi *operating risk* yang terjadi. Untuk bisa menghasilkan keputusan tersebut, maka diperlukan sebuah metode pengukuran terhadap *operating leverage*. Metode yang dapat mewakili ini biasanya diberi ukuran kualitatif yang dikenal dengan nama DOL (*Degree of Operating Leverage).*

Untuk mengukur perubahan volume penjualan atau pendapatan terhadap profitabilitas maka perlu dihitung tingkat *leverage* operasi (*Degree of Operating Leverage, DOL).* Operasi dari leverage ini didefinisikan sebagai rasio antara persentase perubahan laba bersih sebelum bunga dan pajak (NOI/ *Net Operating Income*=EBIT/ *Earning before Interest and Taxes*) dengan persentase perubahan volume penjualan atau pendapatan.

Menurut Agus Sartono (2003: 260) menyatakan bahwa :

“*Degree of Operating Leverage* (DOL) merupakan *multipier effect* hasil penggunaan biaya operasi tetap terhadap laba sebelum bunga dan pajak”.

Adapuin formulasi dari *operating leverage* menurut Sutrisno (2012:199) adalah sebagai berikut :

**2.1.7 *Leverage* Keuangan (*Financial Leverage)***

**2.1.7.1 Pengertian *Leverage* Keuangan (*Financial Leverage)***

Pengertian *leverage* keuangan menurut Martono dan Harjito (2003) dalam Zahro (2009) yaitu:

“Pengunaan dana dengan beban tetap dengan harapan atas pengunaan dana tersebut akan memperbesar pendapatan per lembar saham”.

Sedangkan,etap ini diharapkan diharaapkan penghasilan yang diperoleh lebih besar dibandingkan dengan beban yang dikeluarkan"babkMenurut Sutrisno (2012:198) mendefinisikan *leverage* keuangan sebagai berikut:

“*Leverage* keuangan merupakan penggunaan dana yang menyebabkan perusahaan harus menanggung beban tetap berupa bunga. Penggunaan dana yang menyebabkan beban tetap ini diharapkan penghasilan yang diperoleh lebih besar dibandingkan dengan beban yang dikeluarkan”.

Menurut Utari, Purwanti, dan Prawironegoro (2014) *leverage* keuangan adalah:

“Pengunaan utang tinggi untuk menambah aset agar mampu menghasilkan outpun dan laba operasi tinggi, konsekuensinya melahirkan beban bunga tinggi”.dalam dengan harapan atas pengunaan dana tersebut akan memperbesar pendapatan e Perusahaan, I

Berdasarkan definisi di atas, menunjukan bahwa *leverage* keuangan merupakan Pengunaan utang yang menyebabkan perusahaan harus menanggung beban tetap berupa bunga dengan harapan akan meningkatkan keuntungan pemilik modal.

**2.1.7.2 Pengukuran *Leverage* Keuangan (*Financial Leverage)***

Menurut Savitri dan Pramudya (2012) dalam Firlika (2014) menyatakan bahwa :

“*Financial leverage* menggambarkan tingkat sumber dana hutang dalam struktur modal perusahaan. Penggunaan tingkat hutang yang relatif tinggi menimbulkan biaya tetap (beban bunga), sehingga dapat menimbulkan risiko”.

Berdasarkan definisi di atas, menunjukan bahwa semakin besar leverage keuangan semakin besar risiko finansial suatu perusahaan.

Sedangkan menurut Sutrisno (2012) menyatakan bahwa:

“*Leverage* keuangan mengukur pengaruh perubahan keuntungan operasi (EBIT) terhadap perubahan pendapatan bagi pemegang saham (EAT)”.

Ukuran tingkat *leverage* keuangan menurut Zahro (2009) yaitu:

“Untuk *financial leverage* adalah *degree of financial leverage* (DFL) yang dapat didefinisikan sebagai perubahan laba per lembar saham EPS karena perubahan laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) atau rasio antara persentase perubahan EPS dibandingkan dengan persentase perubahan EBIT”.

Adapun formulasi dari *leverage* keuangan menurut James C dan John M (2013:144) adalah sebagai berikut :

**2.1.7.3 Faktor-faktor Yang Mempengaruhi *Leverage* Keuangan**

Menurut Indri Erkanigrum (2008) Faktor-faktor penentu *Leverage* Keuangan yaitu :

**1. *Dividend Payout Ratio***

*Internal eqity* yang dipergunakan untuk mengatasi masalah kebutuhan dana dapat dipengaruhi karena pembataran dividen dalam satu periode tertentu. Pembayaran dividen pada saat ini ditentukan berdasarkan pembataran dividen di masa lalu melalui proses pertimbangan dengan penyesuaian pada interval tertentu. Para manajer dan shareholder akan mengharapkan deividen yang lebih besar di masa yang akan datang dibandingkan dengan

pembayaran dividen yang dilakukan pada tahun-tahun sebelumnya.

**2. Investasi**

Keinginan perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan shareholder telah mendorong perusahaan untuk memanfaatkan kesempatan investasi yang ada. Perusahaan yang mempunyai prospek yang baik, akan tercermin dengan terbukanya kesempatan yang tersedia untuk investasi. Kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi financial leverage apabila internal equity yang dipergunakan untuk mendanai investasi tidak mencukupi.

**3. *Profitability***

*Leverage* keuangan selain dipengaruhi *dividend payout ratio* dan investasi, juga dipengaruhi oleh profitabilitas. Profitabilitas akan mempengaruhi *retained earning* yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan dana. Perusahaan yang menghasilkan *earnings* yang besar akan menyebabkan *retained earning* yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan dana juga semakin besar.

**4. *Size***

Perusahaan dengan *size* yang lebih besar dan telah berjalan dengan baik dapat dengan mudah memiliki akses kepasar modal. Kemudahan dalam memiliki akses ke pasar modal akan membuat perusahaan mempunyai kemampuan untuk mengumpulkan dana dalam waktu singkat. kempampuan perusahaan dalam mengumpulkan dana akan membuat perusahaan dapat semakin berkembang dan mempunyai kemampuan untuk menhasilkan earning yang lebih besar. Dengan demikian, kesempatan untuk melakukan peminjaman dalam jumlah yang lebih besaer akan dimiliki oleh perusahaan dengan *size* yang lebih besar, dibandingkan perusahaan dengan *size* kecil.

**5. *Assets Structure***

Perusahaan-perusahaan yang memiliki *aseets* dengan nilai kolateral yang tinggi dapat mengurangi *financial distress* dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki *assets* dengan nilai kolateral yang rendah. Assets dengan nilai kolateral yang tinggi dapat dipergunakan oleh perusahaan untuk membayar sebagian kewajiban apabila mengalami kebangkrutan dan perusahaan dapat melakukan peminjaman yang lebih besar. peminjaman yang lebih besar akan mengarah pada rasio *leverage* keuangan yang tinggi.

**6. *Variability of earning***

Perusahaan dengan tingkat *earnings* yang stabil dapat *earnings* di masa mendatang dengan tingkat ketepatan yang lebih tinggi. Perusahaan dengan tingkat *earnings* yang stabil, memiliki banyak kesempatan memperoleh pinjaman karena kepercayaan dari pihak yang akan memberikan pinjaman.

**2.1.8 Dividen (*Dividend)***

**2.1.8.1 Pengertian Dividen (*Dividend*)**

Pengertian dividen menurut Prasetyo Aries Heru (2011:104) adalah sebagai berikut :

“Dividen merupakan bagian laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham. Pada praktiknya, seorang pemegang saham akan memperoleh dividen berdasarkan proporsi dana per lembar saham”.

Sedangkan, menurut Stice dan Skousen yang dialih bahasakan oleh AliAkbar (2011:138) pengertian dividen adalah:

“Dividen merupakan pembagian kepada pemegang saham dari suatu perusahaan secara proporsional sesuai dengan jumlah lembar saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik”.

Berdasarkan uraian diatas , dividen merupakan sebagian dari keuntungan yang diperoleh perusahaan pada periode tertentu yang diberikan kepada pemegang saham perusahaan, yang bertujuan untuk memakmurkan para pemegang saham. Semakin besar dividen yang dibayarkan, maka semakin besar pula jumlah pendanaan external yang dibutuhkan perusahaan melalui pinjaman dana atau penjualan saham.

**2.1.8.2 Jenis-jenis Dividen**

Menurut Baridwan Zaki (2004:430) ada lima jenis dividen yaitu :

“a. Dividen kas

b. Dividen aktiva selain kas (*Property dividends)*

c. Dividen utang (*Script Dividend)*

d. Dividen likuidasi

e. Dividen Saham”.

Adapun penjelasan dari kelima jenis dividen di atas Menurut Baridwan Zaki (2004:430-433) diuraikan sebagai berikut:

“a. Dividen Kas

Dividen yang paling umum dibagikan oleh Perseroan Terbatas adalah dalam bentuk kas yang perlu diperhatikan oleh pimpinan perusahaan sebelum membuat pengumuman adanya dividen kas ialah apakah jumlah uang kas yang ada mencukupi untuk pembagian dividen tersebut.

b. Dividen Aktiva Selain Kas (*Property dividends)*

Kadang-kadang dividen dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas, dividen dalam bentuk ini disebut (*Property dividends)*. Aktiva yang dibagikan bisa berbentuk surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perseroan terbatas, barang dagangan atau aktiva-aktiva lain.

c. Dividen Utang (*Script Dividend)*

Dividen utang timbul apabila saldo kas yang tidak mencukupi untuk pembagian dividen sehingga pimpinan Perseroan Terbatas akan mengeluarkan *Script Dividend* yaitu perjanjian tertulis untuk membayar jumlah tertentu di waktu yang akan datang. *Script Dividend* ini mungkin berbunga mungkin tidak.

d. Dividen Likuidasi

Dividen likuidasi adalah dividen yang sebagian merupakan pengembalian modal. Dividen likuidasi ini dicatat dengan rekening pengembalian modal yang dalam neraca dilaporkan sebagai pengurang modal saham. Apabila perusahaan membagi dividen likuidasi, maka para pemegang saham harus diberitahu mengenai berapa jumlah pembgian laba dan berapa pengembalian modal, sehingga para pemegang saham bisa mengurangi rekening investasi.

e . Dividen Saham

Dividen saham adalah pembagian tambahan saham tanpa dipungut pembayaran kepada pemegang saham”.

Dari kelima jenis dividen tersebut, yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah dividen dalam bentuk tunai (*cash dividend*). Pembayaran dividen dalam bentuk tunai lebih diinginkan investor dari pada dalam bentuk lain, karena pembayaran dividen tunai membantu mengurangi ketidakpastian investor dalam investasinya kedalam perusahaan.

**2.1.8.3 Proses Pembagian Dividen**

Menurut Prasetyo Aries Heru (2011:105-106) untuk dapat membagikan dividen, manajemen terlebih dahulu harus melalui beberapa langkah utama yakni:

“1. Menyelenggarakan Rapat Umum Pemegang Saham (atau yang dikenal dengan RUPS) untuk menetapkan besaran rasio dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Rasio ini disebut *Dividend Payout Ratio*. Dalam ratio itu pulalah terlihat besaran dividen tunai yang akan dibagikan oleh manajemen. Keputusan penentuan besaran dividen pada praktiknya merupakan hal yang cukup sulit. RUPS harus mencapai kuorum untuk dapat melegalkan keputusan yang diambil.

2. Menentukan tanggal pengumuman pembagian dividen. Tanggal pengumuman memainkan posisi penting dalam keputusan dividen. Hal ini disebabkan tanggal tersebut akan menjadi base data (tanggal dasar) yang akan digunakan untuk menentukan batas maksimum tanggal pencatatan bagi mereka yang berhak menerima dividen.

1. Menentukan tanggal eks dividen atau yang dikenal dengan istilah *ex dividend date*. Yakni batas waktu untuk menentukan siapa yang berhak menerima dividen. Hanya investor yang membeli saham sebelum *ex dividend date*-lah yang berhak menerima pembagian dividen tunai. Mereka melakukan transaksi pada tanggal ex dividend tidak termasuk dalam kategori penerimaan dividen.
2. Menentukan tanggal pencatatn, yakni tanggal atau hari di mana manajemen harus membuat daftar pemegang saham atas dividen yang akan dibagikan.

5. Menentukan tanggal pembayaran, yakni tanggal dimana manajemen akan melunasi janjinya untuk membagi dividen tunai kepada pemegang saham yang berhak".

**2.1.9 Kebijakan Dividen**

**2.1.9.1 Pengertian Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen berhubungan dengan penentuan besarnya dividend payout ratio, yaitu persentase besarnya laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Kebijakan dividen sering dianggap sebagai bagian dari keputusan pendanaan, khususnya pendanaan internal. Hal ini terjadi karena besar kecilnya dividen yang dibayarkan akan mempengaruhi sumber dana internal perusahaan, yaitu laba ditahan (Made Sudana, 2008:169).

Agus Sartono (2010:281) menjelaskan mengenai kebijakan dividen yang dimaksud adalah:

"Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan untuk menentukan apakah laba perusahaan akan dibagikan kepada investor sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk pembiayaan investasi di masa mendatang".

Menurut Dermawan Sjahrial (2009:305) kebijakan dividen yaitu mengenai penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan. Kebijakan dividen yang harus menghasilkan keseimbangan antara dividen saat ini dengan pertumbuhan di masa mendatang yang akan memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houstan, 2011:211)

Berdasarkan pengertian diatas, maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah keputusan yang dibuat oleh manajemen untuk menentukan seberapa besarnya jumlah dividen yang akan dibagikan kepada para investor dari sebagian keuntungan yang didapat perusahaan atau perusahaan lebih memilih tidak membagikan dividen karena akan digunakan sebagai laba yang ditahan untuk membiayai pendanaan perusahaan.

* + - 1. **Alternatif Kebijakan Dividen**

Keputusan mengenai kebijakan dividen adalah keputusan yang menyangkut bagaimana cara dan dalam bentuk apa dividen yang dibayarkan. Ada beberapa pola pembayaran dividen yang dapay dipilih sebagai kebijakan dividen perusahaan. Kolb dalam Rodoni dan ali (2010:129) menyebutkan lima pola berikut:

1. *“Stable* *and occasionally increasing* *dividends per share*

Kebijakan ini menetapkan dividen saham yang tetap (stabil) selama tidak ada apeningkatan yang permanen dalam *erning power* kemampuan membayar dividen. Manajemen menaikkan dividen hanya jika ia yakin bahwa tingkat yang lebih tinggi tersebut dapat dipertahankan secara definitive. Landasan berfikirnya adalah psikologi pemegang saham, dimana pemegang saham akan merasa senang bila dividen naik dan hal ini akan menaikkan perdagangan saham. Sebaliknya, bila dividen turun pemegang saham akan merasa kecewa hal ini akan menyebabkan perdagangan saham turun.

1. *Stable Dividen Per Share*

Landasan pemikirannya adalah pasar mungkin memulai suatu saham lebih tinggi bila dividen yang diharapkan tetap stabil dari pada kalau dividen berfluktuasi. Cara ini paling superior untuk menjaga *payout ratio* yang stabil. Perusahaan yang menilai cara ini akan membayar dividen dalam jumlah yang tetap dari tahun ketahun, karena cara ini disebut *stable dollar amount pershare.* Pola ini paling banyak diterapkan oleh perusahaan-perusahaan Amerika Serikat.

1. *Stable Payout Ratio*

Dalam pola ini, jumlah dividen dihitung berdasarkan suatu persentase tetap (*constant*) dari laba (*erning*). Bila laba berfluktuasi, maka jumlah dividen yang dibayarkan ikut berfluktuasi.

1. *Reguler Dividend Plus Extass*

Dengan cara ini dividen reguler diterapkan dalam jumlah yang manajemen yakin mampu dipertahankan tanpa menghiraukan fluktuasi laba dan kebutuhan investor modal. Bila tambahan kas tersedia, perusahaan memberikan dividen ekstra (bonus) kepadas pemegang saham. Cara ini memberikan fleksibilitas bagi perusahaan, tetapi menimbulkan ketidakpastian bagi pemegang saham. Meskipun demikian, cara ini kemungkinan pilihan terbaik bagi perusahaan menurut kondisi yang ada. Cara ini mengakui kandungan informasi dividen sehingga diharapkan dengan pemberian bonus (ekstra) dapat menarik minat pembeli akhirnya meningkatkan perdagangan saham.

1. *Fluktuating Dividends and Payout ratio*

Dalam metode ini, *dividen payout ratio* berfluktuasi sesuai dengan perubahan laba dan kebutuhan investasi modal perusahaan setiap periode. Metode ini nampaknya kurang populer bagi perusahaan *go public*, namun cocok bagi perusahaan kecil atau perseroan tertutup”.

**2.1.9.3 Teori Kebijakan Dividen**

Tatang Gumanty (2013:41) mengemukakan bahwa terdapat tiga teori tentang kebijakan dividen yang selama ini diungkap dalam manajemen keuangan untuk menunjukkan bagaimana faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen berinteraksi dan mempengaruhi nilai perusahaan. Ketiga teori tersebut adalah:

“1. Teori Ketidakrelevanan Dividen (*Irrelevant dividend proposition)*

2. Teori Burung di Tangan (*Bird in The Hand Theory*)

3. Teori Efek Pajak (*Tax Differential Theory*)”.

Teori-teori tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Teori Ketidakrelevanan Dividen (*Irrelevant dividend proposition*)

Miller dan Modigliani berpendapat bahwa dalam keputusan investasi, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Keputusan apakah laba yang diperoleh akan mempengaruhi nilai perusahaan. Pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan cara pembelanjaan atau pemenuhan dana yang lain. Oleh karena itu, apabila perusahaan menbagikan dividen kepada pemegang saham maka perusahaan harus mengeluarkan saham baru sebagai pengganti dari pembayaran dividen tersebut.

2. Teori Burung di Tangan (*Bird in The Hand Theory*)

Menurut Modigliani dan Miller kebijakan dividen tidak akan mempengaruhi tingkat keuntungan atau laba yang disyaratkan oleh investor. Gordon dan Lintner juga menjelaskan bahwa investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen dari pada menunggu *capital gain*, karena kemungkinan *capital gain* yang diharapkan oleh para investor lebih besar resikonya dibandung dengan *dividend*. Oleh karena itu perusahaan dapat menaikkan nilai perusahaan melalui harga sahamnya dengan memilih kebijakan dividen yang menarik. Gordon dan Lintner beranggapan bahwa investor memandang satu burung ditangan lebih berharga dari pada seribu burung diudara.

1. Teori Efek Pajak (*Tax Differential Theory*)

Teori ini menyatakan bahwa investor lebih suka menerima *capital gain* yang tinggi dibanding dengan dividen yang tinggi. Dengan kata lain investor menghendaki perusahaan untuk menahan laba setelah pajak dan dipergunakan untuk pembiayaan investasi daripada pemnayaran dividen dalam bentuk kas karena cendrung dividen dalam bentuk kas ini dikenakan pajak yang lebih tinggi.

Ketiga teori tersebut memberikan kesimpulan yang saling bertolak belakang, tidak dapat ditentukan dengan pasti teori mana yang paling benar dan paling relevan dengan kenyataannya. Dalam praktiknya, manajemen keuangan lebih mengetahui bagaimana kondisi dan prospek perusahaan dengan baik, sehingga manajemen keuangan lebih tahu berapa besar kecilnya laba yang akan dibagikan sebagai dividen atau yang ditahan untuk pembiayaan perusahaan.

**2.1.9.4 Pengukuran Kebijakan Dividen**

Menurut Tatang Gumanty (2013:22), pada praktiknya dividen biasanya diukur dengan menggunakan salah satu ukuran dari dua ukuran yang umum dikenal. Ukuran-ukuran kebijakan dividen tersebut akan dijelaskan sebagai berikut:

1. Imbal Hasil Dividen (*Dividend Yield*)

Imbal hasil dividen yaitu ukuran yang mengaitkan besaran dividen dengan harga saham perusahaan. *Dividend Yield* menjadi penting karena menyiratkan ukuran bahwa komponen dari *return* total disumbang oleh dividen. Artinya, dalam menghitung *return* total, investor harus memasukkan unsur besarnya dividen yang diterima selain selisih harga saham antara awal dan akhir kepemilikan. Investor yang menggunakan besaran *dividend yield* sebagai patokan dalam berinvestasi akan memilih saham-saham yang memiliki *dividend yield* tinggi (Tatang Gumiaty, 2013:22)

2. Rasio Pembayaran Dividen (Dividend Payout Ratio)

Menurut Hanafi (2009:86) menjelaskan:

“Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio*) adalah rasio yang melihat bagian earning (pendapatan) yang dibayarkan sebagai dividen kepada investor. Bagian lain yang tidak dibagikan akan diinvestasikan kembali ke perusahaan”.

Pengertian lain dijelaskan oleh Bearley, Myers, dan Marcus (2008:82) sebagai berikut:

“Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio*) merupakan rasio yang mengukur proporsi laba yang dibayar sebagai dividen”.

Menurut Tatang Gumanty (2013:23) mengenai Rasio Pembayaran Dividen adalah sebagai berikut:

“Rasio pembayaran dividen adalah rasio yang menunjukkan besarnya bagian laba bersih yang ditanamkan kembali atau ditahan diperusahaan dan diyakini berguna dalam mengestimasi pertumbuhan laba tahun mendatang”.

Berdasarkan berbagai definisi di atas, menunjukan bahwa semakin tinggi *dividen payout ratio* akan menguntungkan para investor tetapi dari pihak perusahaan akan memperlemah *internal financial* karena memperkecil laba ditahan. Tetapi sebaliknya *dividen payout ratio* semakin kecil akan merugikan para pemegang saham dan *internal financial* perusahaan semakin kuat.

Seorang investor akan mempertahankan kepemilikan atas saham suatu perusahaan apabila mereka mengantisipasi bahwa saham tersebut mampu memberikan *return* atau keuntungan yang lebih baik dibanding saham perusahaan lain. Investor yang mengharapkan dividen yang diterima lebih tinggi daripada *capital gain* akan mengharapkan nilai nyang tinggi dari rasio pembayaran dividen (Dwi Prastowo, 2002:98).

Pemilihan *dividen payout ratio* sebagi proksi dari kebijakan dividen dikarenakan adanya teori menurut Kieso, Weygandt, dan Terry (2008:321) menyebutkan bahwa investor lebih tertarik terhadap dividen tunai. Mamduh Hanafi (2009:375) juga menyebutkan bahwa perusahaan yang mempunyai aliran kas yang baik dapat membayar dividen atau meningkatkan dividen. Kieso,Weygandt, dan Kimmel (2008:405) mengatakan bahwa *dividen payout ratio* mengukur presentase pendapatan yang didistribusikan dalam bentuk dividen tunai atau kas. Tatang Gumanty (2013:23) juga menyebutkan bahwa *dividen payout ratio* cendrung mengikuti siklus hidup perusahaan. *Dividen payout ratio* juga dapat digunakan dalam penelitian sebagai suatu cara untuk menduga besarnya dividen di tahun mendatang, karena kebanyakan analisis menggunakan pertumbuhan laba untuk mengaitkan dengan besarnya dividen yang dibagikan. Sedangkan *dividen yield* mengaitkan besaran dividen yang diterima dengan harga saham perusahaan sehingga tidak bisa menduga besarnya dividen di tahun mendatang.

*Dividen payout ratio* juga dapat digunakan sebagai ukuran untuk mengitung *retention rate* atau rasio penahanan laba. Yaitu rasio yang menunjukkan besarnya bagian laba bersih yang ditanamkan kembali atau ditahan di perusahaan yang diyakini dapat mengestimasi pertumbuhan laba ditahun mendatang.

Gordon dan Lintner dalam Agus sartono (2010:284) menyebutkan bahwa para investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*, karena kemungkinan dividen lebih kecil resikonya dibandingkan dengan *capital gain* yang memiliki resiko lebih besar. Dividen merupakan bagian laba bersih perusahaan kepada pemegang saham, sedangkan *capital gain* merupakan selisih positif antara harga perolehan saham dengan harga pasar saham.

Menurut Tatang Gumanty (2013:23) *Dividen payout ratio* diukur dengan cara membagi besarnya dividen per lembar saham dengan laba bersih per lembar saham, yang secara sistematis dapat dinyatakan dengan rumus berikut:

Berdasarkan uraian diatas dapat disimpulkan bahwa *dividen payout ratio* adalah rasio yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk menentukan besarnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan sebagai laba ditahan untuk pendanaan perusahaan.

**2.1.9.5 Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen**

Menurut Sutrisno (2012:267) faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham antara lain adalah:

1. “Posisi Solvabilitas Perusahaan

Apabila perusahaan dalam kondisi insolvensi atau solvabilitasnya kurang menguntungkan, biasanya perusahaan tidak membagikan laba. Hal ini disebabkan laba yang diperoleh lebih banyak digunakan untuk memperbaiki posisi struktur modalnya.

1. Posisi Likuiditas Perusahaan

*Cash dividen* merupakan arus kas keluar bagi perusahaan, oleh karena itu bila perusahaan membayarkan dividen berarti harus bisa menyediakan uang kas yang cukup banyak dan ini akan menurunkan tingkat likuiditas perusahaan. Bagi perusahaan yang kondisi likuiditasnya kurang baik, biasanya *dividen payout ratio*nya kecil, sebab sebagian besar laba digunakan untuk menambah likuiditas. Namun perusahaan yang sudah mapan dengan likuiditas yang baik cendrung memberikan dividen yang lebih besar.

1. Kebutuhan untuk melunasi hutang

Salah satu sumber dana perusahaan adalah dari kreditor berupa hutang baik jangka pendek maupun berjangka panjang. Hutang-hutang ini harus segera dibayar pada saat jatuh tempo, dan untuk membayar hutang-hutang tersebut harus disediakan dana. Semakin banyak hutang yang harus dibayar semakin besar dana yang harus disediakan sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham.

1. Rencana Perluasan

Perusahaan yang berkembang ditandai dengan semakin pesatnya pertumbuhan perusahaan, dan hal ini bisa dilihat dari perluasan yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin pesat pertumbuhan perusahaan, juga semakin pesat perluasan yang dilakukan.

1. Kesempatan Investasi

Semakin terbuka kesempatan investasi semakin kecil dividen yang dibayarkan sebab dananya digunakan untuk memperoleh kesempatan investasi, namun bila kesempatan investasi kurang baik, maka dananya lebih banyak akan digunakan untuk membayar dividen.

1. Stabilitas Pendapatan

Bagi perusahaan yang pendapatannya stabil, dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham lebih besar dibanding dengan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil.

1. Pengawasan terhadap Perusahaan

Kadang-kadang pemilik tidak mau kehilangan kendali terhadap perusahaan. Apabila perusahaan mencari sumber dana dari modal sendiri, kemungkinan akan masuk investor baru dan ini tentunya akan mengurangi kekuasaan pemilik lama dalam mengendalikan perusahaan. Oleh karena itu perusahaan cendrung tidak membagikan dividennya agar pengendalian tetap berada ditangannya”.

yang pendapatannya stabil, dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham lebih besar dibanding dengan perus

**2.1.10 Penelitian Terdahulu**

Adapun hasil-hasil sebelumnya dari penelitian-penelitian terdahulu mengenai topik yang berkaitan dengan penelitian ini dapat dilihat dalam tabel 2.1 berikut :

**Tabel 2.1**

**Penelitian Terdahulu**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **No** | **Peneliti dan Tahun** | **Judul Penelitian** | **Hasil Penelitian** | **Persamaan** | **Perbedaan** |
| 1 | Maria Susilowati Budiyanti (2010) | Pengaruh investasi, kepemilikan manajerial, dan *leverage* operasi terhadap hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan *leverage* keuangan. | Hasil pengujian hipotesis menyatakan bahwa *leverage* keuangan positif terhadap kebijakan dividen, dan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap *leverage* keuangan. | 1. investasi, kepemilikan manajerial, dan *leverage* operasi sebagai variable independen, variable dependen *leverage* keuangan. 2. Metode *purposive sampling*. | 1. Budiyanti membahas hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan *leverage* keuangan. 2. Jumlah sampel, dan periode penelitian. |
| **2** | Sisca Christianty Dewi  (2008) | Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. | Hasil pengujian hipotesis menyatakan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, profitabilitas, yang semakin tinggi akan menurunkan kebijakan dividen. | 1. Kepemilikan Manajerial sebagai variable independen. Variable dependen kebijakan dividen. 2. Metode *purposive sampling.* | 1. Empat variabel independen kepemilikan institusional, kebijakan hutang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan 2. Jumlah sampel, dan periode penelitian. |
| **3** | Rina Purwaningsih (2012) | Hubungan interdependensi kebijakan dividen, dengan *leverage* keuangan dan *leverage* keuangan dengan kepemilikan institusional serta faktor fundamental dan ekonomi makro yang menpengaruhinya | Hasil pengujian hipotesis menyatakan bahwa dividen dan leverage keuangan tidak saling  mempengaruhi secara positif serta tingkat bunga tidak  mempengaruhi leverage keuangan secara positif. | 1. variable *leverage* keuangan dan kebijakan dividen. 2. Metode *purposive sampling*. | 1. Purwaningsih membahas hubungan interdependensi kebijakan dividen dengan *leverage* keuangan, dan *leverage* keuangan dengan kepemilikan institusional dan dan ekonomi makro yang menpengaruhinya. 2. Jumlah sampel, dan periode penelitian. |
| **4** | Khoirul Hikmah  Ririn Astuti  (2013) | *Growth of sales*, *investment*, *liquidity*, *profitability*, dan *size of firm* terhadap kebijakan *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek indonesia. | Hasil pengujian hipotesis menyatakan bahwa *Growth of sales*, *investment*, berpengaruh signifikan terhadap *dividen payout ratio*, sedangkan *liquidity*, *profitability*, tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividen payout ratio*, dan *size of firm* | 1. investasi, sebagai variable independen, variable dependen kebijakan *dividen payout ratio*. | 1. Empat variabel independen *Growth of sales*, *liquidity*, *profitability*, dan *size of firm* 2. Jumlah sampel, dan periode penelitian. |
| **5** | Michell Suharli  (2006) | Studi empiris mengenai pengaruh *profitabilitas, leverage*, dan harga saham terhadap jumlah dividen tunai. | Hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan menyatakan bahwa  *Profitabilitas* dan harga  saham memiliki pengaruh signifikan dan berhubungan searah dengan jumlah dividen yang dibayarkan.  Sedangkan *leverage* perusahaan tidak mempengaruhi besarnya jumlah dividen yang dibayarkan. | 1. Persamaan variabel leverage terhadap jumlah dividen tunai. | 1. Dua variable independen *profitabilitas,*danharga saham. 2. Jumlah sampel, dan periode penelitian. |

Sumber: Data yang diolah kembali oleh penulis, 2016

**2.2 Kerangka Pemikiran**

Kebijakan dividend adalah keputusan mengenai apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk pembiayaan investasi dimasa datang (Agus Sartono, 2001). Kejadian dividend yang optimal merupakan suatu kebijakan devidend yang menciptakan keseimbangan antara dividend saat ini dan pertumbuhan dimasa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga suatu perusahaan (Joel Fred Weston dan Eugene Brighman F. Huston, 1990 dalam Hikmah dan Astuti, 2013).

Dalam hubungannya dengan kebijakan dividen, para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, karena dengan stabilitas dividen dapat meningkatkan kepercayaan investor dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan. Sementara perusahaan mengharapkan adanya pertumbuhan untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya dan memberikan kesejahteraan kepada pemegang saham.

Menurut Agus Sartono (2010:281), kebijakan dividen adalah keputusan dalam menentukan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan. Salah satu indikator yang menunjukkan besarnya nilai dividen yang dibagikan oleh perusahaan adalah *dividen payout ratio*.

Menurut M. Hanafi dan halim (2009:86), rasio pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) menjelaskan bahwa:

“Rasio pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) adalah rasio yang melihat bagian *earning* (pendapatan) yang dibayarkan sebagai dividen kepada investor. bagian lain yang tidak dibagikan akan diinvestasikan kembali kepada perusahaan”.

Dalam menentukan besarnya dividen yang dibagikan seorang manajemen perusahaan harus memperhatikan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi dalam pengambilan keputusan tersebut. Perusahaan dalam membagikan dividennya mempertimbangkan berbagai hal, diantaranya adalah dari sisi investasi, kepemilikan manajerial, *leverage* operasi dan *leverage* keuangan.

**2.2.1 Pengaruh Investasi terhadap *Leverage* Keuangan**

Aktivitas investasi adalah aktivitas yang menyangkut perolehan atau pelepasan aktiva jangka panjang (aktiva tidak lancar) serta investasi lain yang tidak termasuk dalam setara kas, mencakup aktivitas meminjamkan uang dan mengumpulkan piutang tersebut serta memperoleh dan menjual investasi dan aktiva jangka panjang produktif. Maka dari itu, aktivitas investasi mencerminkan pengeluaran kas sehubungan dengan sumber daya yang bertujuan untuk menghasilkan pendapatan dan arus kas masa depan (Trisnawati dan Wahidahwati, 2013).

Perusahaan dapat melakukan investasi yang menguntungkan sesuai dengan dana internal yang dimilikinya. Dengan begitu, Perusahaan yang mempunyai prospek yang baik, akan tercermin dengan terbukanya kesempatan yang tersedia untuk investasi. Sebaliknya, perusahaan yang tidak mempunyai prospek yang baik, akan tercermin dengan terbatasnya kesempatan yang tersedia untuk investasi. Kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan inilah yang akan mempengaruhi *financial leverage* apabila *internal equity* yang dipergunakan untuk mendanai investasi tidak mencukupi. Seberapa besar perusahaan harus melakukan peminjaman, tergantung pada seberapa besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan. Perusahaan akan melakukan peminjaman dalam jumlah yang besar untuk mendanai investasi, apabila memiliki kesempatan yang besar untuk melakukan investasi. Profitabilitas perusahaan dalam jangka waktu panjang akan turun apabila kesempatan besar yang tersedia untuk melakukan investasi tidak dimanfaatkan perusahaan karena keterbatasan dana, Sedangkan perusahaan akan melakukan peminjaman dalam jumlah kecil, apabila memiliki kesempatan yang terbatas untuk melakukan investasi. Dengan demikian, terlihat, adanya hubungan antara investasi dan *financial leverage* (Erkaningrum, 2008).

**2.2.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Leverage* Keuangan**

Kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan suatu perusahaan (Wahidahwati, 2001 dalam Sheisarvian, Sudjana, Saifi, 2015). Perusahaan merupakan titik temu dari hubungan agensi antara pemilik perusahaan (principal) dengan manajemen perusahaan (agen) dimana masing-masing pihak berusaha untuk memaksimalkan kegunaannya.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa salah satu cara untuk memperkecil kemungkinan adanya konflik dalam perusahaan akibat agen dan principal adalah dengan cara memperbesar kepemilikan manajerial. Dengan memperbesar kepemilikan manajerial ini menurut teori Jensen dan Meckling (1976) akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Menurut teori Jensen dan Meckling (1976) semakin besar kepemilikan manajerial maka penggunaan hutang akan semakin menurun. Dan menurut Faisal (2000) dalam Indahnigrum dan Handayan (2009) menyatakan semakin meningkatnya kepemilikan manajerial atau *inside*r, maka akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku *opportunistic* karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cendrung menggunakan hutang yang rendah.

**2.2.3 Pengaruh *Leverage* Operasi terhadap *Leverage* Keuangan**

Menurut Budiyanti (2010) *leverage* operasi dapat didefinisikan sebagai timbulnya biaya tetap dalam operasi perusahaan yang dikaitkan dengan penggunaan aktiva tetap. Perusahaan dengan *leverage* operasi yang tinggi akan cendrung berhati-hati dalam menggunakan utang untuk pendanaan (*leverage* keuangan), karena utang akan menambah beban tetap bagi perusahaan berupa beban bunga pinjaman (Budiyanti, 2010).

*Leverage* operasi menyebabkan suatu perubahan dalam volume penjualan sehingga mempunyai pengaruh yang makin besar atas EBIT. Jika suatu perusahaan memakai suatu tingkat *leverage* operasi yang tinggi, maka titik impasnya adalah pada tingkat penjualan yang relatif tinggi dan perubahan dalam tingkat penjualan mempunyai dampak yang makin besar atas laba. Perlu diketahui bahwa *leverage* keuangan mempunyai jenis pengaruh yang benar-benar sama atas laba. Semakin tinggi faktor *leverage*, semakin tinggi volume penjualan impas/*breakeven* dan semakin besar dampaknya atas laba dari suatu perubahan tertentu dalam volume. Penjualan (J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham, 1991:191).

Pernyataan dari beberapa teoritis di atas didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Ferri dan Jones (1979) dalam Budiyanti (2010) yang menyatakan bahwa pada tingkat leverage operasi yang tinggi perusahaan cendrung mengurangi penggunaan utang karena utang dapat menambah beban tetap perusahaan. Lebih lanjut, semaking tinggi tingkat *leverage* operasi , maka semakin peka pula perubahan penjualan sehingga tingkat risiko juga semakin tinggi.

**2.2.4 Pengaruh Investasi terhadap Kebijakan Dividen**

Berdasarkan struktur kepemilikan, beberapa investor memiliki hak atau wewenang untuk memantau dan megawasi manajer perusahaan. Kondisi ini membuat masalah keagenan menjadi lebih penting. Biaya keagenan berasumsi bahwa pembayaran dividen muncul sebagai penyelesaian masalah keagenan yang timbul ketika terjadi pemisahan kepemilikan dan pengawasan perusahaan. Kebijakan dividen sebagai mekanisme bonding, akan menurunkan biaya keagenan modal karena hal ini akan mengurangi kesempatan manajer untuk menggunakan *cash flow* perusahaan untuk aktivitas yang menguntungkan dari manajer (Megginson,1997 : 377 dalam Mahadwartha , 2002)

Menurut Megginson (1997 : 377) dalam Mahadwartha (2002) menyatakan bahwa salah satu persamaan antara kebijakan investasi dan kebijakan dividen adalah keduanya sama – sama bersumber dari laba perusahaan. Laba perusahaan akan dipergunakan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham dan sisanya akan ditahan sebagai laba ditahan (retained earnings) yang akan digunakan untuk investasi perusahaan guna pertumbuhan di masa yang akan datang, sehingga semakin tinggi dana perusahaan dipakai untuk investasi, maka akan semakin kecil pendapatan yang akan diterima para pemegang saham.

Menurut Smith dan Watts (1992) dalam Mahadwartha(2002) menyatakan bahwa pengaruh kebijakan investasi terhadap kebijakan dividen dapat diidentifikasikan melalui arus kas perusahaan. Semakin besar jumlah investasi dalam suatu periode tertentu, semakin kecil dividen yang diberikan, karena perusahaan yang tumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang *free cash flow*-nya rendah.

**2.2.5 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen**

Demsey & Laber (1992) dalam Kartini & Romlah (2006) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* perusahaan yang berarti perusahaan cendrung membayar dividen tinggi, jika manajer memiliki proporsi saham lebih rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen.

Menurut Demsey & Laber (1992) dalam Susilawati (2000), masalah keagenan banyak dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial. Semakin besar kepemilikan manajerial maka perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pengelola perusahaan semakin kecil, karena mereka akan bertindak secara beriringan dengan lebih hati-hati dalam mengambil suatu keputusan karena hasil keputusan yang diambil tidak hanya berdampak pada pemilik, namun manajer juga ikut menanggung konsekuensi dari keputusan yang telah diambilnya. Apabila keputusan yang diambil manajemen salah maka mereka akan menerima konsekuensi dengan ikut menanggung kerugian atas keputusan tersebut dan begitu pula sebaliknya, apabila keputusan yang diambil manajemen benar maka mereka akan menerima hasil sesuai dengan apa yang diharapkan sebelumnya yaitu menerima keuntungan atas keputusan yang telah diambil.

Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan mensetarakan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini manajer diharapkan bisa menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah. Dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang (Nuringsih, 2005).

* + 1. **Pengaruh *Leverage* Operasi terhadap Kebijakan Dividen**

*Leverage* operasi merupakan penggunaan aktiva yang menimbulkan biaya tetap (*fixed cost)*. Biaya tetap merupakan biaya yang tidak berubah meskipun aktivitas perusahaan berubah.

Brigham dan Houston yang dialihbahasakan oleh Dodo Suharto dan Herman Wibowo (2001:245) menyatakan bahwa:

“Jika sebagian besar dari total biaya perusahaan adalah tetap, maka perusahaan itu dikatakan mempunyai *leverage* operasi yang lebih tinggi”.

Menurut Budiyanti (2010) perusahaan dengan memiliki *leverage* operasi yang tinggi maka akan cenderung lebih berhati-hati dalam menggunakan utang untuk pendanaan,karena utang akan menambah beban tetap bagi perusahaan berupa biaya bunga dan pokok angsuran, sehingga hal ini dapat meningkatkan risiko terjadinya *financial distress* yaitu perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya. Perusahaan yang memiliki *leverage* operasi yang tinggi, sebaiknya membagikan dividen dalam jumlah yang kecil dan lebih berhati-hati dalam menggunakan utang.

**2.2.7 Pengaruh *Leverage* Keuangan terhadap Kebijakan Dividen**

Irham Fahmi (2011:127) mengatakan rasio *leverage* keuanganadalah mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang. Sedangkan, di dalam perusahaan asimetri informasi menyebabkan pendanaan eksternal terlalu mahal bagi perusahaan, karena itu perusahaan lebih memprioritaskan dana internal dari pada dana eksternal. Apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan dituntut untuk melakukan pendanaan eksternal yang biasanya lebih mengutamakan pendanaan utang dari pada saham. Sehingga *leverage* keuanganperusahaan dapat digunakan untuk membayar dividen agar dapat menjaga porferma dan signal perusahaan bagi investor.

Menurut Suharli dalam Arilaha (2009) perusahaan yang *leverage* keuangan tinggi maka akan memberikan dividen yang rendah. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh hutang (*leverage* keuangan) menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. Perusahaan yang memiliki rasio hutang lebih besar akan membagikan dividen lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban.

**2.2.8 Paradigma Penelitian**

Investasi

Henry Faizal Noor (2014:2)

Kepemilikan Manajerial

Wahidahwati (2001) dalam Sheisarvian, Sudjana, dan Saifi (2015)

Kebijakan Dividen

Agus Sartono (2010:281)

*Leverage* Keuangan

Sutrisno (2012:198)

*Leverage* Operasi

Sutrisno (2012:198)

**Gambar 2.1**

**Paradigma Penelitian**

**2.3 Hipotesis Penelitian**

Menurut Sugiyono (2013:93) pengertian hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian. Oleh karena itu, rumusan masalah penelitian biasanya disusun dalam bentuk kalimat pertanyaan. Dikatakan sementara karena jawaban yang diberikan baru berdasarkan teori yang relevan, belum didasarkan pada fakta-fakta empiris yang diperoleh melalui pengumpulan data. Berdasarkan perumusan masalah dan kerangka pemikiran, hipotesis dalam penelitian ini dirumusakan sebagai berikut:

: Investasi berpengaruh terhadap *leverage* keuangan.

: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *leverage* keuangan.

: *Leverage* operasi berpengaruh terhadap *leverage* keuangan.

: *Leverage* keuangan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

: Investasi dan *leverage* keuangan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

: Kepemilikan manajerial dan *leverage* keuangan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

: *Leverage* operasi dan *leverage* keuangan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

: Investasi berpengaruh terhadap *leverage* keuangan dan dampaknya terhadap kebijakan dividen baik secara langsung maupun tidak langsung.

: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *leverage* keuangan dan dampaknya terhadap kebijakan dividen baik secara langsung maupun tidak langsung.

: *Leverage* operasi berpengaruh terhadap *leverage* keuangan dan dampaknya terhadap kebijakan dividen baik secara langsung maupun tidak langsung.