



Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar Unand.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin Unand.

**PENGARUH FREE CASH FLOW TERHADAP DIVIDEND PAYOUT
RATIO PERUSAHAAN REAL ESTATE YANG SELALU
MEMBAGIKAN DEVIDEN SELAMA PERIODE 2005-2009 YANG
TERDAFTAR DI BEI**

SKRIPSI



**PANDI WICAKSONO
06152041**

**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ANDALAS
PADANG
2011**

LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

Dengan ini, Dekan Fakultas Ekonomi dan Ketua Jurusan serta Pembimbing menyatakan bahwa :

Nama : **Pandi Wicaksono**
No. BP : 06 152 041
Jenjang Pendidikan : S1 (Strata Satu)
Jurusan : Manajemen
Konsentrasi : Keuangan
Judul Skripsi : **Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio Perusahaan Real Estate Yang Selalu Menbagikan Deviden Selama Periode 2005-2009 Yang Terdaftar Di BEI (Bursa Efek Indonesia).**

Telah diuji dan disetujui skripsi melalui seminar hasil skripsi Jurusan Manajemen yang diadakan pada tanggal 26 Januari 2011 sesuai dengan prosedur, ketentuan dan kelaziman yang berlaku.

Padang, 31 Januari 2011

Pembimbing,



Drs. Alimuni, MM

NIP. 19450910 197403 1 001

Mengetahui,

Dekan Fakultas Ekonomi

Ketua Jurusan



Prof. Dr. H. Syafruddin Karimi, SE. MA

NIP. 19541009 198012 1 001

Dr. Harif Amali Rivai, SE, M.Si

NIP. 19710221 199701 1 001



No. Alumni Universitas :	PANDI WICAKSONO	No. Alumni Fakultas :
a). Tempat / Tgl Lahir : Medan / 13 Juni 1987 b). Nama Orang Tua : Kurniadi Ginting dan Satinah c). Fakultas : Ekonomi d). Jurusan : Manajemen e). No. BP : 06152041 f) Tgl Lulus : 26 Januari 2011 g). Predikat Lulus : Sangat Memuaskan h). IPK : 3,00 i) Lama Studi : 4 tahun 5 bulan j). Alamat Orang Tua : Jln. Sei Glugur, Dusun V Kuta Jurung, Kec. Pancur Batu, Kab. Deli Serdang, SUMUT.		

**PENGARUH FREE CASH FLOW TERHADAP
DIVIDEND PAYOUT RATIO PERUSAHAAN REAL ESTATE YANG SELALU MEMBAGIKAN
DEVIDEN SELAMA PERIODE 2005-2009 YANG TERDAFTAR DI BEI**

*Skripsi S1 Oleh : Pandi Wicaksono
Pembimbing : Drs. Alimunir, MM*

ABSTRAK

Besar kecilnya pembagian deviden dipengaruhi oleh beragam faktor, seperti : kondisi ekonomi makro, peraturan perpajakan, tingkat laba bersih yang dihasilkan, dan sebagainya. Namun dari banyak faktor tersebut, para ahli keuangan menganggap bahwa hanya ketersediaan kas aktual (*Free Cash Flow*) sajalah yang paling berpengaruh dominan atas persentase besar kecilnya deviden yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham. Untuk itu, tujuan penelitian ini dimaksudkan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratiio* Perusahaan Real Estate dan Properti yang selalu membagikan devidennya selama tahun 2005-2009 yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia).

Penelitian ini menggunakan teknik analisis data kuantitatif dengan bantuan *software* SPSS, untuk mendukung hasil pengujian hipotesis (*hypothesis testing*). Sedangkan sumber data berupa data historis sekunder. Hasil penelitian menunjukkan bahwa selama tahun 2005 sampai dengan tahun 2009, kebijakan pembagian deviden pada perusahaan real estate dan properti selalu dipengaruhi oleh ketersediaan kas aktual (*Free Cash Flow*) perusahaan. Oleh sebab itu, hanya dengan meningkatkan arus kas aktual (*Free Cash Flow*) sajalah, perusahaan – perusahaan yang tergabung dalam industri real estate dan properti dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham dalam bentuk pembagian deviden yang terus meningkat, sehingga dampaknya pula akan berbanding lurus dengan peningkatan nilai perusahaan.

Skripsi telah dipertahankan di depan sidang penguji dan dinyatakan lulus pada tanggal : 26 Januari 2011

Abstrak telah disetujui oleh penguji:

Tanda Tangan			
Nama Terang	Drs. Alimunir, MM	Rida Rahim, SE, MM	Sari Surya, SE, MM

Mengetahui,
Ketua Jurusan Manajemen:

Dr. Harif Amali Rivai, SE, Msi
Nip. 19710221 199701 1 001

Tanda Tangan

Alumnus telah mendaftar ke Fakultas / Universitas Andalas dan mendapat nomor Alumnus:

	Petugas Fakultas/ Universitas	
Nomor Alumni Fakultas:	Nama	Tanda Tangan
Nomor Alumni Universitas:	Nama	Tanda Tangan

KATA PENGANTAR



Segala puji dan syukur penulis persembahkan kehadirat ALLAH SWT Tuhan semesta alam yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya berupa kesehatan, kelapangan waktu dan pikiran sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul : **Pengaruh Motivasi dan Persepsi Terhadap Proses Keputusan Pembelian Shell Advance Pada Mahasiswa S1 Fakultas Ekonomi Universitas Andalas.**

Sebagai suatu karya tulis ilmiah dari seorang mahasiswa sudah barang tentu melibatkan berbagai pihak baik langsung maupun tidak langsung. Pada kesempatan ini, penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya pada pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini, antara lain :

1. Bapak **Dr. H. Syafruddin Karimi, SE. MA** selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Andalas.
2. Bapak **Dr. Harif Amali Rivai, SE. M.Si** selaku Ketua Jurusan Manajemen dan Bapak **Hendra Lukito, SE. MM** selaku Kepala Program Studi Manajemen serta Ibu **Dr. Vera Pujani, SE. MM** selaku Sekretaris Jurusan Manajemen.
3. Ibu **Drs. Alimunir, MM** selaku Pembimbing Skripsi yang telah meluangkan waktunya untuk membimbing dan memberikan motivasi kepada penulis selama menyelesaikan skripsi ini.

4. Ibu **Rida Rahim, SE, MM** dan Ibu **Sari Surya, SE, MM** yang bertindak sebagai penguji dalam seminar hasil dan memberikan masukan untuk penyempurnaan penulisan skripsi ini.
5. Terimakasih yang tak berhingga kepada Ibunda tercinta yang selalu memberikan inspirasi dalam hidup saya. Beliaulah Sang Batara Surya dalam hati kelam ini. Teruntuk pula Ayah yang selama hidup saya selalu memberi panutan, bimbingan dan motivasi dalam menapaki pahit getir kehidupan.
6. Bapak dan Ibu staf pengajar di Jurusan Manajemen atas didikan dan ilmu yang telah disampaikan kepada penulis.
7. Seluruh civitas akademika di Jurusan Manajemen terutama staf Biro Manajemen yang telah membantu untuk keperluan perkuliahan penulis.
8. Sahabat **Manajemen 06** (Agus Al Garu_Qhi', Ef Datuak nan aneh, ATT Qanthowi wal Benosoni Al – Firdausi Oli binti Gebrinania, Irpan So Pasti, Pindo Warnerrior, Encik Eri, Yudi , Zulfi Zethor, Om Mus & Mail Dua Seinggit, Mas Diming, Bang Ucok nak Wak Uteh, dan lainnya yang tidak bisa penulis tuliskan satu per satu, terima kasih atas masukan dan hari-hari penuh kebersamaannya semoga semua yang kita perbuat menjadi kenangan dimasa mendatang.

Penulis menyadari, bahwa masih banyak kekurangan dalam penulisan skripsi ini, semoga dapat dimaklumi dan dapat bermanfaat bagi penelitian selanjutnya.

Padang, 31 Januari 2011

Penulis

DAFTAR ISI

Daftar Isi.....	i
Daftar Tabel.....	iv
Daftar Gambar.....	v
Daftar Lampiran.....	vi

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	11
1.3 Tujuan Penelitian.....	11
1.4 Manfaat Penelitian.....	11
1.5 Sistematika Penulisan.....	12

BAB II TINJAUAN KEPUSTAKAAN

2.1 Free Cash Flow.....	14
2.1.1 Pengertian Free Cash Flow (Arus Kas Bebas)	14
2.1.2 Perhitungan Free Cash Flow.....	19
2.2 Kebijakan Deviden.....	23
2.2.1 Pengertian Kebijakan Deviden.....	23

2.3. Teori-Teori Kebijakan Deviden.....	23
2.3.1 Teori Ketidak Relevanan Deviden (Devidend Irrelevance Theory).....	23
2.3.2 Teori Bird In the Hand.....	24
2.3.3 Deviden Rendah Meningkatkan Nilai Saham.....	25
2.3.4 Teori Deviden Residu.....	27
2.3.5 Teori deviden Isyarat (<i>Dividend Signaling Theory</i>)	28
2.3.6 Teori <i>Clientele Effect</i>	30
2.4 Faktor – Faktor Penentu Kebijakan Deviden.....	32
2.5 Dividend Payout Ratio.....	36
2.6 Penelitian Terdahulu.....	36
2.7 Kerangka Pemikiran.....	37
2.8 Hipotesis.....	38

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian.....	39
3.2 Unit Analisis.....	39
3.3 Jenis dan Sumber Data.....	39
3.3.1 Jenis Data.....	39
3.3.2 Sumber Data.....	40
3.4 Populasi dan Sampel.....	40
3.4.1 Populasi.....	40

3.4.2 Sampel.....	40
3.5 Metode pengumpulan Data.....	41
3.6 Definisi dan Pengukuran Variabel.....	42
3.6.1 Variabel Terikat (dependent variabel)	44
3.6.2 Variabel Bebas (Independen Variable)	44
3.7 Model Penelitian.....	45

BAB IV PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

4.1 Gambaran Umum Perusahaan.....	52
4.2 Analisis Deskriptif.....	60
4.3 Uji Normalitas, Asumsi Klasik, Korelasi Sederhana, dan Uji t.....	61
4.4 Implikasi Penelitian.....	67

BAB V PENUTUP

5.1 Kesimpulan.....	69
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	71
5.3 Saran.....	72

DAFTAR PUSTAKA.....	74
---------------------	----

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Daftar Sampel Perusahaan.....	41
Tabel 3.2 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian.....	43
Tabel 4.1 Besarnya FCF, Deviden dan Eat Selama Tahun 2005 – 2009.....	58
Tabel 4.2 Descriptive Statistics.....	61
Tabel 4.3 Model Summary.....	65
Tabel 4.4 Coefficients.....	66

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Deviden.....	38
Gambar 4.1 Grafik FCF, Dividen, dan EAT.....	59
Gambar 4.2 Histogram.....	62
Gambar 4.3 Normal P-P Plot.....	63
Gambar 4.4 Scatterplot.....	64

DAFTAR LAMPIRAN

1. Lampiran Data Output SPSS

2. Lampiran Data FCF:

- Data EBIT, Tax , EBT dan Lainnya Periode Pembukuan Tahun 2005-2009
- Data Kas, Piutang, Persediaan Lainnya Periode Pembukuan Tahun 2006-2009
- Data Hutang, AkruaI , dan Lainnya, Periode Pembukuan Tahun 2006-2009
- Data Kas, Piutang, Persediaan Lainnya Periode Pembukuan Tahun 2005-2008
- Data Hutang, AkruaI ,dDan Lainnya, Periode Pembukuan Tahun 2005-2008
- Data NI, FCF, Deviden, EAT, DPR, TA dan Lainnya Selama Periode 2005-2009

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Adanya *trade off* antara *return* dan *risk* (Brigham et al, 2003:244) merupakan hal lumrah yang dipahami dengan baik oleh banyak pihak yang terlibat dalam dunia bisnis terutama oleh para investor. Namun besar kecilnya deviden tidak hanya ditentukan berdasarkan besar kecilnya laba bersih, banyak faktor kompleks yang memengaruhi kebijakan deviden, tergantung dengan kondisi *internal* (mikro) dan *eksternal* (makro) yang sedang dihadapi perusahaan, juga ekspektasi manajer terhadap kinerja perusahaan di masa mendatang turut berpengaruh bagi kebijakan pembagian deviden. Dengan asumsi dasar yang terkenal dalam ilmu manajemen, yang menyatakan bahwa pihak *internal* (manajemen) lebih mengetahui kondisi perusahaan dibandingkan pihak *eksternal* (*stakeholders*), sesuai dengan *signaling hypothesis* atau *information content*, seperti investor misalnya (Sawir, 2004: 118) terutama investor yang kepemilikan sahamnya relatif kecil dibandingkan keseluruhan jumlah saham yang ada (pemegang saham minoritas). Maka bagi manajer yang meyakini bahwa pada masa mendatang pertumbuhan ekonomi akan membaik, dan bila dari data historis penjualan terlihat adanya korelasi positif antara dua variabel tadi, tidak tertutup kemungkinan bila pihak manajemen tidak akan membagikan devidennya kepada para pemegang saham melainkan deviden tersebut akan digunakan untuk mendanai ekspansi usaha perusahaan (Brigham et el, 1999, Vol.II:77).

Namun, tarik ulur antara kepentingan pemegang saham dan para investor seringkali menimbulkan konflik dan menimbulkan biaya tambahan untuk mengatasinya yang dikenal sebagai biaya keagenan/*agency cost* (Fabozzi and Pamela, 2003:18). Jansen (1986) menyatakan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun menghasilkan *net present value* negatif. *Overinvestment* semacam ini dilakukan dengan menggunakan dana yang dihasilkan dari sumber internal perusahaan yaitu aliran kas bebas untuk menghindari pengawasan yang berhubungan dengan penambahan modal dari luar perusahaan. Padahal dana semacam ini seharusnya dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk peningkatan dividen atau pembelian kembali saham perusahaan.

Dengan demikian, besar kecilnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan dan dilakukan berdasarkan pertimbangan berbagai faktor. Menurut Lintner dalam Salaria Rashid (2009) (yang merupakan pionir dalam penelitian *dividend factors*, faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan diantaranya adalah ukuran perusahaan, prospek pertumbuhan perusahaan (dalam hal ini dapat terlihat dari alokasi dana di masa mendatang untuk mendanai perolehan aset tetap), dan preferensi para pemegang kebijakan untuk menggunakan pendanaan *eksternal*).

Sedangkan menurut Gitman (2003) faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden suatu perusahaan adalah *debt covenant*, likuiditas, posisi kas,

prospek pertumbuhan perusahaan, dan kuasa kendali para pemegang saham mayoritas perusahaan.

Pembayaran dividen khususnya *cash dividend* kepada para pemegang saham sangat tergantung pada posisi kas yang tersedia, hal ini dibuktikan oleh penelitian yang dilakukan oleh Sutrisno (2001) yang menyatakan bahwa di antara beberapa faktor yang memengaruhi *dividend payout ratio*, hanya faktor posisi kas (*cash position*) dan *debt to equity ratio* yang berpengaruh signifikan. Keown et al. (2004, Vol.II:164) juga menyatakan hal yang senada dengan menempatkan keadaan posisi kas sebagai salah satu faktor praktis dalam pengambilan keputusan kebijakan dividen.

Posisi kas yang benar-benar tersedia bagi para pemegang saham akan tergambar pada free cash flow yang dimiliki perusahaan. Menurut Keown et al. (2004, Vol.I:42) aliran kas bebas adalah jumlah kas yang tersisa setelah investasi pada modal kerja operasional bersih dan aktiva tetap yang menghasilkan *net present value* positif dilakukan. Berarti semakin tinggi aliran kas bebas yang dimiliki sebuah perusahaan menandakan semakin baik kinerja perusahaan tersebut sebab dapat memperoleh keuntungan atas kelebihan dana dan kemungkinan perusahaan untuk *survive* dalam kondisi terburuk lebih besar ketimbang perusahaan yang tidak memiliki atau memiliki namun nilainya kecil bila dibandingkan rata – rata arus kas bebas dalam suatu industri. Kondisi aliran kas bebas negatif menandakan sumber dana *internal* tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan sehingga memerlukan tambahan dana *eksternal* baik dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru.

Berbicara mengenai deviden dan arus kas, perusahaan real estate merupakan perusahaan yang amat sangat bergantung dengan manajemen deviden dan arus kas agar tetap mampu mempertahankan nilai perusahaannya dan proyek – proyek dapat selesai pada waktunya, tanpa mengganggu nilai perusahaan di mata investor (Wuryandani, Gantiah dkk. 2005).

Industri Real Estate dan Properti merupakan industri yang bersifat siklis, sehingga seiring dengan perkembangan ekonomi nasional, industri properti pada umumnya juga mengalami peningkatan yang searah. Meningkatnya aktivitas pada industri properti dapat dijadikan petunjuk mulai membaiknya atau bangkitnya kembali kegiatan ekonomi.

Dengan kata lain, kegiatan di bidang properti dapat dijadikan indikator seberapa aktifnya kegiatan ekonomi secara umum yang sedang berlangsung. Namun demikian, perkembangan industri properti perlu dicermati secara hati-hati karena dapat memberikan dampak pada dua sisi yang berbeda. Di satu sisi, industri properti dapat menjadi pendorong bagi kegiatan ekonomi karena meningkatnya kegiatan di bidang properti akan mendorong naiknya berbagai kegiatan di sektor-sektor lain yang terkait.

Dalam hal ini sektor properti memiliki efek pelipatgandaan (*multiplier effect*) yakni dengan mendorong serangkaian aktivitas sektor ekonomi yang lain. *Multiplier Effect* yang dimaksudkan di sini berarti pula bahwa perkembangan satu sektor industri memberikan stimulus efek domino bagi perkembangan industri yang lain. Contohnya, perkembangan industri real estate dan properti dalam pembangunan pusat – pusat perbelanjaan mampu mendorong perkembangan

Koperasi Usaha Tani di desa - desa yang memasok sayur – mayur bagi pusat – pusat perbelanjaan tadi.

Seluruh kegiatan ekonomi baik dalam bidang jasa maupun barang pada dasarnya akan selalu membutuhkan produk properti sebagai salah satu faktor produksi. Sebagai contoh, kegiatan jasa perbankan yang memberikan jasa keuangan juga masih memerlukan adanya produk properti secara aktif sebagai tempat atau sarana untuk melakukan transaksi. Demikian pula, kegiatan produksi atau perdagangan maupun perkebunan/pertanian akan selalu membutuhkan produk properti sebagai sarana kegiatannya. Dengan demikian, kebutuhan akan produk properti akan terus meningkat sejalan dengan perkembangan kegiatan ekonomi.

Namun di sisi lain, perkembangan industri properti yang berlebihan dapat menimbulkan dampak negatif bagi perekonomian. Meningkatnya industri properti yang tidak terkendali sehingga jauh melampaui kebutuhan (*over supply*) dapat berdampak pada terganggunya perekonomian nasional. Gangguan tersebut khususnya bila terjadi penurunan harga di sektor properti secara drastis dengan terjadinya *buble burst*. Kondisi ini akan mempengaruhi kondisi keuangan perbankan melalui dua aspek yaitu terganggunya likuiditas dan nilai jaminan bank serta kinerja debitur di bidang properti. Dalam hal pangsa kredit properti perbankan cukup tinggi dipastikan akan terjadi vulnerabilitas secara langsung pada kondisi perbankan. Sementara itu kesulitan likuiditas dan penurunan nilai jaminan akan mengurangi kemampuan bank untuk mengatasi kredit macet yang akan timbul. Perkembangan ini dikhawatirkan dapat menciptakan ketidakstabilan

sistem keuangan yang pada akhirnya akan merugikan perekonomian nasional secara keseluruhan.

Mempelajari pengalaman di negara-negara lain termasuk Indonesia sendiri, perkembangan *boom-bust* industri properti akan mempengaruhi stabilitas di sektor finansial yang pada akhirnya akan berimbas pada stabilitas ekonomi makro. Pada periode pre-krisis, pengembang sangat ekspansif melakukan pembangunan properti dimana sebagian besar pembiayaan menggunakan fasilitas perbankan baik dalam Rupiah maupun valuta asing. Namun demikian, pada saat terjadi krisis nilai tukar dan peningkatan suku bunga kredit secara tajam telah menghempaskan pengembang sekaligus membuat jatuhnya industri properti. Sekitar 60% (1500 pengembang) telah bangkrut serta kredit macet di sektor properti meningkat tajam, bahkan sebagian besar masuk kedalam pengelolaan Badan Penyehatan Perbankan Nasional (BPPN). Kondisi ini secara otomatis akan langsung menimbulkan krisis sistem keuangan khususnya perbankan. Dengan demikian, gejolak dalam industri properti mempengaruhi secara langsung terhadap stabilitas perbankan.

Setelah masa krisis, industri properti mulai pulih kembali khususnya sejak tahun 2000 dan mengalami peningkatan pesat sehingga sampai dengan tahun 2004 telah mencapai kapitalisasi Rp.66,18 triliun dari Rp.9,88 triliun pada tahun 2000, atau meningkat sekitar 570 % dalam 4 tahun terakhir (Jurnal Properti, Edisi XI tahun 2005-03-02). Suatu lonjakan yang cukup spektakuler. Menyadari permasalahan tersebut, maka perkembangan sektor properti perlu dicermati agar tidak menimbulkan dampak negatif di sektor keuangan khususnya pada perbankan. Untuk itu perlu diketahui perilaku pembentukan *supply* (sisi

penawaran) maupun *demand* (sisi permintaan) dalam industri properti, yang secara langsung akan mempengaruhi siklus *boom-bust* dalam industri properti.

Perkembangan industri properti dipengaruhi antarlain oleh ekspektasi dan spekulasi baik dari sisi demand maupun supply. Gejolak harga dalam industri properti akan mempengaruhi kondisi ekonomi, dimana dalam kondisi terjadi penurunan harga secara tajam merupakan sinyal bahwa perekonomian akan mengalami permasalahan yang serius dan sebaliknya apabila terjadi peningkatan harga secara cepat mengindikasikan telah terjadi spekulasi yang tinggi dalam industri properti. Menurut Davis (2004) siklus properti ditentukan oleh hubungan dinamis antara properti komersial, kredit bank dan makro ekonomi, dimana harga properti merupakan variabel autonomous yang menimbulkan ekspansi kredit dibandingkan sebaliknya dimana kredit perbankan mempengaruhi harga properti. Demikian pula Hofmann (2001), meneliti bahwa terdapat hubungan positif antara kredit riil dengan GDP riil dan harga properti riil, serta adanya hubungan dinamis interaksi dua arah antara kredit riil dengan harga properti riil.

Dengan jatuhnya industri properti pada masa krisis ekonomi tahun 1998, ditengarai telah terjadi perubahan pola pembiayaan dalam industri properti dimana peran perbankan menjadi relatif berkurang dibandingkan dengan masa pre-krisis, sehingga *free cash flow* yang merupakan indikator bagi kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan kapasitas operasinya berikut berbagai kebijakan dalam peningkatan arus aktual dari hasil penerimaan, dan dapat digunakan bagi penyediaan modal *internal*, semakin besar peranannya bagi kesinambungan usaha. Namun apabila dividen tidak dibagikan, yang merupakan komponen potensial dalam *free cash flow*, akan memancing konflik dengan banyak pihak, terutama

pihak investor dan kreditur. Fakta ini merupakan hal yang pelik, belum lagi dengan sifat industri ini yang siklis, ditambah dengan penggunaan leverage operasi yang besar sehingga menyulitkan fleksibilitas operasi, membuat banyak perusahaan dalam industri ini semakin *prudent* dalam mengelola aktivitas bisnisnya, karena bila hal-hal lain tetap, sedangkan tingkat leverage operasi tinggi, berarti perubahan yang relatif kecil dalam penjualan akan mengakibatkan perubahan laba operasi yang besar (Brigham et al, 1999, Vol.II:42).

Karena adanya efek karakteristik industri (*industrially effect*) pada masing-masing industri, maka hal itu turut mempengaruhi kebijakan deviden yang berbeda-beda pada industri yang beda (Brigham et al, 1999, Vol.II:73). Brigham menemukan adanya perbedaan ini dengan mengamati pola pembayaran deviden perusahaan yang *listing* di bursa efek Amerika, dari tahun 1991 sampai dengan tahun 1995. Perusahaan yang tergolong kedalam industri *consumer goods* lebih tinggi tingkat pembayaran devidennya, dengan rata-rata rasio pembayarannya mencapai 79% sedangkan perusahaan yang tergolong kedalam industri *high technology* membagikan dividennya dengan rata-rata rasio pembayaran sebesar 7%.

Berikut paparan ringkas dari perusahaan yang terpilih sebagai sampel berdasarkan kontinuitas deviden selama periode 2005-2009, dan adanya akun-akun tertentu yang disyaratkan untuk memperoleh data FCF.

1) GMTD (PT Gowa Makassar Tourism Development Tbk.)

Shareholders:

PT Makassar Permata Sulawesi 32.50%

Pemerintah Daerah Tingkat I Sulawesi Selatan 13.00%

Pemerintah Daerah Tingkat II Kotamadya Makassar 6.50%

Pemerintah Daerah Tingkat II Kabupaten Gowa 6.50%

Yayasan Pembangunan Sulawesi Selatan 6.50%

Publik 35.00%

2) JRPT (PT Jaya Real Property Tbk.)

Shareholders:

PT Pembangunan Jaya 63.59%

Citiview Properties Limited-Hongkong 12.36%

Domestic 3.74%

Foreign 20.31%

3) JSPT (PT Jakarta Setiabudi Internasional Tbk.)

Shareholders:

PT Jan Darmadi Investindo 57.51%

PT Bank Pan Indonesia Tbk 15.63%

UBS AG, Singapore-UBS Equities 12.01%

Noord-Amerikaanse Financierings

Maatschappij B.V., Belanda 9.52%

Jan Darmadi 0.57%

Cooperative 0.23%

Public 4.53%

4) PJAA (PT. Pembangunan Jaya Ancol Tbk.)

Shareholders:

PEMDA DKI Jakarta 72.00%

PT Pembangunan Jaya 18.01%

Publik 9.99%

5) PNSE (PT Pudjiadi & Sons Tbk.)

Shareholders:

PT Istana Kuta Ratu Prestige 59.70%

PT Jayakarta Investindo 19.24%

Lenawati Pudjiadi 12.83%

Public 8.23%

1) SMRA (PT Summarecon Agung Tbk.)

Shareholders:

PT Semarop Agung 22.29%

HSBC – *Fund Services Clients A/C 500* 8.09%

PT Sinarmegah Jayasentosa 7.26%

Harto Djojo Nagaria 0.32% dan Publik 62.04%

Berdasarkan uraian –uraian yang telah dipaparkan sebelumnya, penulis tertarik untuk melakukan penelitian lebih jauh lagi tentang free cash flow dengan judul: ***“Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividen Payout Ratio Perusahaan Real Estate Yang Selalu Membagikan Dividen Selama Periode 2005-2009 Yang Terdaftar Di BEI”.***

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka perumusan permasalahan dalam penelitian ini adalah :

Apakah *Free Cash Flow* berpengaruh signifikan terhadap *Deviden Cash Policy* (*Dividend Payout Ratio*) Pada Perusahaan Real Estate yang selalu membagikan deviden selama periode 2005-2009 terdaftar di BEI?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai penulis dalam penelitian ini adalah:

Untuk mengetahui seberapa besar Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Deviden Cash Policy* (*Dividend Payout Ratio*) Perusahaan Real Estate Yang selalu membagikan deviden selama tahun 2005-2009 yang terdaftar di BEI.

1.4 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat yang dapat diperoleh dari penelitian ini antara lain:

1. Memberikan informasi, referensi, dan wawasan berpikir tentang pengaruh *free cash flow* terhadap *deviden cash policy* (*dividend payout ratio*).
2. Bagi praktisi dan pengambil keputusan dalam perusahaan, penelitian ini dapat menjadi bahan masukan untuk pengembangan strategi manajemen alokasi dana surplus usaha (deviden) yang baik sehingga pada akhirnya mampu meningkatkan nilai perusahaan dimata *stakeholders* perusahaan khususnya pada perusahaan real

estate dan properti yang kontiniu membagikan devidennya dan terdaftar di BEI.

3. Bagi penulis, penelitian ini merupakan sarana untuk memperluas pemahaman mengenai *free cash flow* serta pengaplikasian ilmu yang telah diperoleh selama masa perkuliahan.

1.5 Sistematika Penulisan

Secara keseluruhan skripsi ini dibagi kedalam enam bab, yaitu:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini membahas mengenai latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II TINJAUAN KEPUSTAKAAN

Pada bab ini dibahas dasar-dasar teori yang relevan digunakan didalam penelitian ini, penelitian sebelumnya, hipotesis dan kerangka teoritis.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Dalam bab ini dibahas jenis penelitian, unit analisis, jenis dan sumber data, populasi dan sampel penelitian, definisi dan pengukuran variabel, serta model penelitian yang digunakan.

BAB IV PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

Pada bab ini penulis menjabarkan variabel-variabel penelitian, analisis dan pembahasan data yang telah terkumpul terkait permasalahan yang dibahas pada penelitian ini.

BAB V PENUTUP

Bab ini memuat kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan penelitian, serta saran bagi pihak yang berkepentingan termasuk peneliti selanjutnya.

BAB II

TINJAUAN KEPUSTAKAAN

2.1 Free Cash Flow

2.1.1 Pengertian Free Cash Flow

Banyak ahli yang memaparkan pengertian dari Free Cash Flow (FCF), diantaranya adalah :

- Fabozzi et al (2008:316)
“Free cash flow is the cash flow left over after the company funds all positive net present value projects”.
- Mooney (2008:245):
” A financial analysis ratio that assesses the company’s capability to take advantage of new opportunities while formula is net cash from operating activities, minus dividends, and maintaining current dividend levels and asset replacement. The minus purchases of fixed assets.”
- Collin (2007:102):
“The level of cash flow after the deduction of interest payments, tax payments, dividends and ongoing capital expenditure.”
- Carmichael et al (2007, Chapter XVI: 35)
“ The difference result between cash flow used for investment and cash flow from operation.”
- Gould, Graeme (2006: 42):
“Cash Flow available to the company’s suppliers of capital after all operating expenses have been paid and operating investments have been made.”

- Brigham et al (2003:55)

“The cash flow actually available for distribution to all investors (stockholders and debtholders) after the company has made all the investments in fixed assets, new products, and working capital necessary to sustain ongoing operations.”

- Choi and Frederick D.S. (2003, Chapter IV: 17):

“Free cash flow (cash flow greater than needed for day-to-day operations) is valued at the time received in the project approach, but only when remitted to the parent company as a liquidating dividend from a parent point of view.”

- Fabozzi and Pamela (2003:560):

“Free cash flow is the cash in excess of the cash needed to finance profitable investment opportunities. A profitable investment opportunity is any investment that provides the firm with return greater than what shareholders could get elsewhere on their money—that is, a return greater than the shareholders’ opportunity cost.”

- Broyles (2003:176)

“Free cash flow is the cash after-tax cash flow from operations net of capital investment and increases in net working capital.”

- Chorafas (2002:177)

” Free cash flow (FCF): It tells how much cash is uncommitted and available for other uses. Its computation takes cash flow as a basis and

adjusts certain balance sheet items, subtracting current debt and capital expenditures."

Free cash flow adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi *capital expenditures* yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. *Free cash flow* dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Keuntungan perusahaan memiliki *free cash flow* positif menurut Chorafas (2002:177) :

1. *Free cash flow can be used to boost dividends, buy back shares, pay back shares, or pay down debt.*
2. *In terms of acquisitions, companies with free cash flow are those particularly sought after.*
3. *Some businesses that look pricey based on earnings may be bargains when measured by the yardstick of free cash flow.*

Pernyataan yang sama, dikemukakan oleh Ketz (2003: 236):

"free cash flows is not only does cash represent an asset more valuable than receivables or adjustments to market values, but it pays the bills and promotes corporate liquidity."

Teori keagenan menyatakan apabila perusahaan mempunyai aliran arus kas bebas (*free cash flow*), manajer perusahaan mendapat tekanan dari pemegang saham untuk membagikannya dalam bentuk deviden. Konflik ini merupakan tindakan logis pemegang saham untuk mencegah pihak manajemen menggunakan

free cash flow untuk hal-hal yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan dan cenderung merugikan para pemegang saham. Oleh karena itu, pihak manajemen membagikan *free cash flow* agar dapat menekan biaya agensi atau *agency cost*.

Namun Broyles (2003:208), menyatakan sebaliknya dengan mendukung Jansen:

“Free cash flow is cash flow not required for investment in the available projects having positive NPVs. Jensen (1986) suggested that managers often prefer to use free cash flow for acquisitions rather than paying higher dividends or buying back shares from the shareholders. Buying other firms instead confers more power.”

Masalah keagenan dapat timbul bila manajemen dan pemegang saham mempunyai tujuan yang berbeda. Aspek khusus dari masalah keagenan yang mempengaruhi kebijakan pendanaan adalah masalah *free cash flow* yang dikemukakan oleh Jansen (1986). *Free cash flow* mengacu pada kelebihan arus kas operasional yang melebihi jumlah dana yang diperlukan untuk mendanai seluruh peluang investasi yang menguntungkan atau seluruh proyek yang memiliki *net present value* positif. *Free cash flow* ini seharusnya dibayarkan kepada para pemegang saham, karena jika tidak, dana menganggur itu akan diinvestasikan pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan. Tetapi, para manajer umumnya enggan membayarkan *free cash flow* tersebut sebagai dividen kepada para pemegang saham karena akan mengurangi wewenang mereka. Jika dana tersebut terlanjur dibayarkan sebagai dividen, sementara ada peluang investasi baru, mereka akan harus berusaha mencari dana lagi. Masalah ini muncul bukan karena para manajer mempertahankan posisi mereka sendiri tanpa

mengindahkan prinsip maksimalisasi kekayaan para pemegang saham, tetapi karena perubahan – perubahan kondisi ekonomi dan pasar yang terus berkembang. Perubahan ini menyebabkan manajer menemui kesulitan dalam menyesuaikan strategi keuangan mereka, sehingga tidak semua arus kas dapat diinvestasikan pada proyek yang tingkat keuntungannya memadai.

Manajemen perusahaan yang mempunyai banyak *free cash flow* cenderung memanfaatkan dana ini guna memperbesar kekuasaan dan kepuasannya dalam bentuk perluasan perusahaan atau mengeluarkan pengeluaran yang boros untuk fasilitas pribadi, misalnya kantor yang mewah. Salah satu cara untuk mengatasi masalah yang ditimbulkan oleh *free cash flow* adalah dengan meningkatkan utang perusahaan, dengan harapan persyaratan pelunasan utang yang ketat akan membuat manajemen perusahaan lebih efisien. Jika utang tidak dilunasi seperti yang disyaratkan, perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan dan manajer perusahaan sebagai akibatnya akan kehilangan jabatannya. Dengan dihapusnya pengeluaran yang tidak perlu, profitabilitas perusahaan akan meningkat karena lebih efisien. Hal ini akan mempengaruhi insentif manajemen perusahaan dan dapat meningkatkan semangat serta kesungguhan manajemen untuk bekerja keras guna memaksimalkan laba.

Aliran kas bebas memberikan pemahaman bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Kondisi pertumbuhan industri berpengaruh terhadap *free cash flow* dan kebijakan deviden, misalnya bila perusahaan memiliki aliran kas bebas tinggi dengan tingkat pertumbuhan rendah, maka aliran kas bebas ini seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham,

tetapi bila perusahaan memiliki aliran kas bebas tinggi dan tingkat pertumbuhan tinggi maka aliran kas bebas ini dapat ditahan sementara, dan bisa dimanfaatkan untuk investasi pada periode mendatang.

Karena adanya ambiguitas kebijakan deviden akibat pengaruh *free cash flow* tersebut sehingga penulis tertarik untuk meneliti bagaimana pengaruh *free cash flow* (aliran kas bebas) terhadap kebijakan dividen yang diproksikan oleh *dividend payout ratio*.

2.1.2 Perhitungan *Free Cash Flow* (Arus Kas Bebas)

Terdapat dua pendekatan dalam menghitung besarnya *free cash flow* (Keown et al, 2004 Vol. I : 46-48):

1. Pendekatan Berbasis Operasi (Operation Perspective Approach)

Free Cash Flow (Arus Kas Bebas):

Jumlah Kas Setelah Pajak dari Operasi – Investasi Pada Aktiva.

Atau : (EBITDA – Tax) – Investasi Pada Aktiva.

Investasi Pada Aktiva :

Δ Modal Usaha Bersih Operasi + Δ Aktiva Tetap dan Aktiva lain.

Jadi, prosedur penghitungan *Free Cash Flow* (arus kas bebas) perusahaan yang berbasis usaha mencakup tiga langkah:

- Mengubah laporan laba rugi berbasis aktual ke basis dasar (menghitung arus kas setelah pajak dari operasi).

- Menghitung investasi dalam modal kerja usaha bersih.
- Menghitung investasi dalam aktiva tetap atau aktiva lain.

2. Pendekatan Berbasis Pembiayaan (*Financial Perspective Approach*)

Free Cash Flow (Arus Kas Bebas):

Interest + Dividend + Pengurangan Utang (*Long & Short term*) dan Saham

Oleh karena itu, untuk menghitung *Free Cash Flow* (arus kas bebas) dari perspektif pembiayaan, kita harus melakukan:

- Menghitung bunga yang dibayarkan kepada para kreditor.
- Menentukan jika perusahaan membayar kembali utang pokok kepada kreditor (kreditor menerima uang tunai) atau meningkatkan utang pokok (kreditor menyediakan uang tunai pada perusahaan). Jumlah ini didapatkan dengan menghitung perubahan utang pokok.
- Memastikan bahwa ada dividen yang dibayarkan kepada (diterima oleh) para pemegang saham.
- Menentukan bila ada saham baru yang dikeluarkan (investor menyediakan uang tunai untuk perusahaan) atau jika perusahaan membeli kembali saham dari investor (investor menerima uang tunai dari perusahaan). Di sini kita mengambil perubahan dalam

nilai per saham dan agio saham untuk semua saham yang dikeluarkan dan diubah dalam perbendaharaan saham.

Rumus yang digunakan dalam penelitian ini adalah rumus yang terdapat dalam buku Brigham et al (2003: 56-57), karena memiliki beragam keunggulan diantaranya :

- 1) Perumusannya ringkas, jelas dan mudah dimengerti.
- 2) Digunakan untuk memahami aktivitas operasional dan pengaruhnya pada penerimaan kas aktual.
- 3) Akun – akun yang digunakan dalam perumusan sifatnya mutlak, maksudnya tidak dimungkinkan terjadinya penafsiran ganda (multi tafsir) akibat adanya klausul – klausul hukum dalam metode pencatatan akuntansi.

Brigham et al (2003: 56-57), merumuskan *Free Cash Flow* sebagai:

$$FCF = \text{Operating Cash Flow} - \text{Gross Investment in Operating Capital}$$

Dimana;

$$\begin{aligned} \text{Operating Cash Flow} &= \text{NOPAT (Net Operating Profit After Tax)} + \\ &\quad \text{Depreciation} \\ &= \text{EBIT (1-Tax Rate)} + \text{Depreciation} \end{aligned}$$

$$\text{Gross Investment in Operating Capital} = \text{Net investment} + \text{Depreciation}$$

Ada beberapa tahapan untuk memperoleh NI:

1. Hitung *Net Operating Working Capital (NOWC)*

Rumusnya:

All Current Assets – All Current Liabilities

Don't Charge Interest

All Current Assets: Cash & Marketable Securities, Accounts receivable, Inventories.

All Current Liabilities Don't Charge Interest: Accounts Payable, Accruals.

2. *Hitung Total Operating Capital (TOWC) : NOWC + Net Fixed Assets.*
3. *Maka $NI = TOWC_{n+1} - TOWC_n$*

Sehingga $FCF = NOPAT - NI$

$= EBIT (1 - Tax Rate) - Net investment$

$NOPAT = Net Operating Profit After Tax$

$= EBIT (1 - Tax Rate)$

$NI = Net Investment In Operating Capital = Investasi modal kerja bersih.$

Kesimpulannya, *Free Cash Flow* (arus kas bebas) dari perspektif pembiayaan adalah arus kas bersih yang diterima oleh para investor perusahaan, atau jika hasilnya negatif, arus kas bebas adalah arus kas yang dibayarkan investor kepada perusahaan tersebut. Keadaan lain dimana investor menanamkan modal

perusahaan, adalah karena arus kas bebas operasi perusahaan negatif, dengan demikian membutuhkan pemasukan modal dari para investor.

2.2 Kebijakan Deviden

2.2.1 Pengertian Kebijakan Deviden

Dividen merupakan pembayaran dari perusahaan kepada para pemegang saham atas keuntungan yang diperolehnya. Dividen kas mencerminkan arus kas kepada pemegang saham dan menginformasikan kinerja perusahaan saat ini dan yang akan datang. Kebijakan deviden perusahaan memasukkan dua komponen dasar, yakni tingkat pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) dan kestabilan dividen (Keown et al, 2004, Vol. II : 149 - 148). Karena *retained earnings* (saldo laba) adalah salah satu bentuk pendanaan internal, maka keputusan mengenai dividen dapat mempengaruhi kebutuhan pendanaan eksternal perusahaan. Dengan demikian, semakin besar dividen kas yang dibayarkan oleh perusahaan, maka semakin besar pula jumlah pendanaan eksternal yang dibutuhkan melalui pinjaman hutang atau penjualan saham.

2.3. Teori-Teori Kebijakan Deviden

(Keown et al, 2004, Vol. II : 149 - 155) menyatakan ada beberapa teori yang mendasari kebijakan deviden, antara lain:

2.3.1. Teori Ketidak Relevanan Deviden (Devidend Irrelevance Theory)

Teori tersebut menyatakan bahwa kebijakan deviden perusahaan tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Penganjur utama teori ini adalah Merton Miller dan Franco Modigliani (MM).

menurut teori ini, nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba serta resiko bisnisnya, dengan kata lain, nilai suatu perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan bagaimana pendapatan tersebut dibagi di antara deviden dan laba yang ditahan (atau pertumbuhan). Asumsi –asumsi yang digunakan :

1. Tidak terdapat pajak pendapatan perseorangan atau perusahaan.
2. Tidak terdapat biaya emisi atas jual beli saham.
3. Tingkat leverage keuangan tidak mempunyai pengaruh terhadap biaya modal.
4. Para investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang prospek (masa depan) perusahaan.
5. Distribusi pendapatan mempunyai pengaruh terhadap biaya ekuitas perusahaan.

2.3.2. Teori Bird In the Hand

Pandangan yang mengatakan deviden lebih pasti dari pada perolehan modal, disebut "*bird in the hand theory*" (teori burung ditangan). Dengan mendapatkan deviden (*a bird in the hand*) adalah lebih baik daripada saldo laba (*a bird in the bush*) karena pada akhirnya saldo laba tersebut mungkin tidak akan terwujud sebagai deviden dimasa yang akan datang (*it can fly away*). Kepercayaan bahwa kebijakan deviden perusahaan merupakan hal yang tidak penting, secara tidak langsung membuat para investor berasumsi bahwa pendapatan yang mereka harapkan melalui perolehan modal akan berbeda besarnya dengan pendapatan yang berasal dari deviden. Hal ini disebabkan karena deviden lebih bisa

diramalkan daripada pendapatan modal (*capital gains*), manajemen dapat mengontrol deviden, tapi tak dapat mendikte harga saham. Investor kurang yakin akan menerima pendapatan dari perolehan modal (*capital gains*) daripada dari deviden.

2.3.3. Deviden Rendah Meningkatkan Nilai Saham

Pandangan ketiga adalah deviden yang rendah mempengaruhi harga saham, sehingga deviden dapat merugikan investor. Pendapat ini didasarkan pada perbedaan perlakuan pajak antara pendapatan deviden dan perolehan modal.

Menurut Brigham et al, (1999, Vol.II:67) ada tiga alasan investor menyukai deviden yang rendah:

1. *Capital gains* (keuntungan modal) dikenakan tarif pajak maksimum 28% sedangkan pendapatan deviden dikenakan pajak dengan tarif mencapai 39,6%. Oleh karena itu investor yang memiliki sebagian besar saham dan menerima sebagian besar deviden yang dibayarkan mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali bagian deviden sebagai laba ditahan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan deviden yang pajaknya lebih tinggi.
2. Pajak *capital gains* tidak dibayarkan sampai saham terjual. Karena adanya efek nilai waktu dari uang, maka beban pajak yang dibayar di masa datang mempunyai biaya efektif yang lebih rendah ketimbang beban pajak yang dibayarkan hari ini.

3. Di Amerika, Jika selembaar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang; ahli waris yang menerima saham itu dapat menggunakan nilai saham pada hari kematian sebagai dasar biaya modal mereka, dengan demikian mereka terhindar dari pajak keuntungan modal.

Setiap investor harus membayar pajak pendapatan untuk memaksimumkan pengembalian setelah pajak atas investasi, investor berusaha meminimumkan tingkat pajak atas pendapatan, atau menunda pembayaran pajak jika memungkinkan.

Saham yang memungkinkan penundaan pajak (dividen rendah perolehan modal tinggi) mungkin akan dijual pada harga premi yang relatif sama terhadap saham yang telah dikenakan pajak. Oleh karena itu, dividen yang rendah akan membantu investor menunda pajak pendapatan sehingga memaksimumkan return setelah pajak atas investasinya, sedangkan dividen yang tinggi akan meningkatkan pembayaran pajak pendapatan investor, sehingga return setelah pajak yang diperolehnya berkurang. Berdasarkan logika pemikiran tersebut, kebijakan dividen rendah akan meningkatkan harga saham perusahaan.

Namun investor perlu juga mempertimbangkan pemikiran Mott (2005:262) dalam menilai kinerja perusahaan berdasarkan *dividen policy*-nya:

“Public companies with a stock market quotation must consider their shareholders when framing their dividend policy. We have seen that the dividend yield at any moment in time is not a means to valuing shares. Shareholders do expect their company to pursue a consistent dividend policy and not use retained profits as the sole source of new finance.

Should a company have pursued a policy, say, of distributing one half of its profit over a number of years, then this policy will be expected to continue. Any reduction of dividends to fund high capital expenditure will be greeted by a sharp fall in the market value of the shares. Although this does not immediately have any effect on the company, it makes future rights issues more difficult, and could lead to an opportunistic takeover bid."

2.3.4. Teori Deviden Residu

Teori ini menyatakan bahwa deviden dibayar dari pendanaan yang sama setelah selesai mendapat keuntungan investasi keuangan. Jika perusahaan memiliki biaya pengembangan, yang mungkin secara langsung mempengaruhi keputusan deviden, maka perusahaan harus menerbitkan jumlah sekuritas yang lebih besar untuk mendapatkan modal yang dibutuhkan untuk kegiatan investasi.

Perusahaan umumnya menetapkan empat langkah berikut ketika mengambil keputusan atas rasio pembagian devidennya (Keown et al, 2004, Vol.II:156):

1. Menentukan anggaran modal yang optimal, atau mempertahankan rasio utang optimal dalam pembiayaan investasi masa depan.
2. Menentukan jumlah modal yang dibutuhkan untuk membiayai anggaran tersebut dan hanya mengalokasikan dana untuk investasi yang menghasilkan *net present value* positif, yakni investasi yang memiliki *expected rate of return* melebihi *cost of capital*.

3. Sedapat mungkin menggunakan laba yang ditahan untuk memenuhi penyertaan modal (ekuitas) dan;
4. Membayar deviden hanya jika lebih banyak laba yang tersedia daripada yang dibutuhkan untuk mendukung anggaran modal optimal. Kata residual mengandung arti “sisa”, dan kebijakan deviden residual menyiratkan bahwa deviden sebaiknya dibayarkan jika ada laba yang “tersisa”.

Dasar dari kebijakan residual adalah investor lebih menginginkan perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk deviden, apabila laba yang diinvestasikan kembali tersebut dapat menghasilkan laba yang lebih tinggi daripada tingkat pengembalian laba yang dihasilkan sendiri oleh investor dari investasi lain dengan resiko yang sebanding.

Bagi perusahaan tertentu, rasio pembayaran deviden yang optimal merupakan fungsi dari empat faktor (Brigham, 1999, Vol.II:77):

1. Preferensi investor atas deviden atau keuntungan modal (*capital gains*)
2. IOS (*Investment Opportunity Set*)
3. Struktur modal yang ditargetkan
4. Ketersediaan dan biaya modal ekstra.

2.3.5. Teori deviden Isyarat (*Dividend Signaling Theory*)

Sinyal atau isyarat adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham et al, 1999, Vol. II:71).

Dividend signaling theory menyatakan bahwa pengumuman deviden tunai mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan adanya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang perubahan deviden yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai sinyal tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Hal ini disebabkan adanya *asymmetric information* antara manajer dengan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan deviden sebagai indikator tentang prospek perusahaan. Peningkatan deviden yang dibayarkan dianggap sebagai sinyal yang menguntungkan, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Sebaliknya penurunan deviden yang dibayarkan dianggap sebagai sinyal bahwa prospek perusahaan kurang menguntungkan, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif (Keown et al, 2004, Vol. II:153).

Senada dengan pemikiran Keown et al, Elliot (2007:777) menyatakan bahwa investor institusional amat terpengaruh dengan teori ini:

“Institutional investors want company managers to articulate more clearly their long-term corporate objectives and financial policies, of which dividend policy is an important part, and to emphasise in the discussion their vision for the company and the corporate values. They want managers to be consistent in their communication with investors and the press, and to be open about bad news as well as good.”

Suatu isyarat (*signal*) dapat bermanfaat bagi investor dan pengambil keputusan apabila memenuhi empat hal, yaitu:

- ✓ Manajemen harus selalu mempunyai dorongan yang tepat untuk mengirimkan isyarat yang jujur, walaupun beritanya buruk.
- ✓ Isyarat dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah diterima oleh pesaingnya yang kurang sukses.
- ✓ Isyarat harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang dapat diamati. (misalnya deviden yang lebih tinggi saat ini akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang).
- ✓ Tidak menekan/memperbesar biaya pada pengiriman isyarat yang efektif.

Penggunaan deviden sebagai alat untuk mengirimkan isyarat yang nyata kepada pasar mengenai hasil kerja perusahaan pada masa yang akan datang merupakan cara yang tepat, walaupun mahal tetapi berarti. Hanya perusahaan-perusahaan yang prospeknya baik dapat melakukan hal ini. Sedangkan perusahaan-perusahaan yang kurang sukses tidak dapat melakukan hal yang sama untuk meniru cara ini, karena tidak mempunyai arus yang cukup untuk melakukannya. Dengan demikian pasar akan bereaksi terhadap perubahan deviden yang dibayarkan, karena pasar yakin bahwa pemberi isyarat adalah perusahaan yang sukses (Brigham et al, 1999, Vol. II:71).

2.3.6 Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa terdapat kelompok kepentingan yang berbeda-beda dalam menanggapi isu deviden. Sebagai contoh, di Amerika,

penerima pensiun dan dana bantuan universitas, lebih menyukai pendapatan tunai, sehingga mereka mungkin menghendaki agar perusahaan membagikan persentase yang besar atas laba yang diperoleh. Investor tipe tersebut seringkali termasuk kedalam kelompok tarif pajak yang rendah atau bahkan nol, sehingga tarif pajak tidak terlalu mendapat perhatian. Amat berbeda dengan investor yang berada dalam tahun-tahun puncak keuntungan, yang mungkin lebih memilih reinvestasi, karena mereka tidak begitu membutuhkan pendapatan dari investasi dalam periode berjalan dan mereka akan segera menginvestasikan kembali pendapatan dividen yang diterima setelah terlebih dahulu membayar pajak penghasilan atas deviden tersebut.

Mengingat pemegang saham dapat berpindah-pindah perusahaan dalam berinvestasi, sebuah perusahaan dapat mengubah satu kebijakan pembayaran deviden ke kebijakan yang lainnya dan membiarkan pemegang saham yang tidak menyukai kebijakan tersebut menjual sahamnya kepada investor lain yang menyukainya. Namun, peralihan yang terlalu sering dilakukan tidak efisien (Brigham et al, 1999, Vol.II:71), karena:

1. Adanya biaya pialang.
2. Kemungkinan bahwa pemegang saham yang menjual saham harus membayar keuntungan modal (*capital gains*).
3. Adanya kemungkinan kekurangan investor yang menyukai kebijakan deviden yang baru.

Jadi, manajemen harus mempertimbangkan dengan matang perubahan kebijakan devidennya, karena suatu perubahan dapat menyebabkan pemegang saham saat ini menjual saham mereka, dan mengakibatkan harga saham menjadi

turun. Penurunan harga tersebut bisa bersifat sementara, tetapi juga bisa permanen; jika hanya sedikit investor yang tertarik dengan kebijakan deviden yang baru, harga saham akan terus tertekan. Namun kebijakan baru tersebut dapat saja menarik lebih banyak klientel daripada yang sebelumnya dimiliki oleh perusahaan, sehingga harga saham akan naik.

2.4 Faktor – Faktor Penentu Kebijakan Deviden:

- Paramasivan dan Subramanian (2009:115):

FACTORS DETERMINING DIVIDEND POLICY

1. Profitable Position of the Firm

Dividend decision depends on the profitable position of the business concern. When the firm earns more profit, they can distribute more dividends to the shareholders.

2. Uncertainty of Future Income

Future income is a very important factor, which affects the dividend policy. When the shareholder needs regular income, the firm should maintain regular dividend policy.

3. Legal Constrains

The Companies Act 1956 has put several restrictions regarding payments and declaration of dividends. Similarly, Income Tax Act, 1961 also lays down certain restrictions on payment of dividends.

4. Liquidity Position

Liquidity position of the firms leads to easy payments of dividend. If the firms have high liquidity, the firms can provide cash dividend otherwise, they have to pay stock dividend.

5. *Sources of Finance*

If the firm has finance sources, it will be easy to mobilise large finance. The firm shall not go for retained earnings.

6. *Growth Rate of the Firm*

High growth rate implies that the firm can distribute more dividend to its shareholders.

7. *Tax Policy*

Tax policy of the government also affects the dividend policy of the firm. When the government gives tax incentives, the company pays more dividend.

8. *Capital Market Conditions*

Due to the capital market conditions, dividend policy may be affected.

If the capital market is perfect, it leads to improve the higher dividend.

- (Brigham et al, 1999, Vol.II:88)

Menurut Brigham ada empat faktor yang fundamental dalam keputusan pembagian deviden:

A. *Kendala – Kendala Atas Pembagian Deviden:*

- *Kontrak Utang.*

Kontrak utang biasanya membatasi pembagian deviden dari laba yang dihasilkan setelah pinjaman diberikan. Kontrak utang juga seringkali menyaratkan bahwa tidak ada deviden yang dapat dibagikan kecuali kalau

rasio lancar, rasio kemampuan membayar bunga (times interest earned ratio), dan rasio-rasio pengaman lainnya melebihi batas minimum yang ditetapkan.

- Pembatasan Saham Preferen.

Biasanya, dividen saham biasa tidak dapat dibayarkan jika perusahaan belum membayarkan deviden untuk saham preferennya. Dividen saham preferen yang tertunggak harus dilunasi, sebelum dividen saham biasa dibayarkan.

- Ketidacukupan Laba.

Pembayaran dividen tidak boleh melebihi laba yang ditahan pada pos neraca. Pembatasan resmi ini, yang disebut "*impairment of capital rule*", dirancang untuk melindungi kreditor. Tanpa peraturan tersebut, suatu perusahaan yang mengalami kesulitan mungkin membagikan sebagian besar aktiva kepada pemegang saham dan membiarkan para kreditornya terlantar. Namun beda halnya dengan *liquidating dividend*, sebab deviden dapat dibayarkan dari modal, tetapi harus secara jelas diperlihatkan bahwa dividen tersebut adalah dividen likuidasi, dan dividen itu tidak boleh mengurangi modal di bawah batas yang ditetapkan dalam kontrak utang.

- Ketersediaan Kas

Dividen tunai dapat dibagikan hanya dengan uang kas. Jadi, kekurangan kas di bank dapat membatasi pembagian deviden. Akan tetapi hal itu bisa diatasi dengan pinjaman hutang.

- Denda pajak atas penahanan laba yang tidak wajar.

Perusahaan - perusahaan swasta di AS, diawasi ketat oleh direktorat pajak agar pemegang saham mayoritas tidak menggunakan perusahaan sebagai sarana penghindaran pajak pribadi.

B. Peluang Investasi

- Letak Dari Daftar *IOS (Investment Opportunity set)*

Apabila letak kurva *IOS* semakin mendekati kurva *MCC (Marginal Cost of Capital)* maka tingkat pembayaran deviden akan semakin rendah.

- Fleksibilitas Operasi

Semakin fleksibel operasi suatu perusahaan akan semakin memudahkan mereka untuk mengenakan kebijakan deviden yang stabil, hal ini berhubungan dengan *operating leverage* dimiliki perusahaan.

C. Sumber – Sumber Modal Lainnya

- Biaya Emisi Saham Baru

Jika biaya pengembangan/penerbitan saham baru (*flotation cost*) tinggi, keuntungan yang disyaratkan atas saham baru pun akan lebih tinggi daripada keuntungan yang disyaratkan dari saham sendiri sehingga perusahaan lebih baik menerapkan kebijakan deviden rendah serta melakukan pembiayaan melalui laba ditahan, bukan melalui penerbitan saham biasa. Kebijakan sebaliknya digunakan bila *flotation cost* rendah.

- Daya Substitusi Utang – Ekuitas.

Kemampuan untuk mensubstitusikan utang – ekuitas (karena *flotation rendah* sehingga memudahkan akumulasi modal baik dengan laba ditahan maupun emisi saham) dapat menyebabkan pembayaran tunai

cenderung konstan, sekalipun labanya berfluktuasi dengan menggunakan rasio utang variabel yang ditargetkan.

- Pengendalian (*Management*)

Jika manajemen peduli atas usaha mempertahankan pengendalian atau *management issue*, manajemen mungkin enggan untuk menjual saham baru, sehingga perusahaan mungkin akan menambah lebih banyak laba dari yang seharusnya.

D. Pengaruh Kebijakan Deviden terhadap k_s

Ada 4 faktor yang mempengaruhi k_s :

1. Preferensi return yang sekarang dibanding return di masa depan
2. Tingkat resiko deviden dibandingkan *capital gains*
3. Manfaat pajak dari deviden dibandingkan *capital gains*
4. Informasi atau isyarat dari deviden.

2.5 Dividend Payout Ratio

Dividend Payout Ratio merupakan indikasi atas persentase jumlah pendapatan yang diperoleh dan didistribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk kas (Keown et al, 2004, Vol.II :148). *Dividend Payout Ratio (DPR)* ini ditentukan perusahaan untuk membayar deviden kepada para pemegang saham setiap tahun, penentuan *DPR* berdasarkan besar kecilnya laba setelah pajak.

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen_pershare}}{\text{Earning_pershare}}$$

2.6 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu yang dijadikan sebagai acuan penelitian adalah sebagai berikut:

Penelitian dari Uyara dan Tuasikal (2003) Terhadap perusahaan yang terdaftar di BEI dengan pemilihan acak selama periode tahun 1994 sampai dengan tahun 1996 mengindikasikan bahwa *free cash flow* amat berpengaruh atas besarnya *dividend payout ratio*. Semakin besar *free cash flow* yang dimiliki menyebabkan *dividend payout ratio* yang dibagi semakin besar.

Penelitian dari Oded, Jacob (2009) pada perusahaan yang *listing* di bursa efek AS menyimpulkan bahwa untuk mengeliminir biaya agensi akibat adanya *free cash flow*, maka perusahaan menetapkan persentase tertentu dari laba untuk pembayaran deviden.

Rosdini, Dini (2009) melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode laporan keuangan tahun 2000 sampai dengan 2002, hasilnya juga menyimpulkan bahwa besarnya *free cash flow* berpengaruh terhadap besarnya *dividend payout ratio* yang diterima oleh pemegang saham. Dengan persamaan regresi yang terbentuk yakni: $DPR = 0,144 + 0,101FCF + e$.

2.7 Kerangka Pemikiran

Keputusan suatu perusahaan untuk membagikan dividen serta besarnya dividen yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham sangat tergantung pada posisi kas perusahaan tersebut. Meskipun perusahaan dapat memperoleh laba yang tinggi namun apabila posisi kas menunjukkan keadaan yang tidak begitu baik, perusahaan mungkin tidak dapat membayar dividen. Misalnya, apabila perusahaan membutuhkan dana yang cukup besar untuk membiayai investasinya atau perusahaan tersebut sedang tumbuh sehingga sebagian besar dananya

tertanam dalam aktiva tetap dan modal kerja, maka kemampuannya untuk membayar dividen kas pun sangat terbatas. Keterangan ringkas dapat dilihat pada gambar 2.1.

Gambar 2.1

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen.



Dari diagram tersebut, dapat dilihat bahwa besarnya *Free Cash Flow* sebagai variabel independen mempengaruhi besarnya *Dividend Payout Ratio* perusahaan.

2.8 Hipotesis

Berdasarkan pada perumusan masalah dan landasan teori yang diajukan, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H0 : $b_1 = 0$ (tidak ada pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*)

Jika $t_{hitung} < t_{tabel}$

H1 : $b_1 > 0$ (ada pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*)

Jika $t_{hitung} > t_{tabel}$

Dalam penelitian ini, *Free Cash Flow* digunakan sebagai variabel bebas (*independent variable*) sedangkan *Dividend Payout Ratio* sebagai variabel terikat (*dependent variable*).

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan pengujian hipotesis pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan real estate yang selalu membagikan deviden selama tahun 2005-2009 yang terdaftar di BEI. Menurut Sekaran (2006), *Hypotesis Testing* merupakan suatu penelitian yang sudah memiliki kejelasan pembahasan. Pengujian hipotesis dimaksudkan untuk menjelaskan kembali hubungan kausal antara variabel yang diamati.

3.2 Unit Analisis

Unit analisis dalam penelitian ini adalah perusahaan, yakni perusahaan-perusahaan yang tergolong kedalam industri real estate yang terdaftar di BEI yang membukukan laba dan membagikan deviden secara kontiniu antara periode 2005-2009.

3.3 Jenis dan Sumber Data

3.3.1 Jenis Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data-data historis, sekunder, dan bersifat kuantitatif, yaitu data dari laporan keuangan (*Financial Report*) perusahaan-perusahaan yang tergolong kedalam industri real estate yang terdaftar di BEI yang membukukan laba dan membagikan deviden secara kontiniu

antara periode 2005-2009. Data yang diambil untuk selanjutnya dianalisis pada penelitian ini adalah laporan keuangan, dari tahun 2005 sampai 2009 (selama lima tahun).

3.3.2 Sumber Data

Data-data dalam penelitian ini diperoleh dari publikasi laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang tergolong kedalam industri real estate yang terdaftar di BEI. (<http://www.idx.co.id>) serta dari situs resmi masing-masing perusahaan-perusahaan real estate yang dianalisis.

3.4 Populasi dan Sampel

3.4.1 Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan-perusahaan yang tergolong kedalam industri real estate dan properti dan membagikan deviden selama periode pembukuan 2005-2009 sebanyak 48 (empat puluh delapan) perusahaan.

3.4.2 Sampel

Dalam pemilihan sampel penelitian ini digunakan teknik sampling dengan metode *purposive sampling* dan tipe *judgment sampling* yaitu pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan tertentu (Sekaran, 2006).

Pertimbangan yang digunakan dalam pemilihan sampel penelitian ini adalah:

1. Perusahaan-perusahaan yang tergolong kedalam industri real estate yang Go publik di BEI dan mempublikasikan laporan keuangan pada tahun 2005 sampai tahun 2009.
2. Perusahaan-perusahaan real estate yang secara kontiniu membagikan deviden mulai dari tahun 2005 sampai tahun 2009.
3. Perusahaan – perusahaan yang mencatatkan dengan jelas akun pajak, kas dan setara kas, piutang, persediaan, utang usaha, beban yang masih harus dibayar, serta aktiva tetap bersih selama periode pembukuan antara tahun 2005 sampai dengan tahun 2009.

Berdasarkan kriteria yang ada, maka terdapat 6 (enam) perusahaan yang akan dianalisis dari populasi sebanyak 48 (empat puluh delapan) perusahaan.

Tabel 3.1

Daftar Sampel Perusahaan

No.	Kode Emiten	Nama Perusahaan
1	GMTD	PT Gowa Makassar Tourism Development Tbk.
2	JRPT	PT Jaya Real Property Tbk.
3	JSPT	PT Jakarta Setiabudi Internasional Tbk.
4	PJAA	PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk.
5	PNSE	PT Pudjadi and Sons Tbk.
6	SMRA	PT Summarecon Agung Tbk.

3.5 Metode pengumpulan Data

Data dalam penelitian ini diperoleh dengan cara berikut:

1. Data dikumpulkan dengan metode panel data atau *Time Series Section* selama periode tahun 2005 sampai tahun 2009 (lima tahun) berupa laporan keuangan dari sampel yang diteliti, diperoleh dari situs Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).
2. Pengolahan data menggunakan *software* SPSS versi 15.0 (*Statistical Program For Social Science*)
3. Penelitian Kepustakaan (*Library Research*)

Penelitian dilakukan melalui penelusuran referensi buku – buku ilmiah dan jurnal – jurnal yang berkaitan dengan topik dalam penelitian.
4. Internet digunakan untuk mengumpulkan data-data sekunder dan informasi lain-lainnya yang mendukung penelitian ini.

3.6 Definisi dan Pengukuran Variabel

Dalam penelitian ini digunakan 2 variabel dengan 1 variabel terikat dan 1 variabel bebas. Tabel definisi dan pengukuran variabel dapat dilihat pada halaman berikutnya.

Tabel 3.2

Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Definisi	Indikator	Rumus	Skala
Independent Variabel				
Free Cash Flow per Total Asset (FCF/TA)	Aliran Kas aktual yang dapat dibagikan kepada seluruh investor (<i>stakeholders</i> dan <i>debtholder</i>) setelah sebelumnya perusahaan berinvestasi pada semua aset tetap, produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk kesinambungan usaha di masa mendatang. (Brigham et al 2003: 55)	<ul style="list-style-type: none"> - Net Operating Working Capital (NOWC) - Total Operating Working Capital (TOC). - Net Investment (NI). - Net Operating Profit After Tax 	<ul style="list-style-type: none"> - All Current Assets (-) All Current Liabilities - NOWC (+) Net Fixed Assets. - $NI = TOC_{n+1} - TOC_n$ - $EBIT (1 - T)$ <p>Maka: $FCF = EBIT(1-T) - NI$</p>	rasio
Dependent Variabel				
Dividen Payout Ratio (DPR)	Jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham relatif terhadap laba (<i>earning</i>) yang dihasilkan (Keown et al., 2004: Vol. II : 148)	<ul style="list-style-type: none"> - Dividend per-Share. - Earning Per-Share. 	<ul style="list-style-type: none"> - $\frac{Dividend}{Share}$ - $\frac{Earning}{Share}$ 	rasio

3.6.1 Variabel Terikat (dependent variabel)

Dalam penelitian ini variabel terikat yang di gunakan, yakni kebijakan deviden, dalam hal ini menggunakan rumus Deviden Pay Out Ratio yakni perbandingan antara aktiva Deviden Per Share dibagi dengan Earning Per Share

3.6.2 Variabel Bebas (Independen Variable)

Variable bebas dalam model regresi yang di gunakan adalah Free Cash Flow. Dengan perumusan:

$$FCF = \text{Operating Cash Flow} - \text{Gross Investment in Operating Capital}$$

Dimana;

$$\begin{aligned} \text{Operating Cash Flow} &= \text{NOPAT (Net Operating ProfitAfter Tax)} + \\ &\quad \text{Depreciation} \\ &= \text{EBIT (1-Tax Rate)} + \text{Depreciation} \end{aligned}$$

$$\text{Gross Investment in Operating Capital} = \text{Net investment} + \text{Depreciation}$$

Ada beberapa tahapan untuk memperoleh NI:

4. Hitung *Net Operating Working Capital (NOWC)*

Rumusnya:

$$\begin{aligned} \text{All Current Assets} - \text{All Current Liabilities} \\ \text{Don't Charge Interest} \end{aligned}$$

All Current Assets: Cash & Marketable Securities, Accounts receivable, Inventories.

All Current Liabilities Don't Charge Interest: Accounts Payable, Accruals.

5. *Hitung Total Operating Capital (TOWC) : NOWC + Net Fixed Assets.*

6. *Maka* $NI = TOWC_{n+1} - TOWC_n$

Sehingga $FCF = NOPAT - NI$

$= EBIT (1 - \text{Tax Rate}) - \text{Net investment}$

$NOPAT = \text{Net Operating Profit After Tax}$

$= EBIT (1 - \text{Tax Rate})$

$NI = \text{Net Investment In Operating Capital} = \text{Investasi modal kerja bersih.}$

3.7 Model Penelitian

Metode statistik yang dipakai dalam penelitian ini adalah metode statistik deskriptif, yang bertujuan memberikan gambaran terhadap data-data dari variabel penelitian yang di gunakan dalam penelitian ini.

Jika dilihat dari variabel yang digunakan, maka penelitian ini menggunakan analisis regresi sederhana. Regresi sederhana adalah model regresi yang melibatkan satu variabel dependen dan satu variabel independen. Dalam analisis regresi pengujian yang dilakukan turut menyertakan analisis *Simple Scatterplot*, analisis *Linear Regression* dengan turut mencantumkan tabel Histogram dan *Normal P-P Plot of Regression Standardized* (Safar, Gempur dkk., 2007: 16).

Dalam penelitian ini, sebelum melakukan analisis statistik dan pengambilan keputusan terlebih dahulu dilakukan pendeskripsian variabel-variabel penelitian, uji atas kelayakan data yang diteliti melalui uji normalitas. Secara lebih lengkap, semua analisis dan uji yang dilakukan yakni sebagai berikut:

1. Analisis Deskriptif

Untuk mendeskripsikan atau menggambarkan suatu data dalam variabel bertujuan untuk memberikan gambaran umum biasanya mengenai nilai Mean, Standar Deviasi, Range, Minimum, dan Maximum.

2. Uji Normalitas Data dengan *Normal P-P Plot of Regression Standardized* dan Grafik Histogram.

Uji normalitas bertujuan untuk menentukan apakah dalam model regresi variabel baik itu variabel terikat (*dependent*) dan variabel bebas (*independent*) mempunyai distribusi normal atau tidak (Trihendradi, 2006:33). Suatu data tersebut dikatakan baik atau layak untuk digunakan dalam penelitian adalah data yang memiliki distribusi normal.

3. Uji Asumsi Klasik: Uji Autokorelasi dan Uji Heteroskedastisitas.

- Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik autokorelasi, yaitu korelasi yang terjadi antara residual pada satu pengamatan dengan pengamatan lain pada model regresi (Priyatno, 2008:47). Prasyarat yang harus terpenuhi adalah tidak adanya autokorelasi dalam model regresi. Metode pengujian yang sering

digunakan adalah dengan Uji Durbin – Watson. Rumusnya sebagai berikut:

$$d = \frac{\sum (e_n - e_{n-1})^2}{\sum e_x^2}$$

d = nilai Durbin – Watson

e = nilai residual.

Kesimpulan nilai koefisien autokorelasi:

1,65 < DW < 2,35 maka tidak terjadi autokorelasi.

1,21 < DW < 1,65 atau 2,35 < DW < 2,79 maka tidak dapat disimpulkan.

DW < 1,21 atau DW > 2,79 terjadi autokorelasi.

- Uji Heteroskedastisitas

Uji ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah regresi penelitian terjadi ketidaksamaan varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika variasi residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut *Homoskedastisitas* sedangkan jika berbeda maka disebut *Heteroskedastisitas*.

Pendeteksian dapat dilakukan dengan melihat penyebaran pola data berupa lingkaran kecil pada grafik *scatter plot*. Jika penyebaran pola data membentuk suatu pola tertentu yang teratur, misalnya: kumpulan lingkaran kecil tersebut bergelombang, melebar atau menyempit, maka hal ini dapat

mengindikasikan bahwa telah terjadi heterokedastisitas pada data. Namun jika tidak terdapat pola yang jelas, serta titik – titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, berarti pada data tersebut tidak terjadi heterokedastisitas.

4. Uji Korelasi

Uji korelasi ini bertujuan untuk menguji hubungan antara 2 variabel yang tidak menunjukkan hubungan fungsional. Pada uji korelasi ini akan dilihat dua aspek untuk analisis korelasi, yaitu apakah data sampel yang ada menyediakan bukti cukup bahwa ada kaitan antara variabel-variabel dalam populasi asal sampel dan yang kedua, jika ada hubungan seberapa kuat hubungan antarvariabel tersebut. Keeratan hubungan itu dinyatakan dengan nama koefisien korelasi atau bisa disebut korelasi saja (Priyatno,2008:56). Koefisien determinasi (r^2) bertujuan untuk mengetahui penyebab perubahan pada variabel dependen yang datang dari variabel independen, sebesar kuadrat koefisien korelasinya.

Menurut Hasan, Iqbal (2004:234), untuk menentukan keeratan hubungan atau korelasi (R) antar variabel tersebut, ada beberapa nilai yang menjadi patokan yaitu :

- 0,00 sampai dengan 0,20 berarti korelasi memiliki keeratan sangat lemah.
- 0,21 sampai dengan 0,40 berarti korelasi memiliki keeratan lemah.
- 0,41 sampai dengan 0,70 berarti korelasi memiliki keeratan kuat.
- 0,71 sampai dengan 0,90 berarti korelasi memiliki keeratan sangat kuat.

- 0,91 sampai dengan 0,99 berarti korelasi memiliki keeratan sangat kuat sekali.
- 1,00 berarti korelasi sempurna.

Perumusan koefisien korelasi (R) adalah sebagai berikut :

$$r_{xy} = \frac{n \sum XY - (\sum X)(\sum Y)}{\sqrt{n \sum X^2 - (\sum X)^2} \sqrt{n \sum Y^2 - (\sum Y)^2}}$$

n = Jumlah Data

X = Variabel Independen

Y = Variabel Dependen

5. Uji t

Langkah terakhir adalah Uji t yaitu untuk menguji signifikansi koefisien regresi secara parsial atau pengaruh variabel independen secara individual terhadap variabel dependen (Priyatno,2008:63). Uji t dilakukan dengan cara melihat tingkat signifikansi atau α , sedang dalam penelitian ini menggunakan α (nilai tingkat signifikansi dalam t tabel) 5%. Untuk menyimpulkan hasil hipotesa digunakan perbandingan antara hasil t hitung dengan t tabel. Jika nilai t hitung < nilai t tabel, maka H0 diterima atau dengan kata lain koefisien regresi tidak signifikan. Sebaliknya, jika nilai t hitung > nilai t tabel, maka H0 ditolak atau terdapat signifikansi koefisien regresi.

Rumus Uji t atau t hitung:

$$t - \text{hitung} = \frac{r\sqrt{n-3}}{\sqrt{1-r^2}}$$

r = Koefisien Korelasi

n = Jumlah Data

Seperti yang telah di jelaskan di atas, untuk menguji hipotesis tentang pengaruh *free cash flow* terhadap *dividen payout ratio* perusahaan real estate dalam penelitian ini digunakan model regresi sederhana. Berikut model persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini:

$$\text{DPR} = b_0 + b_1 (\text{FCF/TA}) + e$$

dimana:

DPR = *Deviden Pay Out Ratio*

FCF/TA = *Free Cash Flow per Total Asset (independent variable)*

b₀ (a) = *Intercept/Konstanta*

b₁ = Koefisien Regresi FCF/TA

e = Faktor Pengganggu

Secara matematis perumusannya adalah:

$$b_0 \text{ atau } a = \frac{(\sum Y)(\sum X^2) - (\sum X)(\sum XY)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2}$$

b₀ atau a = Konstanta

n = Jumlah Data

X = Variabel Independen

Y = Variabel Dependen

Sedangkan koefisien regresi untuk *fcf* rumusnya:

$$b_1 = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2}$$

b₁ = Koefisien Regresi

n = Jumlah Data

X = Variabel Independen

Y = Variabel Dependen

Maka didapat nilai Y:

Y' = b₀ atau a + bX + e.

BAB IV

PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

4.1 Gambaran Umum Perusahaan.

Sebagaimana yang kita ketahui, bahwa setiap industri memiliki kekhasannya masing – masing (*industrial effect*) sesuai dengan temuan Brigham et al (1999, Vol. II:73), maka keunikan yang terjadi pada industri real estate adalah industry ini amat terpengaruh dengan kondisi ekonomi makro (Wuryandani, Gantiah dkk. 2005) atau bersifat siklis, artinya dengan adanya pertumbuhan ekonomi yang stabil mengakibatkan pertumbuhan yang stabil juga dalam industri tersebut. Akibatnya, setelah krisis moneter yang terjadi pada tahun 1997, pembiayaan dari sektor perbankan terhadap industri properti semakin berkurang (Wuryandani, Gantiah dkk. 2005). Sehingga dibutuhkan pembiayaan *eksternal* yang amat besar. Tentunya, di saat krisis berlangsung, hal itu merupakan masalah yang amat sulit solusinya. Investor pun biasanya akan terlalu *prudent* dalam menginvestasikan dananya, sehingga dibutuhkan informasi kas aktual (*free cash flow*) yang mampu dihasilkan dengan NPV (*Net Present Value*) yang positif selama operasi berlangsung. Sementara itu, pendanaan *internal* tidak selamanya menguntungkan, karena perusahaan tidak dapat menikmati *Tax Shield* (pengurangan biaya pajak akibat adanya beban bunga), disamping juga akan memperkecil persentase pembayaran deviden (DPR) akibat dana FCF mesti diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan. Perusahaan yang terpilih merupakan

perusahaan yang terus membagikan devidennya selama lima tahun (2005-2009).

Berikut paparan ringkas perusahaan yang diteliti:

1) GMTD (PT Gowa Makassar Tourism Development Tbk.)

Inti bisnis perusahaan adalah bisnis konstruksi pendirian dan pengoperasian kantor, juga turut merencanakan dan melaksanakan pengembangan wisata (kecuali untuk bisnis *travel agent*), apartemen, kondominium, dan properti komersial lainnya. Selain itu, juga membangun perumahan mewah, perumahan pantai dan lahan fasilitas olahraga, hotel, kursus golf, pusat seni, rute transportasi, feri dan marina, dan menyediakan produk-produk turunannya.

Pada akhir tahun 2000, Perusahaan mencatatkan 35.538.000 lembar saham pada Bursa Efek Jakarta dalam IPO yang baru dengan nilai nominal Rp 500 per lembar saham, dan harga pasarnya sebesar Rp 575 per lembar saham. Sebelum IPO tersebut, para pemegang sahamnya adalah PT Makassar Permata Sulawesi dengan saham sebanyak 50%, Pemerintah Propinsi Sulawesi Selatan dengan kepemilikan 20%, Dewan Kota Makassar dengan kepemilikan 10%, Kabupaten Administrasi Gowa dengan banyak lembar saham sebesar 10%, dan Yayasan Pengembangan Sulawesi Selatan dengan banyak saham 10%. Perusahaan kini telah memperoleh izin *zoning* dan memperoleh beberapa bidang tanah di dalam kota Ujung Pandang. Dari jumlah ini, sebanyak 30,6% lahan yang tersedia akan digunakan untuk perumahan, 18,3% untuk usaha komersial kabupaten, 11,1% untuk sebuah resor hotel dan pariwisata, dan 40% untuk fasilitas umum dan sosial, ruang terbuka, dan jalan.

2) JRPT (PT Jaya Real Property Tbk.)

Awalnya bernama PT Bintaro Jaya, didirikan pada tahun 1979. Sebagai bagian dari pengembangan usahanya, pada Juli 1995 Perusahaan membeli 70% saham PT Jaya Garden Polis dari PT Jaya Land (anak perusahaan). Akuisisi ini menandai awal proyek pembangunan kota satelit perusahaan yang kedua, yakni Puri Jaya. Perusahaan ini memiliki total izin penggunaan tanah seluas 4.000 ha termasuk 2.250 ha di Bintaro Jaya, yang 1.275 ha telah ditentukan penggunaannya dan 1.750 di Puri Jaya dengan pembebasan lahan seluas 850 ha.

Di Taman Kota Bintaro Jaya telah dibangun 9.500 rumah dalam lahan seluas 450 ha. Konsisten dengan misinya, Bintaro Jaya menyediakan berbagai fasilitas – fasilitas unggulannya, seperti pusat olahraga, pusat perbelanjaan, aula multiguna, dan 3 sekolah internasional.

Selain pembangunan perumahan elit, perusahaan juga memiliki dan menjalankan 3 properti komersial, yaitu: Plaza Bintaro Jaya dengan luas area untuk disewakan seluas 18.800 meter persegi, Plaza Slipi Jaya dengan luas 9.600 meter persegi, dan kompleks Blok komersial Senen IV dan V dengan total luas area yang disewakan 27.700 meter persegi.

3) JSPT (PT Jakarta Setiabudi Internasional Tbk.)

Perusahaan didirikan pada tahun 1975. Dari tahun tersebut sampai dengan tahun 1996, kegiatan usaha perusahaan difokuskan pada pengembangan, leasing, dan pengelolaan gedung perkantoran dan apartemen. Perkembangan lebih lanjut memperlihatkan perusahaan ikut melakukan serangkaian restrukturisasi serta investasi pada beberapa perusahaan di bidang yang sama. Perubahan kegiatan usaha perusahaan telah menyebabkan strategi yang kini difokuskan pada industri

pariwisata. Pada tanggal 12 Desember 1997, Perseroan menerbitkan 50 juta lembar saham. Pada pertengahan tahun 1998, seluruh dana dari penerbitan saham telah digunakan sesuai dengan rencana perusahaan pada waktu *listing*. Perusahaan telah mempertahankan strategi bisnis yang fokus pada industri pariwisata, dan reputasi yang sangat baik dikembangkan dari waktu ke waktu oleh peningkatan kualitas dan inovasi yang berorientasi ke pasar.

Bisnis perusahaan di sektor hotel adalah Grand Hyatt Bali, Bali Hyatt, Raddin Sanur, Raddin Ancol. Pada sektor non-hotel yakni Plaza Setiabudi, Menara Cakrawala, Apartemen Kuningan, Apartemen Setiabudi, Apartemen Menarabudi, Plaza Menteng dan Galeria Nusa Dua.

4) PJAA (PT. Pembangunan Jaya Ancol Tbk.)

PT. Pembangunan Jaya Ancol Tbk didirikan pada 10 Juli 1992, pada saat awal, perusahaan bergerak sebagai penyedia jasa konsultan dalam perencanaan dan pembangunan properti, tetapi kemudian perusahaan juga memperluas bisnis inti sebagai pengembang di *real estate* dan *resort*, hotel, dan pusat olahraga.

5) PNSE (PT Pudjiadi & Sons Tbk.)

Perusahaan membukukan laba bersih konsolidasi pada tahun 2007 sebesar Rp. 12,235 milyar, atau mengalami kenaikan sebesar 37,2% dari nilai laba bersih yang diperoleh pada tahun 2006 sebesar Rp. 8,919 milyar. Penjualan bersih menanjak naik dari sebesar Rp. 90,938 milyar pada tahun 2006 menjadi Rp. 123,282 milyar pada tahun 2007.

6) SMRA (PT Summarecon Agung Tbk.)

Perusahaan ini didirikan pada tahun 1975. Perusahaan mulai beroperasi secara komersial pada tahun 1976, dengan menjual perumahan di situs yang dikenal sebagai Kelapa Gading Permai di Jakarta Utara, seluas 10 ha. Pada tahun 1991 perusahaan membeli semua tanah dan rumah yang dimiliki oleh PT Nusa Kirana Real Estate. Pada tahun 1993 perusahaan membentuk sebuah aliansi strategis dengan Grup Keris untuk mengembangkan 1.500 hektar situs di Serpong ke kota lain yang disebut Gading Serpong.

Pada akhir tahun 1993 perusahaan mendirikan sebuah perusahaan dengan kepemilikan saham sebesar 51% dimiliki bersama dengan PT Karawachi Graha Permai, perusahaan patungan tersebut bernama PT Jakarta Baru Graha Permai, yang juga merupakan sebuah perusahaan real estate. Perusahaan lantas menghentikan kegiatan pembangunan apartemen pada pertengahan tahun 1995.

Perusahaan telah mencatatkan seluruh sahamnya di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya pada tanggal 14 Agustus 1996. Pada bulan Juni tahun 1998, perusahaan mengubah strategi untuk bisnis properti, dan mulai berfokus pada penjualan kelompok rumah harga menengah. Hal ini sebagai tanggapan terhadap runtuhnya daya beli, tingginya tingkat suku bunga dan kelangkaan hipotek rumah. Kemudian pada bulan Agustus 1998, tujuh institusi investor asing membeli 118.360.000 lembar saham, atau sebesar 34,75% dari total ekuitas perusahaan, sehingga total kepemilikan asing menjadi 135.723.085 lembar saham atau 39,84% dari total ekuitas.

Tujuh institusi investor asing adalah: Trentwell Aset Ltd, Canon Group Securities, Lionrich Investasi Ltd, Sunpath Finance Ltd, Vanderian Holding Ltd, Goodridge Internasional Ltd, dan Greath Wall Ltd

Graham Marsh masih dalam tahap perancangan, begitu pula lapangan golf-Gading Raya Golf Club. Untuk offset siklus fluktuasi dalam penjualan real estat, perusahaan telah membangun dan menjalankan beberapa investasi properti, yaitu Klub Kelapa Gading, Kelapa Gading Mal, dan Gading Food City, The Summerville Serviced Apartments, Plaza Summarecon, Kelapa Gading Driving Range, dan Bursa Mobil I, II, dan III.

Keterangan mengenai jumlah pendapatan bersih (*EAT*) dan deviden dapat dilihat pada table 4.1. pada halaman berikutnya.

Tabel 4.1

Besarnya Deviden dan Eat Yang Dihasilkan Selama Tahun 2005 Sampai Dengan Tahun 2009 (Lima Tahun Periode Pembukuan)

Tahun	Kode Emiten	FCF = EBIT(1 - T) - NI	D (Deviden)	EAT (Earning After Tax)
2006-2005	GMTD	Rp22.826.736.282,29	Rp1.624.811.400,00	Rp7.376.531.167,00
	JRPT	Rp90.073.991.167,61	Rp19.250.000.000,00	Rp84.119.953.000,00
	JSPT	(Rp16.270.176.694,23)	Rp3.291.750.000,00	(Rp35.647.850.457,00)
	PJAA	Rp73.034.518.810,67	Rp48.804.617.583,00	Rp126.213.445.789,00
	PNSE	Rp16.481.787.311,89	Rp1.385.234.035,00	Rp8.919.159.986,00
	SMRA	Rp80.197.147.439,33	Rp30.011.017.000,00	Rp168.099.159.000,00
2007-2006	GMTD	Rp15.164.659.669,63	Rp1.624.811.400,00	Rp7.856.944.679,00
	JRPT	Rp131.940.021.042,83	Rp24.750.000.000,00	Rp110.127.635.000,00
	JSPT	Rp54.586.581.744,29	Rp4.924.735.000,00	Rp26.658.669.447,00
	PJAA	Rp207.963.535.329,88	Rp50.399.892.806,00	Rp140.867.118.325,00
	PNSE	Rp32.571.965.453,87	Rp4.517.113.461,00	Rp12.235.244.519,00
	SMRA	Rp501.404.951.787,35	Rp35.612.498.000,00	Rp159.839.096.000,00
2008-2007	GMTD	Rp14.819.752.108,14	Rp1.624.811.400,00	Rp8.022.795.695,00
	JRPT	Rp6.712.690.712,22	Rp38.493.393.000,00	Rp147.817.898.000,00
	JSPT	(Rp787.948.141.013,19)	Rp5.879.365.500,00	(Rp55.279.661.205,00)
	PJAA	Rp398.561.115.545,39	Rp56.319.999.989,00	Rp132.233.084.587,00
	PNSE	Rp41.886.962.850,54	Rp5.812.746.406,00	Rp20.452.185.667,00
	SMRA	Rp14.721.455.431,68	Rp35.058.932.000,00	Rp94.141.182.000,00
2009-2008	GMTD	(Rp2.320.235.670,36)	Rp1.625.233.500,00	Rp13.485.473.435,00
	JRPT	Rp32.263.726.405,02	Rp45.783.676.000,00	Rp191.705.460.000,00
	JSPT	Rp124.101.289.246,64	Rp19.163.053.400,00	Rp79.307.133.308,00
	PJAA	Rp505.632.090.018,01	Rp59.759.999.925,00	Rp137.389.481.212,00
	PNSE	Rp75.446.698.095,89	Rp6.459.328.295,00	Rp32.044.907.478,00
	SMRA	(Rp108.756.957.821,76)	Rp19.578.655.000,00	Rp167.342.743.000,00

Keterangan : FCF (*Free Cash Flow*/Arus Kas Aktual)

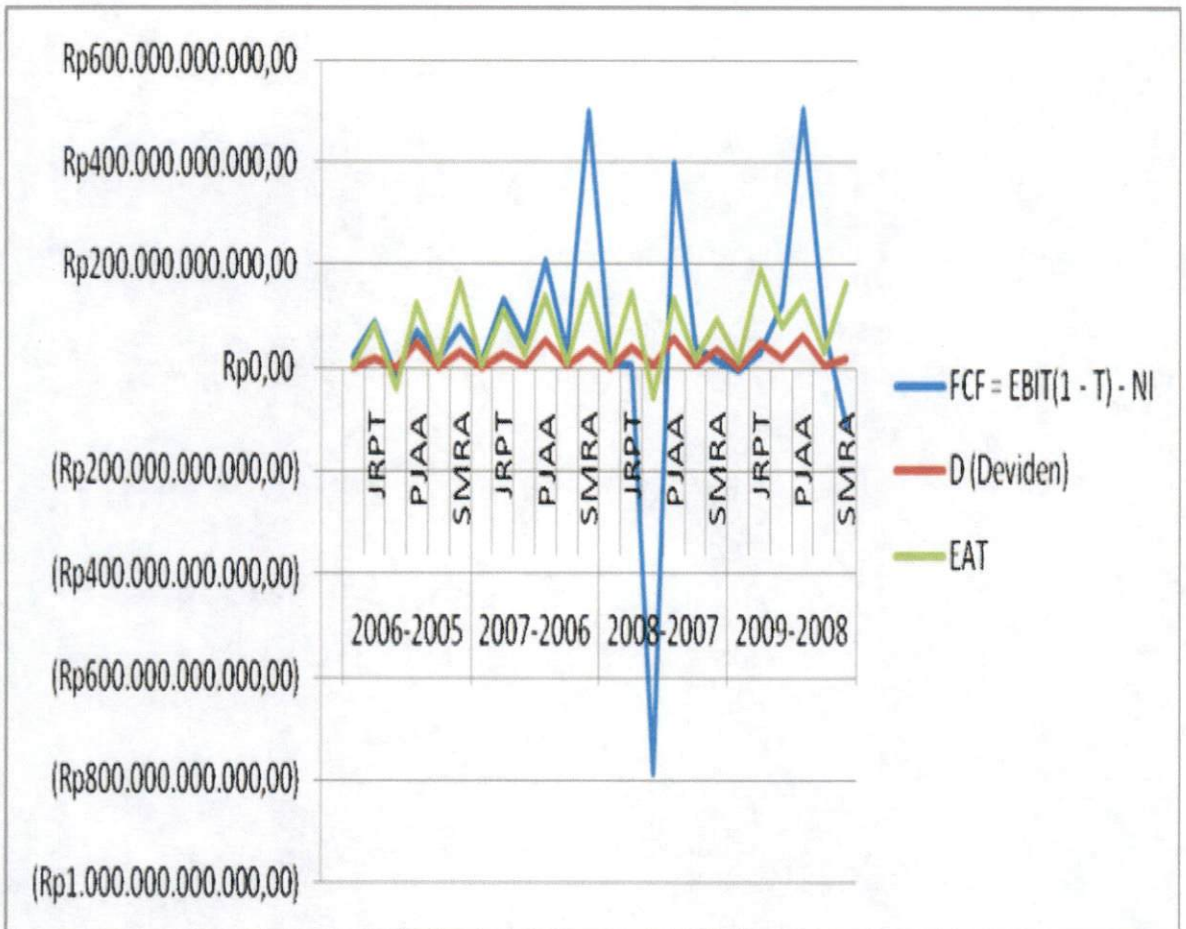
EBIT (*Earning Before Interest and Tax*)

NI (*Net Investment in Operating Capital*)

EAT (*Earning After Tax*)

Gambar 4.1

Grafik FCF, Dividen, dan EAT



Dari hasil pemetaan (grafik), terlihat bahwa pada umumnya terdapat keterkaitan erat antara besarnya dividen, *earning after tax* (laba bersih), maupun *free cash flow*. Data yang terlihat mencolok adalah data dari perusahaan PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk. (PJAA), PT Jakarta Setiabudi Internasional Tbk. (JSPT) dan PT Summarecon Agung Tbk. (SMRA).

PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk. (PJAA) membukukan FCF (*Free Cash Flow*) terbesar dari semua sampel dari akhir tahun pembukuan 2009-2008, yakni sebesar Rp505.632.090.018,01. PT Summarecon Agung Tbk. (SMRA) membukukan FCF sebesar Rp501.404.951.787,35 pada tahun pembukuan 2007-2006, dan merupakan data FCF tertinggi pada periode tersebut. Sedangkan PT Jakarta Setiabudi Internasional Tbk. (JSPT) membukukan FCF terendah dari keseluruhan data periode yakni Rp - 787.948.141.013,19.

Meskipun mengalami kenaikan ataupun penurunan nilai FCF yang tajam, kesemua perusahaan sampel tetap mampu membagikan deviden yang besarnya mengikuti besar *EAT* yang dihasilkan per periode (lihat grafik deviden selalu berada di bawah grafik *EAT* dan pergerakan kurva deviden cenderung mengikuti pergerakan kurva *EAT*).

4.2 Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran tentang data-data pada variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini. Gambaran tersebut terdiri dari nilai maksimum, minimum, mean dan standar deviasi. Sedangkan variabel yang digunakan adalah variabel independen (diwakili oleh *free cash flow*) dan variabel dependen (diwakili oleh *dividend payout ratio/dpr*). Hasil analisis deskriptif tersebut terlihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 4.2

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Fcf	24	-,29	,33	,0742	,12476
Dpr	24	-,11	,43	,2263	,13506
Valid N (listwise)	24				

Berdasarkan tabel 4.2, jumlah data yang diteliti pada penelitian ini adalah sebanyak 24 data untuk kedua variabel tersebut. Dari tabel terlihat variabel dependen (*dpr*) memiliki persentase rata-rata sebesar 0,2263 (22,63%); dengan nilai minimal sebesar -0,11 (-11%) dan nilai maksimal sebesar 0,43 (43%) sedangkan standar deviasi sebesar 0,13506 (13,506%). Variabel independen (*fcf*) memiliki nilai rata-rata sebesar 7,42%, nilai minimal sebesar -29%, nilai maksimal sebesar 33% sedangkan nilai standar deviasinya sebesar 0,12476 (12,476%).

4.3 Uji Normalitas, Asumsi Klasik, Korelasi Sederhana, dan Uji t

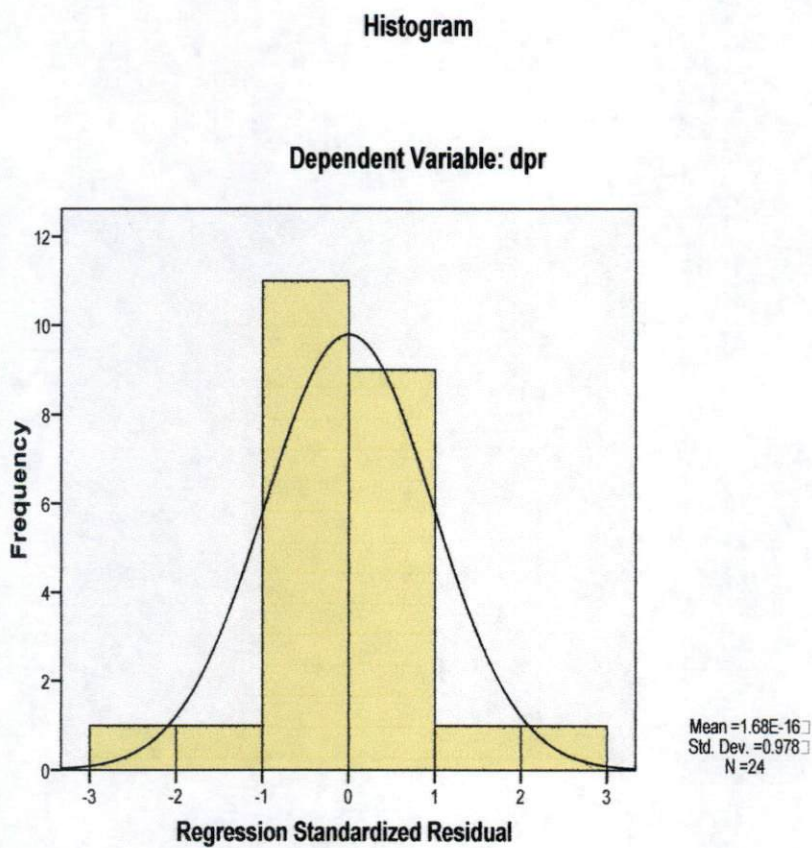
Analisis korelasi sederhana digunakan untuk mengetahui seberapa besar hubungan yang terjadi antara kedua variabel yang diteliti. Dengan menambah grafik Histogram dan grafik Normal P-P Plot, dapat dilihat apakah data berdistribusi normal atau tidak, sehingga memastikan kelayakan penggunaan data dalam penelitian ini. Bila pada grafik Histogram terlihat penyebaran data menyerupai lonceng terbalik, walaupun ada beberapa data yang berada di luar garis lonceng, berarti data terdistribusi normal. Di samping itu, dengan mengamati

grafik normal P-P Plot juga dapat diketahui apakah data terdistribusi normal atau tidak, yakni apabila data mendekati garis diagonal 45° (Trihendradi, 2006:33).

Berikut gambar grafik histogram:

Gambar 4.2

Histogram



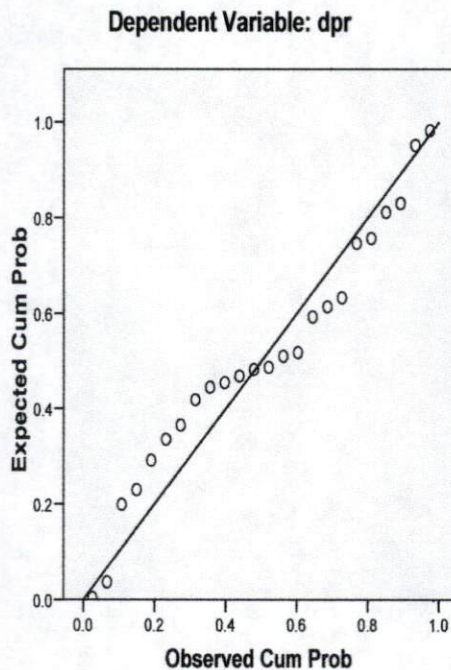
Dari grafik Histogram terlihat sebaran data berada di dalam kurva yang berbentuk lonceng terbalik. Berarti data terdistribusi normal dan dapat digunakan

dalam penelitian. Fakta ini diperkuat dengan hasil pemetaan grafik P-P Plot yang memperlihatkan bahwa sebaran data mendekati garis diagonal sudut 45^0 , sehingga tidak diragukan lagi data benar – benar dapat digunakan atau validitas data dapat dipertanggungjawabkan. Sedangkan Grafik Normal P-P Plotnya adalah:

Gambar 4.3

Normal P-P Plot

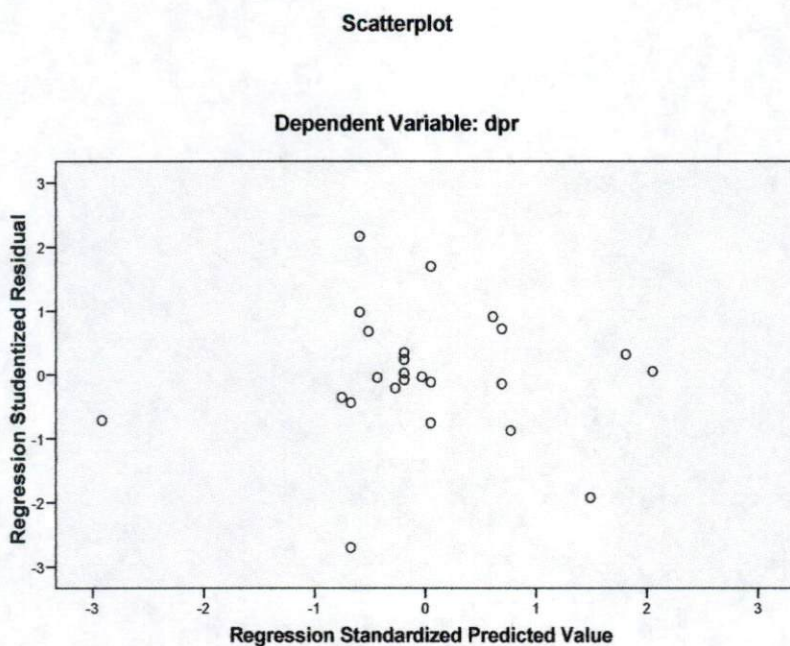
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Hasil pemetaan grafik P-P Plot yang memperlihatkan bahwa sebaran data mendekati garis diagonal sudut 45^0 , yang berarti data berdistribusi normal.

Grafik Scatterplot digunakan untuk menguji apakah pada data terjadi heterokedastisitas atau tidak. Hanya data yang tidak mengalami heterokedastisitas saja yang dapat digunakan dalam penelitian.

Gambar 4.4
Scatterplot



Jika penyebaran pola data membentuk suatu pola tertentu yang teratur, misalnya: kumpulan lingkaran kecil tersebut bergelombang, melebar atau menyempit, maka hal ini dapat mengindikasikan bahwa telah terjadi heterokedastisitas pada data. Sedangkan berdasarkan analisis *scatter plot* pada gambar 4.3, terlihat pola penyebaran data tidak teratur (random) berarti tidak terjadi heteroskedastisitas. Sehingga data layak untuk dianalisis lebih lanjut.

Analisa regresi selanjutnya digunakan untuk memperlihatkan seberapa besar pengaruh atau hubungan yang terjadi antara kedua variabel yang diteliti yang dapat dilihat pada tabel 4.3

Tabel 4.3

Model Summary

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,720(a)	,518	,496	,09590	2,162

a Predictors: (Constant), fcf

b Dependent Variable: dpr

Pada tabel 4.3 di atas terlihat nilai koefisien korelasi (R) sebesar 0,720 berarti korelasi regresi yang terjadi bernilai positif dan baik (sangat kuat) karena mendekati +1 (Hasan, 2001:234). Nilai R square sebesar 0,518 (51,8%), artinya sebesar 51,8% variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen, atau sebanyak 51,8% nilai *dividend payout ratio* dapat dijelaskan oleh model regresi, dan pengaruhnya kuat (Hasan 2004: 234). Karena nilai DW (Durbin-Watson) sebesar 2,162 berada diantara $1,65 < DW < 2,35$ maka dalam data tidak terjadi autokorelasi, sehingga data layak dianalisis.

Tabel 4.4 digunakan untuk menguji tingkat signifikansi koefisien regresi dengan cara membandingkan besarnya nilai t hitung dengan t tabel.

Tabel 4.4
Coefficients

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t		Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error	
1	(Constant)	,168	,023		7,356		,000
	fcf	,779	,160	,720	4,860		,000

a Dependent Variable: dpr

Hasil Analisis Uji t tabel menyimpulkan bahwa nilai t hitung sebesar 4,860 lebih besar dari t tabel sebesar 1,717. Maka H₀ ditolak, berarti ada pengaruh FCF (*Free Cash Flow*) terhadap DPR (*Dividend Payout Ratio*). Dengan persamaan yang terjadi: **DPR = 0,168+0,779x+e.**

Nilai konstanta (a/b₀) = 0,168 artinya jika FCF bernilai 0, maka DPR bernilai sebesar 0,168 satuan atau unit.

Nilai koefisien regresi variabel = 0,779 berarti jika FCF mengalami kenaikan sebesar satu unit maka DPR akan mengalami kenaikan sebesar 0,779 unit. Karena koefisien korelasi (R) bernilai positif (sebesar 0,720), berarti terjadi hubungan positif antara *Free Cash Flow* dengan *Dividend Payout Ratio*, atau dengan kata lain semakin besar ketersediaan FCF (*Free Cash Flow*) berarti semakin besar DPR (*Dividend Payout Ratio*) yang diperoleh oleh pemegang saham.

4.4 Implikasi Penelitian

Hasil analisis menyimpulkan bahwa ada pengaruh signifikan yang ditimbulkan oleh *free cash flow* terhadap kebijakan pembagian deviden kas, diproksikan sebagai *dividend payout ratio*.

Berdasarkan tinjauan literatur yang telah disajikan pada BAB II, perusahaan sebaiknya membayarkan deviden berdasarkan ada atau tidaknya kas aktual yang tersedia dalam setahun operasi usaha, bukan hanya berdasarkan besarnya laba bersih yang ada, sebab laba tidak mencerminkan banyaknya kas aktual yang dapat didistribusikan kepada *stakeholders*. Besarnya laba bersih yang berasal besarnya penjualan kredit hanya mengindikasikan besarnya volume produk yang telah berhasil dijual, dan tidak menunjukkan besarnya kas nyata yang dapat diterima, karena kemungkinan adanya piutang tak tertagih di kemudian hari.

Melihat hubungan searah antara FCF dengan DPR, dari hasil analisis regresi (koefisien regresi positif sebesar 0,779) , menandakan bahwa semakin besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan FCF akan mengakibatkan semakin besar pula DPR yang diterima oleh pemegang saham. Hasil Analisis persamaan regresi menemukan nilai hubungan yang sama dengan hasil penelitian terdahulu yakni penelitian dari Rosdini, Dini (2009) yang melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode laporan keuangan tahun 2000 sampai dengan 2002, dengan persamaan regresi yang terbentuk yakni: $DPR = 0,144 + 0,101FCF + e$.

Sedangkan teori kebijakan deviden yang paling sesuai untuk mendukung penelitian adalah teori residual karena industri real estate bersifat siklis, sehingga

deviden hanya akan dibagi jika anggaran modal untuk tahun depan telah disisihkan sebelumnya. Mungkin dalam industri real estate yang memiliki tingkat leverage operasi tinggi dapat menerapkan manajemen target laba yang responsif dengan keinginan para pemegang saham, jika produknya adalah perumahan (hunian tempat tinggal) mungkin dapat dicapai dengan penetapan harga lebih murah jika dibayar kontan, DP yang besar di awal pembelian dengan bunga yang ringan, atau dengan paket – paket insentif tertentu yang dapat mengumpulkan lebih banyak kas aktual ketimbang besarnya volume penjualan.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Hasil penelitian menemukan hasil yang sama dengan hasil yang diperoleh oleh para peneliti sebelumnya menyangkut pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*. Karena penelitian termasuk kedalam jenis *hypothesis testing*, maka hasil dapat mendukung hipotesis tersebut; bahwa memang ada pengaruh signifikan besarnya FCF terhadap jumlah DPR yang dibagikan kepada pemegang saham, khususnya pada industri real estate dan properti yang selalu membagikan deviden selama periode 2005-2009.

Walaupun pada mulanya, terdapat data yang terlihat mencolok (pada grafik 1.1 BAB I hal.12) yakni data dari perusahaan PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk. (PJAA), PT Jakarta Setiabudi Internasional Tbk. (JSPT) dan PT Summarecon Agung Tbk. (SMRA), hasil pembahasan SPSS mampu menjelaskan hubungan regresi yang ada.

PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk. (PJAA) membukukan FCF (*Free Cash Flow*) terbesar dari semua sampel dari akhir tahun pembukuan 2009-2008, yakni sebesar Rp505.632.090.018,01. PT Summarecon Agung Tbk. (SMRA) membukukan FCF sebesar Rp501.404.951.787,35 pada tahun pembukuan 2007-2006, dan merupakan data FCF tertinggi pada periode tersebut. Sedangkan PT Jakarta Setiabudi Internasional Tbk. (JSPT) membukukan FCF terendah dari keseluruhan data periode yakni Rp - 787.948.141.013,19.

Meskipun mengalami kenaikan ataupun penurunan nilai FCF yang tajam, kesemua perusahaan sampel tetap mampu membagikan deviden yang besarnya mengikuti besar *EAT* yang dihasilkan per periode (lihat grafik deviden selalu berada di bawah graik *EAT* dan pergerakan kurva deviden cenderung mengikuti pergerakan kurva *EAT* (analisis grafik 4.1 BAB IV hal.59) .

Temuan ini merupakan masalah yang pelik dan penyelesaiannya mesti dilakukan pengkajian yang lebih mendalam melalui olah *SPSS*. Dari hasil olah *SPSS* pada BAB IV, diperoleh jawaban dari ambiguitas *free cash flow*; data pada *Tabel Model Summary* memperlihatkan besarnya koefisien korelasi atau R, sebesar 0,720 yang berarti bahwa korelasi bersifat positif, dan pengaruh *free cash flow* sangat kuat (Hasan, Iqbal 2001) memengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Dengan koefisien determinasi (r^2) sebesar 0,518 (51,8%), artinya sebesar 51,8% model regresi yang ada/terbentuk dapat menjelaskan besarnya *dividend payout ratio*.

Hasil Analisis Uji t tabel menyimpulkan bahwa niali t hitung sebesar 4,860 lebih besar dari t tabel sebesar 1,717. Maka H_0 ditolak, berarti ada pengaruh FCF (*Free Cash Flow*) terhadap DPR (*Dividend Payout Ratio*). Dengan persamaan yang terjadi: $DPR = 0,168 + 0,779x + e$.

Nilai konstanta (a/b_0) = 0,168 artinya jika FCF bernilai 0, maka DPR bernilai sebesar 0,168 satuan atau unit.

Nilai koefisien regresi variabel = 0,779 berarti jika FCF mengalami kenaikan sebesar satu unit maka DPR akan mengalami kenaikan sebesar 0,779 unit. Karena koefisien korelasi (R) bernilai positif (sebesar 0,720), berarti terjadi hubungan positif antara *Free Cash Flow* dengan *Dividend Payout Ratio*, atau

dengan kata lain semakin besar ketersediaan FCF (*Free Cash Flow*) berarti semakin besar DPR (*Dividend Payout Ratio*) yang diperoleh oleh pemegang saham.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan – keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini diantaranya:

1. Jumlah variabel independen hanya satu (FCF) sementara masih banyak lagi variabel – variabel lain yang turut berperan serta dalam menentukan besarnya DPR seperti IOS dan MCC yng optimal berdasarkan skenario – skenario ekonomi tertentu.
2. Keterbatasan data sampel (sampel hanya ada 24 buah), disebabkan oleh terbatasnya akses terhadap sumber data dan juga karena faktor perhitungan berdasarkan formula perumusan yang dipakai.
3. Perbedaan perlakuan pajak perorangan untuk deviden dan *capital gains* berikut kerumitan regulasi hukum yang mengaturnya pada tiap – tiap negara membuat hasil penelitian tidak bias digeneralisasikan secara luas, mesti diadaptasikan sesuai peraturan hukum pemerintah setempat.
4. Data dalam penelitian berupa data historis dan lama kurun waktu penelitian data termasuk pendek (hanya lima tahun) sehingga tidak dapat melihat kecenderungan trend jangka panjang (Voght dan Vu, 2000)

5. Walaupun mungkin tidak berdampak signifikan, namun adanya perbedaan peraturan pencatatan akuntansi, ditambah lagi dengan karakteristik data FCF (*Free Cash Flow*) di Indonesia yang merupakan data implisit (Tarjo dan Hartono, 2003), berbeda dengan di Amerika Serikat; adanya lembaga survey independen yang secara berkala menginformasikan besarnya arus kas bebas, seperti *Value Line Investment Survey*, dapat mengakibatkan perbedaan informasi (*asymmetric information*) antara pihak *insider* (seperti manajemen) dengan pihak *outsider* (investor, kreditur, pemerintah, dll.). Bahkan riset Taylor dalam Susanto (2001) menegaskan bahwa aliran kas bebas (*free cash flow*) menempati posisi teratas dalam *top 20 investors information needs* ketika investor ingin memutuskan pertimbangan investasi.
6. Sampel hanya terdiri dari satu jenis industri, sehingga adanya *industrial effect* yang berbeda, dapat saja mengakibatkan hasil yang berbeda pula.

5.3 Saran

1. Perusahaan sebaiknya meningkatkan ketersediaan *Free Cash Flow*, agar dapat memperbesar *Dividend Payout Ratio* yang dapat diterima pemegang saham, sehingga meningkatkan nilai perusahaan di mata stakeholders-nya. Saran ini sesuai dengan hasil penafsiran grafik pada gambar 1.1 di BAB I dan hasil olah SPSS di BAB IV

2. Penelitian selanjutnya, hendaknya menambahkan variabel indenpen yang lain. Karena besarnya deviden tidak hanya tergantung dari besarnya kas aktual yang tersedia, variabel lain seperti IOS, MCC, peraturan perpajakan, dan hukum juga turut mempengaruhi kebijakan deviden.
3. Sebaiknya dianalisis apakah terdapat *industrial effect* yang berbeda – beda menyangkut besarnya *FCF* terhadap *DPR*. Caranya dengan meneliti apakah *FCF* berpengaruh terhadap *DPR* pada semua industry yang *listing* di Bursa Efek Indonesia. Pada penelitian terdahulu, para peneliti telah menyimpulkan bahwa memang *FCF* berpengaruh terhadap besarnya *DPR* pada berbagai industri. Kesemua saran tadi dapat bermanfaat bagi pihak akademisi maupun praktisi.

DAFTAR PUSTAKA

1. Brigham, Eugene F.; Houston, Joel F. (2003), *Fundamentals of Financial Management*, 10th ed., Harcourt, New York.
2. Brigham, Eugene F.; Houston, Joel F. (1999), *Manajemen Keuangan*, edisi 9, Vol. I Harcourt, New York.
3. Brigham, Eugene F.; Houston, Joel F. (1999), *Manajemen Keuangan*, edisi 9, Vol. II Harcourt, New York.
4. Broyles, Jack (2003), *Financial Management and Real Option*, 2nd ed., John Wiley & Sons, Chicester, England.
5. Carmichael, D.R.; Whittington, Ray O.; Graham, Lynford (2007), *Accountant's Handbook : Financial Accounting and General Topics*, Vol. 1, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
6. Choi, Frederick D.S. (2003), *International Finance and Accounting Handbook*, 3rd ed., John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
7. Chorafas, Dimitris N. (2002), *Liabilities, Liquidity and Cash Management: Balancing Financial Risk*, John Wiley & Sons, New York.
8. Collin, S.M.H. (2007), *Dictionary of Accounting*, 4th ed., A & C Black, London.
9. Davis, E Philips & Zhu Haibin (2004), "Bank Lending and Commercial Property Cycles: Some Cross-Country Evidence", BIS Working Paper No.150, 2004.
10. Elliot, Barry; Elliot, Jamie (2007), *Financial Accounting and Reporting*, 11th ed., Financial Times Prantice Hall, United Kingdom.
11. Fabozzi, Frank J.; Drake, Pamela Peterson; Polimeni, Ralph S. (2008), *The Complete CFO Handbook: From Accounting to Accountability*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
12. Fabozzi, Frank J.; Pamela, Peterson P. (2003), *Financial Management and Analysis*, 2nd ed., John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
13. Gitman, Lawrence J. (2003). *Principles of Managerial Finance*. 10th edition. Addison Wesley.

14. Gould, Graeme (2006), *Equity Valuation and Analysis*, The University of Adeldaide Business School, Adeldaide.
15. Hasan, Iqbal (2001), *Pokok – Pokok Materi Statistik 2 (Statistik Inferensif)*. Bumi Aksara, Jakarta.
16. Hoffman, Boris (2001) “The Determinants of Private Sector Credit in Industrialised Countries: Do Property Prices Matter?” , *BIS Working Paper* No.108, 2001.
17. Jensen, Michael C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow : Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, May, vol.76(2): 323-329
18. Keown, Arthur J.; Martin, John D.; Petty, J. William; F. Scott Jr., David F. (2004), *Manajemen Keuangan: Prinsip-Prinsip dan Aplikasi*, edisi kesembilan, vol. I, PT Indeks, Jakarta.
19. Keown, Arthur J.; Martin, John D.; Petty, J. William; F. Scott Jr., David F. (2004), *Manajemen Keuangan: Prinsip-Prinsip dan Aplikasi*, edisi kesembilan, vol. II, PT Indeks, Jakarta.
20. Ketz, J. Edward (2003), *Hidden Financial Risk: Understanding Off-Balance Sheet Accounting*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
21. Mooney, Kate (2008), *The Essential Accounting Dictionary*, 1st ed., Sphinx, Neperville, illinois.
22. Mott, Graham (2005), *Accounting For Non-Accountants: A Manual For Managers and Students*, 6th ed., Kogan Page, London.
23. Oded, Jacob (2008), Payout Policy, Financial Flexibility, and Agency Cost Of Free Cash Flow, *Boston University School of Management Research Paper Series*, No. 2009-9.
24. Paramasivan, C.; Subramanian T. (2009), *Financial Management*, New Age International, New Delhi.
25. Priyatno, Dwi (2008), *Mandiri Belajar SPSS: Untuk Analisis Data & Uji Statistik*, MediaKom, Yogyakarta.
26. Pusat Studi Properti Indonesia, “Kinerja Pasar Perumahan 2004 dan Prospek Bisnis Properti 2005”, *Jurnal Properti*, Edisi XI tahun 2005-03-02.

27. Rosdini, Dini, Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Policy: Studi Kasus Perusahaan yang tergabung dalam industry manufaktur.
28. Sekaran, Uma (2006), *Research Methods for Business*, Salemba Empat, Jakarta.
29. Safar, Gempur dkk. (2007), *Modul Metode Statistika II*, Program Studi Statistika Fakultas Matematika Dan Ilmu Pengetahuan Alam Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
30. Sawir, Agnes. (2004), *Kebijakan Pendanaan dan Restrukturisasi Perusahaan*, PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
31. Sutrisno. (2001). *Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Dividend Payout Ratio*. TEMA, Volume II, Nomor 1, Maret 2001.
32. Trihendradi, Cornelius (2006), *Kupas Tuntas Analisis Regresi: Strategi Jitu Melakukan Analisis Causal*, Penerbit Andi, Yogyakarta.
33. Uyara, Ali Sani.; Tuasikal, Askam (2003), Moderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividend Dan Pengeluaran Modal dengan *Earnings Response Coefficients*, *JURNAL RISET AKUNTANSI INDONESIA*, Vol.VI, No.2, Mei 2003.
34. Wuryandani, Gantiah dkk. (2005), *Perilaku Pembiayaan Dalam Industri Properti*, Bank Indonesia.
35. Vought, Stephen C.; Vu, Joseph D. 2000. Free Cash Flow and Long-run Firms Value: Evidence from the Value Line Investment Survey. *Journal of Managerial Issue*:pp.20-30

LAMPIRAN 1

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	fcf(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: dpr

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,720(a)	,518	,496	,09590	2,162

a Predictors: (Constant), fcf

b Dependent Variable: dpr

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,217	1	,217	23,624	,000(a)
	Residual	,202	22	,009		
	Total	,420	23			

a Predictors: (Constant), fcf

b Dependent Variable: dpr

Residuals Statistics(a)

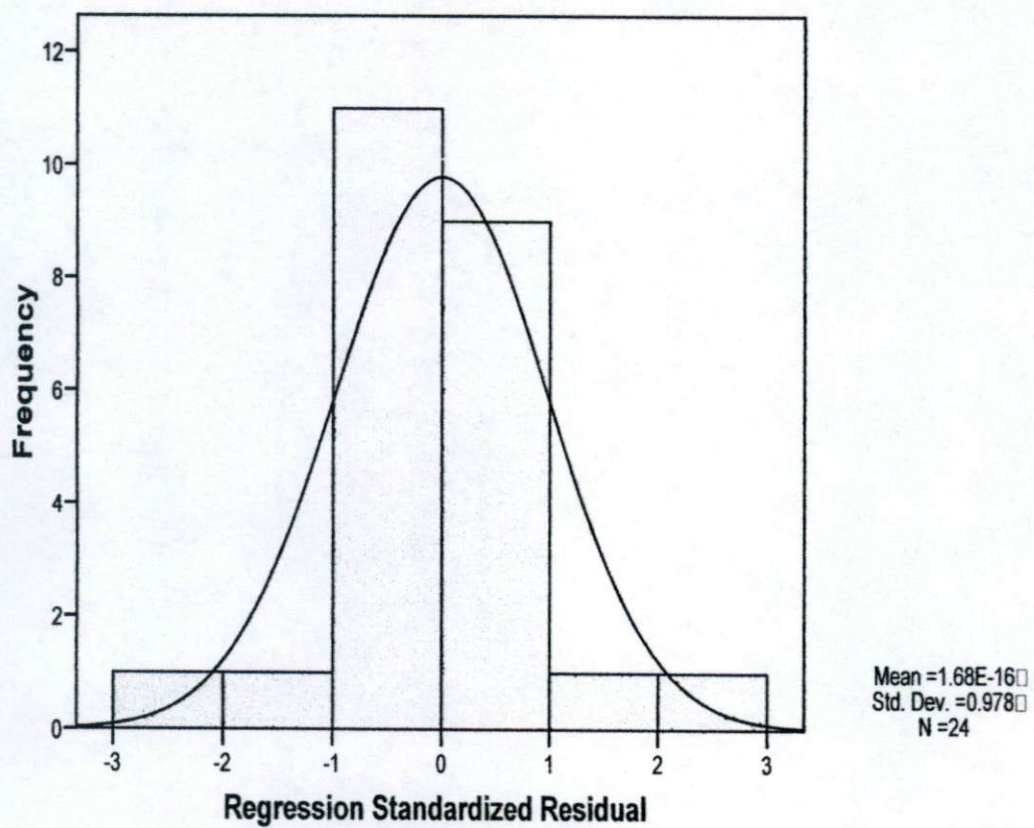
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-,0574	,4255	,2262	,09719	24
Std. Predicted Value	-2,919	2,051	,000	1,000	24
Standard Error of Predicted Value	,020	,062	,026	,010	24
Adjusted Predicted Value	-,0206	,4243	,2283	,09407	24
Residual	-,25068	,20153	,00000	,09379	24
Std. Residual	-2,614	2,102	,000	,978	24
Stud. Residual	-2,698	2,164	-,010	1,018	24
Deleted Residual	-,26710	,21372	-,00206	,10191	24
Stud. Deleted Residual	-3,223	2,383	-,024	1,116	24
Mahal. Distance	,001	8,521	,958	1,933	24
Cook's Distance	,000	,296	,045	,082	24
Centered Leverage Value	,000	,370	,042	,084	24

a Dependent Variable: dpr

LAMPIRAN 1

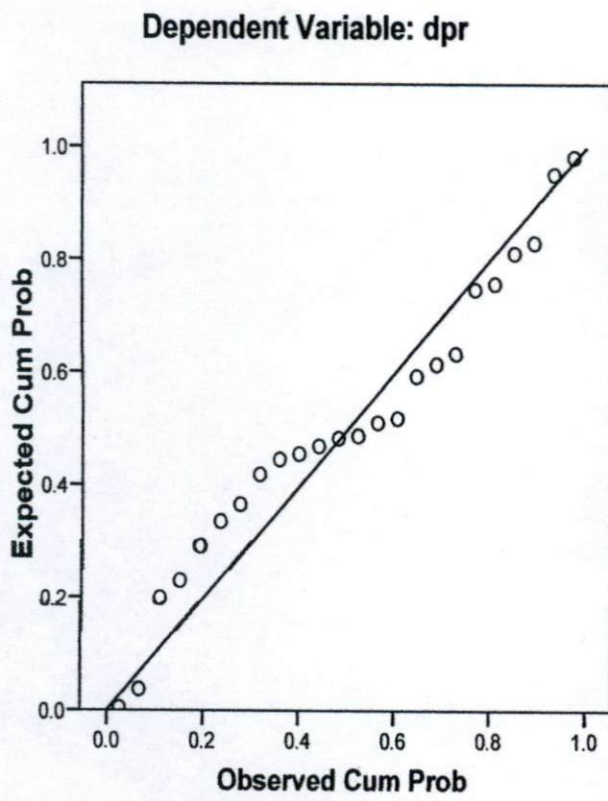
Histogram

Dependent Variable: dpr



LAMPIRAN 1

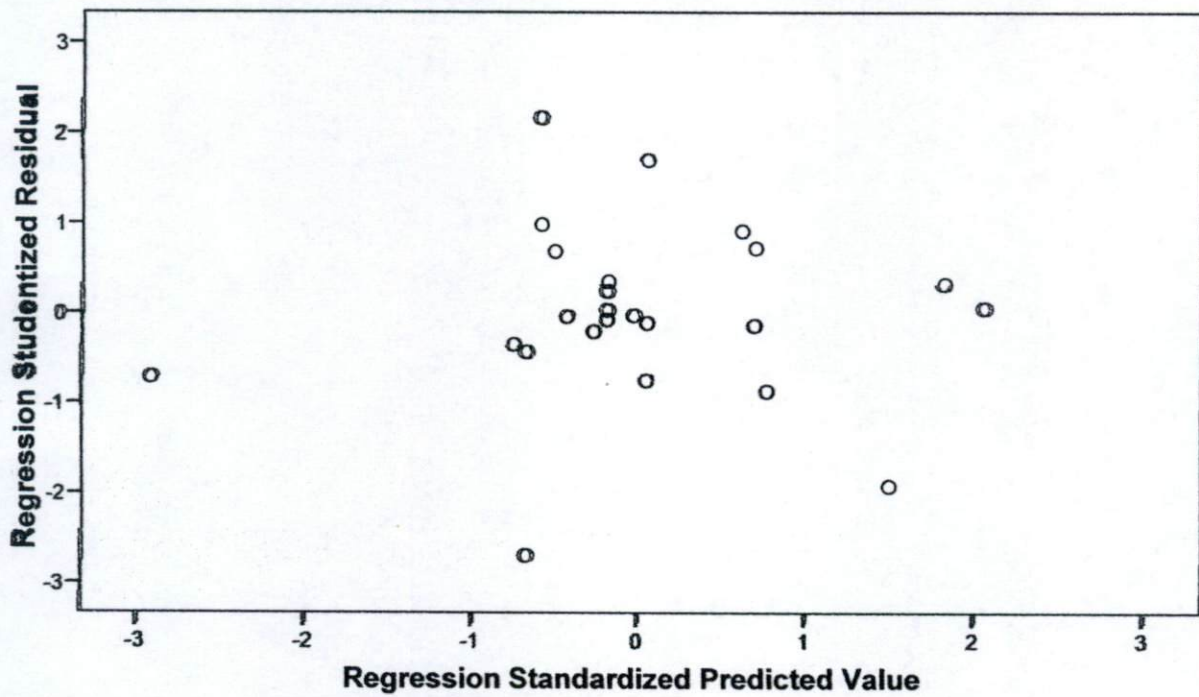
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



LAMPIRAN 1

Scatterplot

Dependent Variable: dpr



LAMPIRAN II
Data EBIT, Tax , EBT dan Lainnya Periode Pembukuan Tahun 2005-2009

Tahun	Kode Emiten	EBIT	T (Tax Dalam Nilai Rp)	EBT	T/EBT	(1-T)	EBIT(1 - T)
2006-2005	GMTD	Rp 10,026,501,676.00	Rp 2,916,873,010.00	Rp 10,293,404,177.00	0.28	0.72	Rp7,185,261,633.29
2007-2006	GMTD	Rp 11,058,212,644.00	Rp 3,421,307,459.00	Rp11,278,252,138.00	0.30	0.70	Rp7,703,655,134.63
2008-2007	GMTD	Rp 11,498,109,542.00	Rp 3,921,366,589.00	Rp11,944,162,284.00	0.33	0.67	Rp7,723,185,732.14
2009-2008	GMTD	Rp 16,762,232,055.00	Rp 5,004,737,783.00	Rp18,490,211,218.00	0.27	0.73	Rp12,225,205,673.64
2006-2005	JRPT	Rp 123,563,690,000.00	Rp 30,503,311,000.00	Rp115,166,080,000.00	0.26	0.74	Rp90,836,157,167.61
2007-2006	JRPT	Rp 150,381,560,000.00	Rp 39,956,246,000.00	Rp150,245,086,000.00	0.27	0.73	Rp110,389,020,042.83
2008-2007	JRPT	Rp 215,269,627,000.00	Rp 62,067,180,000.00	Rp209,788,236,000.00	0.30	0.70	Rp151,580,742,712.22
2009-2008	JRPT	Rp 231,358,693,000.00	Rp 36,687,188,000.00	Rp230,330,779,000.00	0.16	0.84	Rp194,507,778,405.02
2006-2005	JSPT	Rp 4,346,587,213.00	Rp 7,151,470,424.00	(Rp22,930,920,390.00)	(0.31)	1.31	Rp5,702,158,178.77
2007-2006	JSPT	Rp 89,975,005,351.00	Rp 27,847,124,777.00	Rp72,845,739,784.00	0.38	0.62	Rp55,579,785,970.29
2008-2007	JSPT	Rp 152,934,363,750.00	Rp 44,863,415,877.00	Rp7,409,007,225.00	6.06	(5.06)	(Rp773,121,955,867.19)
2009-2008	JSPT	Rp 211,627,780,059.00	Rp 64,840,157,113.00	Rp213,004,711,858.00	0.30	0.70	Rp147,206,770,829.64
2006-2005	PJAA	Rp 166,285,762,550.00	Rp 52,141,120,055.00	Rp178,362,027,746.00	0.29	0.71	Rp117,674,934,235.67
2007-2006	PJAA	Rp 180,962,430,080.00	Rp 59,773,099,482.00	Rp200,990,120,571.00	0.30	0.70	Rp127,145,429,995.88
2008-2007	PJAA	Rp 195,713,322,834.00	Rp 59,548,096,594.00	Rp191,838,722,665.00	0.31	0.69	Rp134,962,522,938.39
2009-2008	PJAA	Rp 186,225,425,861.00	Rp 53,479,509,223.00	Rp190,935,042,488.00	0.28	0.72	Rp134,065,045,817.01
2006-2005	PNSE	Rp 29,887,860,349.00	Rp 1,343,308,618.00	Rp10,268,712,038.00	0.13	0.87	Rp25,978,059,369.89
2007-2006	PNSE	Rp 53,811,397,695.00	Rp 4,362,820,370.00	Rp19,863,304,804.00	0.22	0.78	Rp41,992,142,826.87
2008-2007	PNSE	Rp 71,841,412,283.00	Rp 6,166,271,250.00	Rp32,991,302,672.00	0.19	0.81	Rp58,413,823,820.54
2009-2008	PNSE	Rp 92,587,140,773.00	Rp 10,349,259,913.00	Rp53,523,867,502.00	0.19	0.81	Rp74,684,690,348.89
2006-2005	SMRA	Rp 241,940,033,000.00	Rp 45,826,091,000.00	Rp214,308,857,000.00	0.21	0.79	Rp190,205,512,439.33
2007-2006	SMRA	Rp 270,772,676,000.00	Rp 73,164,396,000.00	Rp233,872,390,000.00	0.31	0.69	Rp186,064,432,787.35
2008-2007	SMRA	Rp 220,866,755,000.00	Rp 75,990,720,000.00	Rp170,819,171,000.00	0.44	0.56	Rp122,611,836,431.68
2009-2008	SMRA	Rp 318,369,973,000.00	Rp 74,793,208,000.00	Rp242,996,196,000.00	0.31	0.69	Rp220,377,033,178.25

LAMPIRAN II
Data Kas, Piutang, Persediaan Lainnya Periode Pembukuan Tahun 2006-2009

Tahun	Kode Emiten	Cash & Marketable Securities	Accounts Receivable	Inventories	All Current Assets
2006	GMTD	Rp523,611,035	Rp368,119,906	Rp132,696,031,653	Rp133,587,762,594
2007		Rp967,252,596	Rp4,373,494,782	Rp138,041,510,324	Rp143,382,257,702
2008		Rp1,359,482,968	Rp13,746,789,458	Rp132,244,951,328	Rp147,351,223,754
2009		Rp8,783,143,019	Rp26,547,707,487	Rp130,344,119,113	Rp165,674,969,619
2006	JRPT	Rp35,754,478,000	Rp18,691,417,000	Rp611,661,363,000	Rp666,107,258,000
2007		Rp54,293,599,000	Rp15,972,365,000	Rp707,165,866,000	Rp777,431,830,000
2008		Rp72,463,511,000	Rp11,919,816,000	Rp804,319,712,000	Rp888,703,039,000
2009		Rp258,060,538,000	Rp16,954,858,000	Rp815,925,126,000	Rp1,090,940,522,000
2006	JSPT	Rp246,346,082,797	Rp72,824,147,931	Rp8,405,367,323	Rp327,575,598,051
2007		Rp332,347,587,346	Rp94,797,778,847	Rp9,136,683,505	Rp436,282,049,698
2008		Rp348,879,373,777	Rp88,989,385,080	Rp12,921,802,424	Rp450,790,561,281
2009		Rp389,088,419,459	Rp102,546,627,714	Rp13,301,853,816	Rp504,936,900,989
2006	PJAA	Rp125,116,551,468	Rp167,777,714,475	Rp8,248,238,299	Rp301,142,504,242
2007		Rp271,669,367,779	Rp223,854,716,260	Rp8,714,187,788	Rp504,238,271,827
2008		Rp308,202,099,960	Rp223,803,159,091	Rp9,848,027,719	Rp541,853,286,770
2009		Rp433,020,053,528	Rp202,690,452,255	Rp11,414,356,496	Rp647,124,862,279
2006	PNSE	Rp25,723,221,809	Rp7,845,189,978	Rp16,995,798,334	Rp50,564,210,121
2007		Rp33,510,651,372	Rp11,437,629,165	Rp17,420,744,963	Rp62,369,025,500
2008		Rp52,843,344,475	Rp14,423,440,868	Rp11,015,655,470	Rp78,282,440,813
2009		Rp54,340,783,059	Rp15,829,405,398	Rp10,696,744,789	Rp80,866,933,246
2006	SMRA	Rp116,749,455,000	Rp54,900,825,000	Rp519,194,865,000	Rp690,845,145,000
2007		Rp305,472,542,000	Rp153,448,228,000	Rp394,339,633,000	Rp853,260,403,000
2008		Rp260,829,563,000	Rp87,722,512,000	Rp653,760,564,000	Rp1,002,312,639,000
2009		Rp633,169,242,000	Rp43,704,492,000	Rp712,901,120,000	Rp1,389,774,854,000

LAMPIRAN II
Data Hutang, Akrual , Dan Lainnya, Periode Pembukuan Tahun 2006-2009

Tahun	Kode	Accounts Payable	Accruals	All Current Liabilities Don't Charge Interest	Net Operating Working Capital	Net Fixed Assets	Total Operating Capital (NOWC + Net Fixed Assets)
2006	GMTD	Rp6,823,191,941	Rp94,966,068,069	Rp101,789,260,010	Rp31,798,502,584	Rp3,840,207,025	Rp35,638,709,609
2007		Rp1,682,174,931	Rp116,918,728,872	Rp118,600,903,803	Rp24,781,353,899	Rp3,396,351,175	Rp28,177,705,074
2008		Rp1,248,030,489	Rp128,333,892,301	Rp129,581,922,790	Rp17,769,300,964	Rp3,311,837,734	Rp21,081,138,698
2009		Rp570,121,695	Rp132,788,991,843	Rp133,359,113,538	Rp32,315,856,081	Rp3,310,723,961	Rp35,626,580,042
2006	JRPT	Rp17,873,240,000	Rp38,097,620,000	Rp55,970,860,000	Rp610,136,398,000	Rp113,988,086,000	Rp724,124,484,000
2007		Rp11,162,778,000	Rp75,835,261,000	Rp86,998,039,000	Rp690,433,791,000	Rp12,139,692,000	Rp702,573,483,000
2008		Rp33,643,697,000	Rp75,914,078,000	Rp109,557,775,000	Rp779,145,264,000	Rp68,296,271,000	Rp847,441,535,000
2009		Rp22,658,008,000	Rp82,324,564,000	Rp104,982,572,000	Rp985,957,950,000	Rp23,727,637,000	Rp1,009,685,587,000
2006	JSPT	Rp39,302,421,768	Rp99,358,469,295	Rp138,660,891,063	Rp188,914,706,988	Rp1,572,884,134,407	Rp1,761,798,841,395
2007		Rp41,788,729,625	Rp142,382,370,884	Rp184,171,100,509	Rp252,110,949,189	Rp1,510,681,096,432	Rp1,762,792,045,621
2008		Rp41,902,685,299	Rp118,759,427,342	Rp160,662,112,641	Rp290,128,448,640	Rp1,487,489,782,127	Rp1,777,618,230,767
2009		Rp30,486,686,185	Rp82,650,213,329	Rp113,136,899,514	Rp391,800,001,475	Rp1,408,923,710,875	Rp1,800,723,712,350
2006	PJAA	Rp20,840,399,957	Rp56,938,153,534	Rp77,778,553,491	Rp223,363,950,751	Rp341,089,795,952	Rp564,453,746,703
2007		Rp41,495,147,091	Rp64,729,966,557	Rp106,225,113,648	Rp398,013,158,179	Rp369,884,012,627	Rp767,897,170,806
2008		Rp34,288,747,715	Rp63,354,562,441	Rp97,643,310,156	Rp444,209,976,614	Rp401,071,660,848	Rp845,281,637,462
2009		Rp61,437,099,140	Rp75,762,802,720	Rp137,199,901,860	Rp509,924,960,419	Rp418,927,935,781	Rp928,852,896,200
2006	PNSE	Rp4,040,867,846	Rp3,116,852,931	Rp7,157,720,777	Rp43,406,489,344	Rp131,304,852,881	Rp174,711,342,225
2007		Rp5,045,865,891	Rp4,496,492,892	Rp9,542,358,783	Rp52,826,666,717	Rp134,921,927,459	Rp187,748,594,176
2008		Rp4,638,305,290	Rp4,290,607,836	Rp8,928,913,126	Rp69,353,527,687	Rp160,603,811,768	Rp229,957,339,455
2009		Rp6,879,941,423	Rp5,395,471,883	Rp12,275,413,306	Rp68,591,519,940	Rp189,669,738,651	Rp258,261,258,591
2006	SMRA	Rp93,783,488,000	Rp24,648,928,000	Rp118,432,416,000	Rp572,412,729,000	Rp860,553,229,000	Rp1,432,965,958,000
2007		Rp66,966,766,000	Rp32,731,566,000	Rp99,698,332,000	Rp753,562,071,000	Rp364,063,368,000	Rp1,117,625,439,000
2008		Rp60,244,967,000	Rp28,387,796,000	Rp88,632,763,000	Rp913,679,876,000	Rp311,835,944,000	Rp1,225,515,820,000
2009		Rp62,785,270,000	Rp69,262,488,000	Rp132,047,758,000	Rp1,257,727,096,000	Rp308,637,298	Rp1,258,035,733,298

LAMPIRAN II
Data EBIT, Kas, Piutang, Persediaan dan Lainnya Periode Pembukuan Tahun 2005-2008

Tahun	Kode Emiten	Cash & Marketable Securities	Accounts Receivable	Inventories	All Current Assets
2005	GMTD	Rp1,176,280,425	Rp0	Rp131,704,026,914	Rp132,880,307,339
2006		Rp523,611,035	Rp368,119,906	Rp132,696,031,653	Rp133,587,762,594
2007		Rp967,252,596	Rp4,373,494,782	Rp138,041,510,324	Rp143,382,257,702
2008		Rp1,359,482,968	Rp13,746,789,458	Rp132,244,951,328	Rp147,351,223,754
2005	JRPT	Rp20,699,663,000	Rp16,235,259,000	Rp503,413,773,000	Rp540,348,695,000
2006		Rp35,754,478,000	Rp18,691,417,000	Rp611,661,363,000	Rp666,107,258,000
2007		Rp54,293,599,000	Rp15,972,365,000	Rp707,165,866,000	Rp777,431,830,000
2008		Rp72,463,511,000	Rp11,919,816,000	Rp804,319,712,000	Rp888,703,039,000
2005	JSPT	Rp231,633,716,915	Rp51,366,042,792	Rp6,727,459,606	Rp289,727,219,313
2006		Rp246,346,082,797	Rp72,824,147,931	Rp8,405,367,323	Rp327,575,598,051
2007		Rp332,347,587,346	Rp94,797,778,847	Rp9,136,683,505	Rp436,282,049,698
2008		Rp348,879,373,777	Rp88,989,385,080	Rp12,921,802,424	Rp450,790,561,281
2005	PJAA	Rp135,027,219,277	Rp146,263,219,515	Rp7,146,162,274	Rp288,436,601,066
2006		Rp125,116,551,468	Rp167,777,714,475	Rp8,248,238,299	Rp301,142,504,242
2007		Rp271,669,367,779	Rp223,854,716,260	Rp8,714,187,788	Rp504,238,271,827
2008		Rp308,202,099,960	Rp223,803,159,091	Rp9,848,027,719	Rp541,853,286,770
2005	PNSE	Rp21,625,583,804	Rp7,378,303,982	Rp11,153,657,540	Rp40,157,545,326
2006		Rp25,723,221,809	Rp7,845,189,978	Rp16,995,798,334	Rp50,564,210,121
2007		Rp33,510,651,372	Rp11,437,629,165	Rp17,420,744,963	Rp62,369,025,500
2008		Rp52,843,344,475	Rp14,423,440,868	Rp11,015,655,470	Rp78,282,440,813
2005	SMRA	Rp213,555,807,000	Rp30,569,222,000	Rp454,587,077,000	Rp698,712,106,000
2006		Rp116,749,455,000	Rp54,900,825,000	Rp519,194,865,000	Rp690,845,145,000
2007		Rp305,472,542,000	Rp153,448,228,000	Rp394,339,633,000	Rp853,260,403,000
2008		Rp260,829,563,000	Rp87,722,512,000	Rp653,760,564,000	Rp1,002,312,639,000

LAMPIRAN II
Data Hutang, Akrual , dan Lainnya, Periode Pembukuan Tahun 2005-2008

Tahun	Kode	Accounts Payable	Accruals	All Current Liabilities Don't Charge Interest	Net Operating Working Capital	Net Fixed Assets	Total Operating Capital (NOWC + Net Fixed Assets)
2005	GMTD	Rp6,157,442,124	Rp79,892,328,404	Rp86,049,770,528	Rp46,830,536,811	Rp4,449,647,447	Rp51,280,184,258
2006		Rp6,823,191,941	Rp94,966,068,069	Rp101,789,260,010	Rp31,798,502,584	Rp3,840,207,025	Rp35,638,709,609
2007		Rp1,682,174,931	Rp116,918,728,872	Rp118,600,903,803	Rp24,781,353,899	Rp3,396,351,175	Rp28,177,705,074
2008		Rp1,248,030,489	Rp128,333,892,301	Rp129,581,922,790	Rp17,769,300,964	Rp3,311,837,734	Rp21,081,138,698
2005	JRPT	Rp8,754,418,000	Rp32,726,741,000	Rp41,481,159,000	Rp498,867,536,000	Rp113,225,920,000	Rp612,093,456,000
2006		Rp17,873,240,000	Rp38,097,620,000	Rp55,970,860,000	Rp610,136,398,000	Rp113,988,086,000	Rp724,124,484,000
2007		Rp11,162,778,000	Rp75,835,261,000	Rp86,998,039,000	Rp690,433,791,000	Rp12,139,692,000	Rp702,573,483,000
2008		Rp33,643,697,000	Rp75,914,078,000	Rp109,557,775,000	Rp779,145,264,000	Rp68,296,271,000	Rp847,441,535,000
2005	JSPT	Rp26,360,752,350	Rp56,351,530,608	Rp82,712,282,958	Rp207,014,936,355	Rp1,532,811,570,167	Rp1,739,826,506,522
2006		Rp39,302,421,768	Rp99,358,469,295	Rp138,660,891,063	Rp188,914,706,988	Rp1,572,884,134,407	Rp1,761,798,841,395
2007		Rp41,788,729,625	Rp142,382,370,884	Rp184,171,100,509	Rp252,110,949,189	Rp1,510,681,096,432	Rp1,762,792,045,621
2008		Rp41,902,685,299	Rp118,759,427,342	Rp160,662,112,641	Rp290,128,448,640	Rp1,487,489,782,127	Rp1,777,618,230,767
2005	PJAA	Rp30,654,590,632	Rp49,785,374,996	Rp80,439,965,628	Rp207,996,635,438	Rp311,816,695,840	Rp519,813,331,278
2006		Rp20,840,399,957	Rp56,938,153,534	Rp77,778,553,491	Rp223,363,950,751	Rp341,089,795,952	Rp564,453,746,703
2007		Rp41,495,147,091	Rp64,729,966,557	Rp106,225,113,648	Rp398,013,158,179	Rp369,884,012,627	Rp767,897,170,806
2008		Rp34,288,747,715	Rp63,354,562,441	Rp97,643,310,156	Rp444,209,976,614	Rp401,071,660,848	Rp845,281,637,462
2005	PNSE	Rp2,980,110,547	Rp3,267,217,493	Rp6,247,328,040	Rp33,910,217,286	Rp130,989,765,701	Rp164,899,982,987
2006		Rp4,040,867,846	Rp3,116,852,931	Rp7,157,720,777	Rp43,406,489,344	Rp131,304,852,881	Rp178,328,416,803
2007		Rp5,045,865,891	Rp4,496,492,892	Rp9,542,358,783	Rp52,826,666,717	Rp134,921,927,459	Rp213,430,478,485
2008		Rp4,638,305,290	Rp4,290,607,836	Rp8,928,913,126	Rp69,353,527,687	Rp160,603,811,768	Rp229,957,339,455
2005	SMRA	Rp111,014,624,000	Rp19,727,275,000	Rp130,741,899,000	Rp567,970,207,000	Rp754,987,386,000	Rp1,322,957,593,000
2006		Rp93,783,488,000	Rp24,648,928,000	Rp118,432,416,000	Rp572,412,729,000	Rp860,553,229,000	Rp1,432,965,958,000
2007		Rp66,966,766,000	Rp32,731,566,000	Rp99,698,332,000	Rp753,562,071,000	Rp364,063,368,000	Rp1,117,625,439,000
2008		Rp60,244,967,000	Rp28,387,796,000	Rp88,632,763,000	Rp913,679,876,000	Rp311,835,944,000	Rp1,225,515,820,000

LAMPIRAN II
Data NI, FCF, Deviden, EAT, DPR, TA dan Lainnya Selama Periode 2005-2009

Tahun	Kode Emiten	$NI = TOC_{n+1} - TOC_n$	FCF = EBIT(1 - T) - NI	D (Deviden)	EAT	DPR = D/EAT	TA (Total Assets)	FCF/TA
2009-2005	GMTD	(15,641,474,649)	22,826,736,282	1,624,811,400	7,376,531,167	0.22	Rp 268,622,001,762	0.08
		(7,461,004,535)	15,164,659,670	1,624,811,400	7,856,944,679	0.21	Rp 278,543,367,878	0.05
		(7,096,566,376)	14,819,752,108	1,624,811,400	8,022,795,695	0.20	Rp 287,040,432,423	0.05
		14,545,441,344	(2,320,235,670)	1,625,233,500	13,485,473,435	0.12	Rp 305,635,686,223	(0.01)
2009-2005	JRPT	762,166,000	90,073,991,168	19,250,000,000	84,119,953,000	0.23	Rp 1,682,386,172,000	0.05
		(21,551,001,000)	131,940,021,043	24,750,000,000	110,127,635,000	0.22	Rp 1,907,357,328,000	0.07
		144,868,052,000	6,712,690,712	38,493,393,000	147,817,898,000	0.26	Rp 2,211,213,226,000	0.00
		162,244,052,000	32,263,726,405	45,783,676,000	191,705,460,000	0.24	Rp 2,585,475,177,000	0.01
2009-2005	JSPT	21,972,334,873	(16,270,176,694)	3,291,750,000	(35,647,850,457)	(0.09)	Rp 2,582,121,960,189	(0.01)
		993,204,226	54,586,581,744	4,924,735,000	26,658,669,447	0.18	Rp 2,718,908,952,365	0.02
		14,826,185,146	(787,948,141,013)	5,879,365,500	(55,279,661,205)	(0.11)	Rp 2,688,409,851,745	(0.29)
		23,105,481,583	124,101,289,247	19,163,053,400	79,307,133,308	0.24	Rp 2,598,210,491,391	0.05
2009-2005	PJAA	44,640,415,425	73,034,518,811	48,804,617,583	126,213,445,789	0.39	Rp 954,271,118,430	0.08
		(80,818,105,334)	207,963,535,330	50,399,892,806	140,867,118,325	0.36	Rp 1,277,132,576,776	0.16
		(263,598,592,607)	398,561,115,545	56,319,999,989	132,233,084,587	0.43	Rp 1,331,291,536,669	0.30
		(371,567,044,201)	505,632,090,018	59,759,999,925	137,389,481,212	0.43	Rp 1,529,437,482,328	0.33
2009-2005	PNSE	9,811,359,238	16,166,700,132	1,385,234,035	8,919,159,986	0.16	Rp 202,140,201,925	0.08
		13,037,251,951	28,954,890,876	4,517,113,461	12,235,244,519	0.37	Rp 211,515,487,317	0.14
		42,208,745,279	16,205,078,542	5,812,746,406	20,452,185,667	0.28	Rp 255,117,885,071	0.06
		28,303,919,136	46,380,771,213	6,459,328,295	32,044,907,478	0.20	Rp 290,457,393,369	0.16
2009-2005	SMRA	110,008,365,000	80,197,147,439	1,385,234,035	8,919,159,986	0.16	Rp 202,140,201,925	0.40
		(315,340,519,000)	501,404,951,787	4,517,113,461	12,235,244,519	0.37	Rp 211,515,487,317	2.37
		107,890,381,000	14,721,455,432	5,812,746,406	20,452,185,667	0.28	Rp 255,117,885,071	0.06
		32,519,913,298	187,857,119,880	6,459,328,295	32,044,907,478	0.20	Rp 290,457,393,369	0.65