

**CONFIRMATORY FACTOR ANALYSIS INTERNAL DAN EKSTERNAL  
KEUANGAN, FREE CASH FLOW, DAN RETURN SAHAM  
PERUSAHAAN MANUFAKTUR GO PUBLIC DI INDONESIA**

**Widi Hidayat**

**Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga Surabaya**

**ABSTRACT**

*The negative impact of economic crisis in Asia to internal financial decision included investment decision, financing decision, and dividend decisions. This condition is loser if external factors such as inflation rate, interest rate, and exchange rate are not supported. Negative free cash flow including Economic Value Added and Market Value Added, depreciation of stock return indicate financial distress and reduction of shareholder wealth.*

*The research used of Confirmatory Factor Analysis and the hypotheses are:*

- 1. The influence of Inflation Rate (IR), Interest Rate, and Exchange Rate are significant to External Factor.*
- 2. The influence of Return on Equity (ROE), Fixed Asset Utilization (FAU), Capital Intensiveness (CI), Inventory Intensiveness (II), Receivable Intensiveness (RI), Margin Ratio (MR), Asset Profitability Ratio (APR) are significant to Investment Decision.*
- 3. The influence of Financial Leverage (FL), Short Term Liquidity (STL) and Cash Position (CP) are significant to Financing Decision.*
- 4. The influence of Plowback Ratio (PR) and Return On Fixed Asset are significant to Dividend Decision.*
- 5. The influence of Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) are significant to Free cash flow.*
- 6. The influence of Price Earning Ratio (PER), Dividend Yield (DY), and Capital Gain Yield (Cap.G) are significant to Stock Return.*

*The results of this research are significant influence to external factors, internal financial decision, free cash flow, and stock return; but inventory and receivable intensiveness, dividend yield are not significantly.*

*Key words: external factor, internal financing decision, free cash flow, stock return*

## PENDAHULUAN

Pemerintah Thailand pada tanggal 14 dan 15 Mei 1997 melakukan intervensi terhadap mata uangnya (*bath*) yang didukung oleh Singapura karena lambannya pertumbuhan ekonomi dan ketidakstabilan politik. Hal itu berakibat pada tanggal 2 Juli 1997, pemerintah Thailand mengumumkan mendevaluasi nilai bath sekitar 15 – 20%, demikian pula bank sentral Philipina melakukan intervensi untuk melindungi peso. Berturut-turut diikuti oleh bank sentral Malaysia pada tanggal 8 Juli 1997, melakukan intervensi agresif untuk melindungi ringgit.

Hal tersebut di atas berakibat pada tanggal 11 Juli 1997 Bank Indonesia (BI) memperkuat intervensi rupiah dari 8% menjadi 12%. Akan tetapi, pada tanggal 13 Agustus 1997 rupiah melemah dari Rp 2.500,- per 1\$ AS menjadi Rp 2.755,- per 1\$ AS. Pada tanggal 8 Oktober 1997, pemerintah meminta bantuan kepada IMF dan ternyata pada tanggal 8 Januari 1998 rupiah merosot pada posisi Rp 11.000,- per 1\$ AS, dan kemudian rupiah terus melemah sampai pada posisi Rp 16.000,- per 1\$ AS.

Sehubungan dengan hal tersebut di atas, Indonesia yang sebelumnya telah menganut strategi Industri Substitusi Import (ISI) dan diterapkan pada perusahaan manufaktur yang belum sepenuhnya berorientasi ekspor berada pada posisi kesulitan keuangan. Pengeluaran biaya bahan baku meningkat, harga pokok produksi meningkat dan harga jual produk juga meningkat. Hal ini mendorong tingginya angka inflasi dan menyebabkan melemahnya daya beli masyarakat, sehingga perusahaan memilih strategi stagnan dalam produksinya.

Kondisi tersebut menyebabkan multi krisis yang berkepanjangan, baik krisis ekonomi, politik, maupun pertahanan/keamanan, hal ini menyebabkan pasar saham berada pada kondisi "*bearish*", harga saham berbagai perusahaan merosot tajam. Minat investor juga turun drastis terutama investor kecil perorangan boleh dikatakan tidak ada lagi, karena pendapatan (*return*) saham tidak menjanjikan (Suta 2000: 30).

Tingkat bunga bank (*interest rate*) juga meningkat sangat signifikan dari sekitar 18% menjadi sekitar 70%. Hal ini berakibat keputusan pendanaan bagi perusahaan terbuka kepada bank membutuhkan biaya yang lebih tinggi. Di sisi lain, pendanaan dengan menjual saham sudah tidak menarik bagi investor saham. Sedangkan bila perusahaan terbuka menjual obligasi (*bond*) sebagai sumber pendanaan tidak akan mampu bersaing memberikan bunga tetap karena tingginya tingkat bunga bank tersebut.

Perubahan yang sangat signifikan pada ketiga faktor ekstern yaitu tingkat inflasi, nilai tukar dan tingkat bunga menyebabkan perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) harus mengambil langkah-langkah dalam keputusan intern keuangan yang meliputi keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen

agar saham yang diterbitkan tetap memberikan pendapatan bagi investor. Masalah yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah: indikator apakah yang berpengaruh signifikan terhadap faktor ekstern, keputusan intern keuangan, free cash flow dan return saham perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis indikator yang berpengaruh signifikan terhadap faktor ekstern, keputusan intern keuangan, free cash flow dan return saham perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

Manfaat Penelitian;

- a. Bagi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada pasca krisis, dengan mengetahui indikator keputusan intern keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen dan indikator free cash flow, serta indikator return saham, maka perusahaan dapat mengatur strategi keuangannya karena indikator tersebut merupakan faktor yang controllable (yang dapat dikendalikan) dan dimanage oleh perusahaan.
- b. Bagi pemerintah, dengan mengetahui indikator dari faktor ekstern yang merupakan faktor yang uncontrollable bagi perusahaan manufaktur, diharapkan pemerintah dapat mengevaluasi kebijakan dan regulasinya, yang diharapkan tidak memberatkan industri manufaktur dan masyarakat sebagai konsumen hasil produksinya.

## **RERANGKA TEORETIS**

### **Keputusan Intern Keuangan dan Faktor Ekstern**

Damodaran dalam bukunya Corporate Finance memberikan gambar lengkap mengenai keputusan dan tujuan manajemen keuangan yang disebut sebagai "*The Big Picture*" (Damodaran 1997:8) dan dapat dijelaskan sebagai berikut:

#### **Keputusan Intern Keuangan**

Tiga keputusan manajemen keuangan yang merupakan keputusan intern yaitu keputusan pendanaan (*financing decision*), keputusan investasi (*investment decision*) dan keputusan dividend (*dividend decision*) mempengaruhi tujuan manajemen keuangan yang harus dicapai oleh perusahaan yaitu meningkatkan Harga Pasar Saham (*Market Price*).

Keputusan pendanaan berkaitan dengan sumber dana (*Source of Fund*) sedangkan keputusan investasi berkaitan dengan penggunaan dana (*Use of Fund*). *Source of fund* (sumber dana) yang didapat oleh perusahaan dan tercermin didalam *cash inflow* ( arus kas

masuk) sedangkan *use of fund* (penggunaan dana) tercermin di dalam *cash outflow* ( arus kas keluar).

### **Faktor Ekstern**

Faktor ekstern adalah merupakan bagian dari variabel makro ekonomi dari luar perusahaan dan merupakan variabel yang sulit dikendalikan oleh pihak perusahaan (Damodaran 1997:8).

Indikator faktor ekstern adalah:

- a) Tingkat inflasi (INF) adalah laju persentase dari harga barang selama periode tertentu dan merupakan perbedaan antara tingkat pertumbuhan *Gross National Product* (GNP) nominal dan GNP yang terjadi karena harga barang-barang meningkat.
- b) Tingkat bunga (IR) adalah tingkat bunga kredit rata-rata per tahun dari tingkat bunga kredit bank umum pemerintah yang dibebankan kepada perusahaan atas penggunaan dana baik jangka pendek maupun jangka panjang.
- c) Perubahan nilai tukar ( $\Delta K$ ) adalah perubahan nilai tukar mata uang rupiah terhadap dolar Amerika yang ditentukan berdasarkan kurs tengah Bank Indonesia (BI).

### **Keputusan Intern Keuangan**

Keputusan intern keuangan adalah keputusan keuangan yang harus diambil oleh perusahaan dan merupakan keputusan yang seharusnya dapat dikendalikan, terdiri dari:

1. Keputusan investasi adalah keputusan keuangan (*financial decision*) di bidang investasi dalam bentuk aktiva riil (*real asset*) yang nyata (*tangible asset*) dan berupa aktiva tidak nyata (*intangibile asset*). Dari sisi jangka waktunya keputusan investasi terdiri dari keputusan investasi jangka panjang berupa investasi aktiva tetap dan keputusan investasi jangka pendek berupa investasi aktiva lancar (Maness dan Henderson 1991:28).

Indikator keputusan investasi adalah:

- a) *Return On Equity* (ROE) mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan setelah adanya investasi terhadap modal sendiri yang digunakan atau dapat juga untuk mengukur risiko bisnis atau business risk.
- b) *Fixed Asset Utilization* (FAQ) adalah mengukur keefektifan operasi asset di dalam menghasilkan penjualan.
- c) *Capital Intensiveness* (CI) mengukur apakah capital dimanfaatkan secara intensif.
- d) *Inventori Intensiveness* (II) mengukur apakah inventori (persediaan barang dagangan) telah dioperasionalkan secara intensif.
- e) *Receivables Intensiveness* (RI) mengukur kemampuan perusahaan mengelola piutang dagangnya.

- f) *Margin Ratio* (MR), mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan *Gross Profit* dan *Net Profit* terhadap penjualannya.
  - g) *Asset Profitability Ratio* (APR) mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan *Return Before-Tax* dan *Return After-Tax* terhadap penjualannya.
2. Keputusan pendanaan adalah keputusan keuangan tentang struktur modal perusahaan yang menggambarkan sumber dana untuk membeli aktiva perusahaan baik berupa modal asing (jangka pendek dan jangka panjang) maupun berupa modal sendiri. (Mannes dan Henderson 1991:51).

Indikator keputusan pendanaan adalah:

- a) *Financial Leverage* (FZ) adalah mengukur kemampuan perusahaan mengelola sumber dananya baik berupa pendanaan jangka pendek maupun pendanaan jangka panjang.
  - b) *Short Term Liquidity* (STL) mengukur perusahaan membayar kewajiban jangka pendeknya.
  - c) *Cash Position* (CP) adalah posisi kas pada akhir periode terhadap penjualan, terhadap *total assets* dan terhadap *current assets*.
3. Keputusan dividen adalah keputusan manajemen di dalam hal perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak yaitu dibagi kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (Maness dan Henderson 1991:51).

Indikator keputusan dividen adalah:

- a) *Plowback Ratio* (PR) mengukur dana yang diinvestasikan kembali yang berasal dari laba bersih setelah pajak akibat dari kebijakan pembayaran dividen.
- b) *Return On Fixed Assets* (ROFA) yaitu mengukur perusahaan menghasilkan keuntungan atau *return* terhadap aktiva tetap yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan tersebut. Sebagai pertimbangan perusahaan dalam memutuskan kebijakan devidennya sebaiknya dibagi atau ditunda pembayarannya untuk diinvestasikan kembali.

### ***Free Cash Flow***

Arus kas bebas adalah arus kas yang tersedia untuk distribusi kepada pemegang saham, setelah perusahaan membuat semua keputusan investasi baik dalam bentuk *fixed assets* maupun *working capital*.

Indikator arus kas adalah:

- a) *Economic Value Added (EVA)* adalah nilai tambah ekonomis setelah memperhitungkan biaya modal untuk investasi yang dilakukan dan berbasis kemakmuran pemegang saham (*shareholder wealth*) selama satu periode tertentu.
- b) *Market Value Added (MVA)* mengukur kemakmuran pemegang saham bilamana terjadi peningkatan yang maksimal nilai pasar ekuitas perusahaan (*market value of the firm equity*) melebihi modal sendiri (*owners equity*) yang disetor oleh para pemegang saham selama satu periode tertentu.

### **Return Saham**

Pendapatan saham adalah keuntungan yang diharapkan oleh investor dalam bentuk kenaikan harga saham (Brigham dan Houston 1993:13).

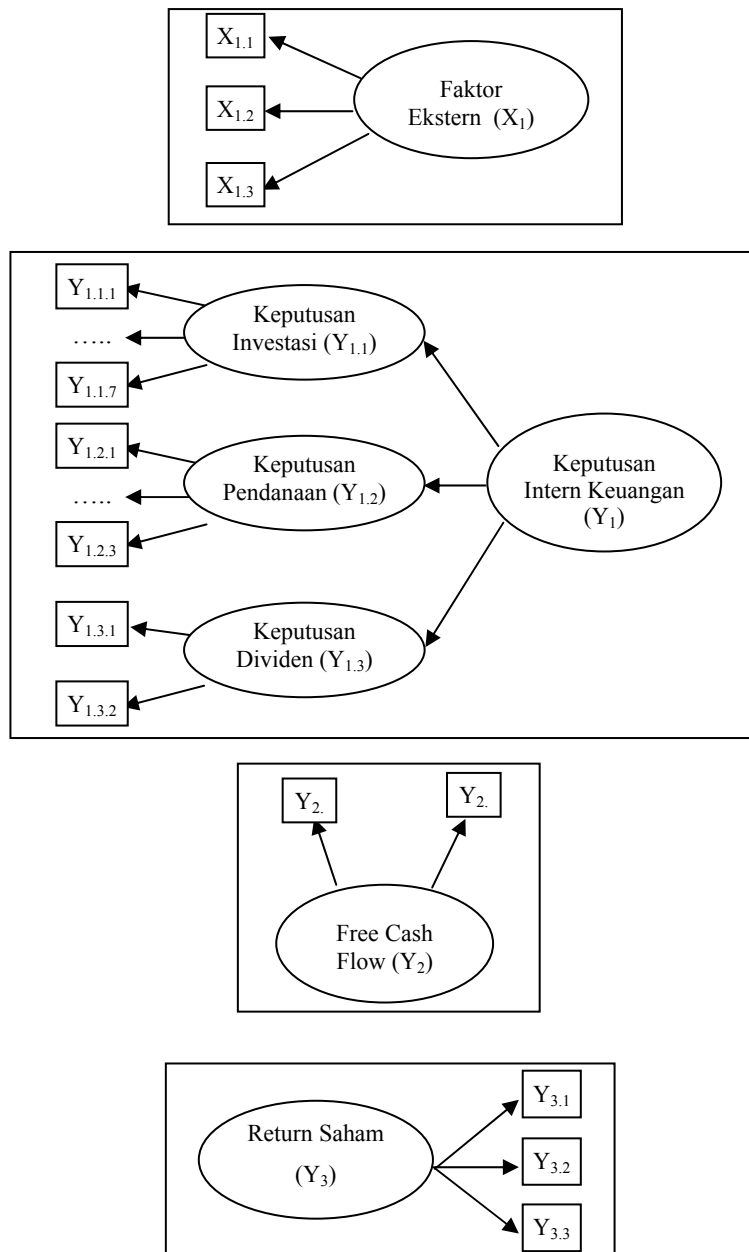
Indikator pendapatan saham adalah:

- a) *Price Earning Ratio (PER)* yaitu rasio harga saham terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan laba per lembar saham.
- b) *Dividend Yield (DY)* yaitu rasio pembayaran dividen per lembar saham terhadap harga saham perusahaan.
- c) *Capital Gain (CAP.G)* yaitu rasio perubahan harga saham sekarang terhadap harga saham saat dibeli.

### **Hipotesis**

1. Diduga Tingkat Inflasi (If.R), Tingkat Bunga (IR), dan Perubahan Nilai Tukar ( $\Delta K$ ) berpengaruh signifikan terhadap faktor eksternal keuangan.
2. Diduga Return On Equity (ROE), Fixed Asset Utilization (FAU), Capital Intensiveness (CI), Inventory Intensiveness (II), Receivable Intensiveness (RI), Margin Ratio (MR), Asset Profitability Ratio (APR) berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.
3. Diduga Financial Leverage (FL), Short Term Liquidity (STL), Cash Position (CP) berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan.
4. Diduga Plowback Ratio (PR) dan Return On Fixed Asset (ROFA) berpengaruh signifikan terhadap keputusan dividen.
5. Diduga Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) berpengaruh signifikan terhadap free cash flow.
6. Diduga Price Earning Ratio (PER), Dividend Yield (DY) dan Capital Gain Yield (Cap.G) berpengaruh signifikan terhadap return saham.

## Rerangka Konseptual



**Gambar 1**  
**Rerangka Konsep Penelitian**

## METODE PENELITIAN

### Jenis dan Rancangan Penelitian

Penelitian ini menggunakan rancangan penelitian kausal (*causal studies*) karena penelitian ini menguji pengaruh antara indikator-indikator keuangan terhadap keputusan ekstern dan intern keuangan, *free cash flow*, dan return saham.

Penelitian ini juga merupakan penelitian penjelasan (*explanatory research*) karena tujuannya menjelaskan pengaruh antara variabel melalui pengujian hipotesis. Metode utama yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian survey, yaitu penelitian yang dilakukan dengan mengambil sampel dari populasi.

### Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan terbuka (*go public*) di Indonesia, yang terdiri dari industri manufaktur, industri dagang dan industri jasa seluruhnya berjumlah 323 perusahaan. Sedangkan sampelnya adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar (*listed*) pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 1999 sampai dengan tahun 2002, berjumlah 157 perusahaan untuk 20 kelompok jenis usaha. Dari jumlah tersebut yang terdaftar selama kurun waktu 4 (empat) tahun sebanyak 117 perusahaan. Sedangkan alasan dipilihnya tahun 1999 karena pada tahun 1997 dan 1998 Indonesia mengalami kondisi krisis ekonomi.

### Instrumen Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder dengan skala rasio sehingga tidak memerlukan uji validitas dan reliabilitas.

### Lokasi dan Waktu Penelitian

Lokasi dan waktu untuk memperoleh data dalam penelitian ini adalah :

1. Perpustakaan Bursa Efek Surabaya bulan Januari s/d Maret 2004.
2. Pusat Referensi Modal, Bursa Efek Jakarta bulan April 2004.
3. Perpustakaan Bank Indonesia Jakarta bulan April 2004.
4. Perpustakaan BAPEPAM Jakarta bulan April 2004.
5. Perpustakaan BPS Jakarta bulan April 2004.

### Prosedur Pengambilan dan Pengumpulan Data

Data sekunder diperoleh dari Bursa Efek Indonesia, Bank Indonesia, BABPEPAM dan BPS Jakarta berupa:



1. Laporan keuangan perusahaan publik per 31 Desember 1998 sampai dengan 2002, yang terdiri dari: (1) Neraca, (2) Laba-Rugi, (3) Laporan Perubahan Ekuitas, (4) Laporan Perubahan Modal Kerja, (5) Laporan Arus Kas.
2. Bank Indonesia untuk menentukan : (1) Tingkat Bunga Kredit, (2) Nilai Tukar.
3. Biro Pusat Statistik (BPS) untuk menentukan tingkat inflasi.
4. Bagian Penelitian Bursa Efek Indonesia untuk mengkaji penelitian-penelitian yang telah dilakukan.
5. Pusat Referensi Pasar Modal untuk menambah wawasan pasar modal.

### **Cara Pengolahan dan Analisis Data**

Prosedur pengolahan dan pemrosesan data dilakukan dengan tahapan sebagai berikut:

1. Berdasarkan data laporan keuangan perusahaan manufaktur yang dipublikasikan dalam *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), diolah menjadi rasio-rasio keuangan yang merupakan indikator keputusan ekstern dan intern keuangan, free cash flow dan return saham.
2. Indikator faktor ekstern diperoleh dari BPS dan BI.
3. Melakukan tabulasi dengan menggunakan Microsoft Excell for Windows XP.
4. Mengolah dan menganalisis data dengan program SPSS versi 11.5 for Windows, sedangkan pengujian Confirmatory Factor Analysis dengan program AMOS versi 4.0.

Setelah model pengukuran dikembangkan maka dilakukan *Confirmatory Factors Analysis* (CFA). CFA ini dilakukan untuk menguji unidimensionalitas (*unidimensionality*) dari setiap variabel bentukan (*construct*) dengan menggunakan program AMOS 4.0. Uji unidimensinalitas ini akan menghasilkan *coefficient loading factor* sebagai ukuran kesesuaian. *Loading factor* masing-masing indikator atau observer variable  $<$  atau  $= 0,05$  dianggap signifikan untuk mengukur kesesuaian sebuah variabel. Dalam CFA, semua indikator dihubungkan dengan variabel bentukan.

### **Identifikasi variabel**

Berdasarkan masalah, tujuan dan hipotesis dalam penelitian, maka penelitian ini menggunakan 4 (empat) variabel konstruk/laten dan 20 (dua puluh) variabel manifest (indikator), serta 1 (satu) variabel exogen dan 3 (tiga) variabel endogen berikut cara pengukurannya dapat dilihat pada Tabel 1.

**Tabel 1**  
**Variabel Penelitian**

No.	Variabel Konstruk	Variabel Manifest (Indikator)
<b>I</b>	<b>Faktor Ekstern</b> $X_1$	$X_{1,1}$ = Tingkat Inflasi (INF) $X_{1,2}$ = Tingkat Bunga (IR) $X_{1,3}$ = Perubahan Nilai Tukar (K)
<b>II</b>	<b>Keputusan Intern</b> <b>Keuangan (<math>Y_1</math>)</b>	
1.	<b>Keputusan Investasi</b> $Y_{1,1}$	Return On Equity (ROE) Fixed Asset Utilization (FAU) Capital Intensiveness (CI) Inventory Intensiveness (II) Receivables Intensiveness (RI) Margin Ratio (MR) Asset Profitability Ratio (APR)
2.	<b>Keputusan Pendanaan</b> $Y_{1,2}$	Financial Leverage (FL) Short – Term Liquidity (STL) Cash – Position (CP)
3.	<b>Keputusan Dividen</b> $Y_{1,3}$	Plowback Ratio (PR) Return On Fixed Assets (ROFA)
<b>III</b>	<b>Free Cash Flow</b> $Y_2$	Economic Value Added (EVA) Market Value Added (MVA)
<b>IV</b>	<b>Return Saham</b> $Y_3$	Price Earning Ratio (PER) Dividend Yield (DY) Capital Gain (Cap.G)

Suber: Hasil diolah.

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Hasil pengukuran untuk masing-masing indikator

**Hipotesis 1 untuk mengukur indikator dari masing-masing variabel penelitian yang berpengaruh signifikan terhadap faktor eksternal keuangan.**

Faktor ekstern diukur dengan menggunakan faktor tingkat inflasi (If.R) ( $X_{1,1}$ ), tingkat bunga (IR) ( $X_{1,2}$ ), perbedaan nilai tukar ( $\Delta K$ ) ( $X_{1,3}$ ) menunjukkan bahwa faktor bobot untuk masing-masing indikator faktor ekstern yang ditunjukkan pada Tabel 2 nampak sebagai berikut:

**Tabel 2**  
**Indikator Faktor Ekstern**

Variabel	Indikator	Faktor bobot	P	S/TS	Keterangan
Faktor ekstern ( $X_1$ )	$X_{1,1}$ – Tingkat Inflasi	0.958	–	Fix	Faktor ekstern ditentukan oleh tingkat inflasi dan tingkat bunga
	$X_{1,2}$ – Tingkat bunga	-0.952	0.000	S	
	$X_{1,3}$ – Nilai tukar	0.612	0.000	S	

Sumber : Bank Indonesia, diolah.

Tabel 2 menunjukkan bahwa tingkat inflasi ( $X_{1,1}$ ) berpengaruh positif sebesar 0,958 dengan p fix. Tingkat bunga ( $X_{1,2}$ ) berpengaruh negatif signifikan sebesar 0,952 dengan nilai p = 0,000. Nilai tukar ( $X_{1,3}$ ) berpengaruh positif signifikan sebesar 0,612 dengan nilai p = 0,000 terhadap faktor ekstern. Hal ini menunjukkan bahwa semua indikator dapat digunakan sebagai pengukur faktor ekstern.

Tingkat inflasi dan tingkat bunga mempunyai pengaruh dominan, selanjutnya dapat dijelaskan bahwa tingkat inflasi mempunyai pengaruh positif dan tingkat bunga mempunyai pengaruh negatif, yang berarti bahwa faktor ekstern ditentukan dari tingkat inflasi dan tingkat bunga.

### **Hipotesis 2,3,4 untuk mengukur Indikator Keputusan Intern Keuangan**

Keputusan intern keuangan diukur dengan menggunakan keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen. Faktor bobot untuk masing-masing indikator variabel keputusan intern ditunjukkan pada Tabel 3.

Berdasarkan Tabel 3, semua indikator dapat digunakan sebagai pengukur keputusan intern keuangan. Keputusan investasi mempunyai pengaruh negatif sebesar -1,103 dengan nilai p = 0.000, keputusan pendanaan mempunyai pengaruh negatif sebesar -0.404 dengan nilai p = 0.008, sementara itu keputusan dividen mempunyai pengaruh positif sebesar 2.755 dengan nilai p = 0.000.

Hal ini menunjukkan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen berinteraksi dalam keputusan intern dan ada dominasi keputusan dividen di Indonesia. Hasil penelitian, keputusan investasi menunjukkan bahwa terdapat 2 indikator yang tidak signifikan, yaitu *Inventory Intensiveness* (II) dan *Receivable Intensiveness* (RI), sementara kelima indikator yang lain adalah signifikan yaitu *Return On Equity* (ROE), *Fixed Asset Utilization* (FAU), *Capital Intensiveness* (CI), *Margin Ratio* (MR) dan *Asset Profitability* (APR). Faktor bobot tertinggi adalah APR dengan nilai 0.860 dan

nilai p fix, sedangkan keputusan pendanaan dapat diukur dengan tiga indikator yang signifikan yaitu *Financial Leverage* (FL), *Short Term Liquidity* (STL), dan *Cash Position* (CP) dengan *loading factor* tertinggi adalah CP dan pengaruhnya adalah negatif.

Keputusan investasi, diukur dengan dua indikator yang signifikan yaitu *Plowback Ratio* (PR) dan *Return On Fixed Asset* (ROFA) namun ROFA berpengaruh negatif dengan *loading factor* tertinggi adalah PR.

**Tabel 3**  
**Indikator Keputusan Intern Keuangan**

Variabel	Variabel	Indikator	Faktor bobot	P	S/TS	Keterangan
Keputusan Intern Keuangan (Y <sub>1</sub> )	Keputusan Investasi (Y <sub>1.1</sub> )	Y <sub>1.1.1</sub> – Return on equity	-1.103	0.000	S	Keputusan intern keuangan merupakan interaksi keputusan investasi, pendanaan dan dividen.
		Y <sub>1.1.2</sub> – Fixed asset utilization	0.744	0.000	S	
		Y <sub>1.1.3</sub> – Capital intensiveness	0.048	–	Fix	
		Y <sub>1.1.4</sub> – Inventory intensiveness	0.090	–	Fix	
		Y <sub>1.1.5</sub> – Receivable intensiveness	0.018	0.256	TS	
		Y <sub>1.1.6</sub> – Margin ratio	0.068	0.925	TS	
		Y <sub>1.1.7</sub> – Asset Profitability	0.753	–	Fix	
	Keputusan Pendanaan (Y <sub>1.2</sub> )	Y <sub>1.2.1</sub> – Financial leverage	0.860	–	Fix	Keputusan pendanaan ditentukan oleh posisi kas
		Y <sub>1.2.2</sub> – Short term liquidity	-0.404	0.008	S	
		Y <sub>1.2.3</sub> – Cash position	0.072	–	Fix	
	Keputusan Dividen (Y <sub>1.3</sub> )	Y <sub>1.3.1</sub> – Plowback ratio	0.198	0.025	S	Keputusan dividen ditentukan oleh plowback ratio
		Y <sub>1.3.2</sub> – Return on Fixed Asset	-0.440	0.000	Fix	

Sumber : ICMD, diolah.

### Hipotesis 5 untuk mengukur Indikator Free Cash Flow

*Free Cash Flow* dengan menggunakan indikator EVA (Y<sub>2.1</sub>), MVA (Y<sub>2.2</sub>), dan bobot untuk masing-masing indikator variabel *free cash flow* ditunjukkan dalam Tabel 4 berikut:

**Tabel 4**  
**Indikator Free Cash Flow**

Variabel	Indikator	Faktor Bobot	P	S/T S	Keterangan
Free Cash Flow (Y <sub>2</sub> )	Y <sub>2,1</sub> – EVA	0.634	–	Fix	Free cash flow ditunjukkan oleh EVA dan MVA
	Y <sub>2,2</sub> – MVA	-0.573	0.007	S	

Sumber : ICMD, diolah peneliti.

Tabel 4 menunjukkan bahwa semua indikator dapat digunakan sebagai pengukur *Free Cash Flow*. EVA (Y<sub>2,1</sub>) mempunyai pengaruh positif 0,634 dengan nilai p fix, MVA (Y<sub>2,2</sub>) mempunyai pengaruh negatif -0.573 dengan nilai p = 0,007, terhadap *free cash flow* perusahaan.

Hal ini berarti bahwa EVA akan meningkatkan *free cash flow*, tetapi peningkatan MVA akan menurunkan *free cash flow* dan dapat digunakan sebagai pengukur *free cash flow* perusahaan-perusahaan *go public* di Pasar Modal Indonesia.

#### Hipotesis 6 untuk mengukur Indikator Return Saham

Return Saham diukur dengan menggunakan indikator PER (Y<sub>1</sub>), DY (Y<sub>2</sub>), dan CAP.G (Y<sub>3</sub>). Faktor bobot untuk masing-masing indikator return saham ditunjukkan dalam Tabel 5 sebagai berikut.

**Tabel 5**  
**Indikator Return Saham**

Variabel	Indikator	Faktor Bobot	P	S/TS	Keterangan
Return Saham (Y <sub>3</sub> )	Y <sub>1,3</sub> – PER	0.241	–	Fix	Investor hanya mengharap capital gain
	- Dividend yield	-0.334	0.17	TS	
	- Capital gain	-0.781	4	S	
			0.00		
			2		

Sumber : ICMD, diolah peneliti.

Tabel 5 menunjukkan bahwa hanya dua indikator yang dapat digunakan sebagai pengukur return saham yaitu PER dan Cap. G, PER (Y<sub>3,1</sub>) mempunyai pengaruh positif 0,241 dengan nilai p fix, DY (Y<sub>3,2</sub>) mempunyai pengaruh negatif sebesar -0.334 dengan nilai p = 0.174 dan CAP. G (Y<sub>3,3</sub>) mempunyai pengaruh negatif sebesar -0.781 dengan nilai p = 0,002.

Hal ini berarti bahwa peningkatan CAP.G akan meningkatkan return saham bagi investor. Kondisi ini menggambarkan bahwa investor dalam membeli saham hanya mengharapkan adanya *capital gain*.

### **Indikator Faktor Ekstern**

Ketiga indikator faktor ekstern yaitu tingkat inflasi, tingkat bunga dan nilai tukar merupakan indikator yang signifikan, namun faktor bobot tertinggi adalah tingkat inflasi dan kemudian tingkat bunga. Temuan empirik ini mendukung pemikiran Damodaran (1997).

Tingkat inflasi tinggi menyebabkan daya beli masyarakat untuk produk perusahaan manufaktur turun sehingga mempengaruhi tingkat penjualan dan tingkat produksi akan turun. Dalam jangka panjang kondisi demikian akan berdampak adanya keputusan perusahaan untuk mengurangi tenaga kerja produksi yang berakibat jumlah pengangguran akan meningkat. Terjadi pergeseran dari tenaga kerja sektor formal beralih ke sektor informal.

Tingkat bunga yang tinggi berakibat perusahaan menanggung beban bunga yang tinggi dan merupakan beban tetap sehingga harga jual produk dinaikkan untuk menutup beban tersebut, namun untuk penjualan lokal tidak dapat maksimal karena penurunan daya beli masyarakat. Bagi perusahaan yang akan mengambil sumber dana baru memilih tidak melakukan pinjaman kepada bank atau menerbitkan obligasi tetapi memilih menerbitkan saham baru atau menggunakan dana internal yang berasal dari laba ditahan. Nilai tukar mata uang rupiah terhadap mata uang \$ US melemah, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang melakukan import bahan baku seharusnya melakukan penjualan ekspor melebihi importnya sehingga tidak menderita kerugian kurs.

Dengan demikian ketiga faktor tersebut yaitu tingkat inflasi, tingkat bunga dan nilai tukar merupakan faktor yang sangat berpengaruh terhadap keputusan intern keuangan.

### **Indikator Keputusan Intern Keuangan**

Ketiga keputusan intern keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen adalah merupakan keputusan intern yang signifikan dengan tingkat profitabilitas masing-masing 0,004; 0,008 dan  $0,000 < 0,05$ . Temuan empirik ini mendukung Brigham dan Houston (1993). *Loading factor* yang tertinggi dari ketiga keputusan intern keuangan tersebut adalah keputusan dividen, berikutnya keputusan investasi. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mengharapkan sumber dana investasinya berasal dari laba ditahan sehingga keputusan dividen yaitu menahan laba atau membayar dividen kepada pemegang saham menjadi sangat penting. Temuan ini

mendukung keputusan dividen dengan model dividen residual oleh Brigham dan Houston (1993) yang menjelaskan rasio pembayaran yang optimal.

Dari ketujuh indikator keputusan investasi yaitu ROE, FAU, CI, II, RI, MR dan APR ternyata yang signifikan mempengaruhi variabel keputusan investasi yaitu ROE, FAU, CI, MR dan APR, sedangkan II dan RI tidak signifikan, karena merupakan investasi pada aktiva lancar sehingga lebih bersifat modal kerja. Temuan empirik ini tidak mendukung Maness dan Henderson (1991), yang mengatakan bahwa tujuh indikator tersebut merupakan indikator rasio keuangan untuk mengukur keputusan investasi. *Loading factor* tertinggi, diantara kelima indikator yang signifikan tersebut adalah *Asset Profitability Ratio* (APR) dan kemudian diikuti *Margin Ratio* (MR) serta *Return on Equity* (ROE). Hal ini menunjukkan bahwa sumber pendanaan untuk asset-nya memerlukan kontribusi laba bersih setelah pajak (EAT). Oleh karena itu, diperlukan *margin ratio* yang tinggi agar *gross profit* dapat menutup beban tetap perusahaan manufaktur. Sedangkan temuan empirik hasil studi ini juga mendukung pendapat Brigham dan Houston (2001) yang menyatakan bahwa ROE dapat digunakan sebagai pengukur risiko bisnis yaitu tingkat risiko dari aktiva perusahaan.

Ketiga indikator pengukur keputusan pendanaan yaitu FL, STL dan CP adalah signifikan dengan *loading factor* yang tertinggi adalah *Cash Position* (CP). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur membutuhkan dana yang paling likuid yaitu berupa kas dan setara kas. Temuan empirik ini mendukung pendapat Maness dan Henderson (1991) yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan dapat diukur dengan rasio keuangan FL, STL dan CP.

Kedua indikator pengukur keputusan dividen yaitu PR dan ROFA adalah signifikan, dengan *loading factor* yang tertinggi adalah *Plowback Ratio* (PR), artinya perusahaan manufaktur terbuka dalam memutuskan dividennya mempertimbangkan sisa laba yang ditahan untuk rencana investasi yang akan datang. Temuan empirik ini mendukung pendapat Maness dan Henderson (1991) yang menyatakan bahwa keputusan dividen dapat diukur dengan rasio keuangan PR dan ROFA.

### **Indikator *Free Cash Flow***

*Free cash flow* perusahaan manufaktur dapat diukur dengan dua indikator yaitu EVA dan MVA dengan *loading factor* tertinggi adalah EVA. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur seharusnya dapat mengelola *free cash flow* yang memberikan nilai tambah ekonomis. Temuan empirik ini mendukung, Anonymous (1997), Ferguson et al., (1998), yang berpendapat bahwa EVA dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan *free cash flow*. Sedangkan Alarini dan Stephen (1999), berpendapat bahwa laporan arus kas mempunyai tambahan kandungan informasi. Huefner (2002), berpendapat bahwa model akuntansi yang dapat digunakan sebagai alat untuk mengukur aktivitas ekonomi

dari segi keuangan adalah model *free cash flow* dengan EVA. Dengan demikian temuan empirik ini juga mendukung pendapat tersebut di atas dan pendapat Berry dan John (2002), Lovata dan Linda (2002), Adam dan Buzz (2002), Anonymous (2002) tetapi tidak mendukung pendapat Bacidore et al., (1997), yang menyatakan bahwa REVA lebih baik dari pada EVA.

### **Indikator Return Saham**

Return saham dapat diukur dengan dua indikator yaitu PER dan Cap.G, sedangkan DY tidak signifikan. Hal ini disebabkan karena investor lebih mempertimbangkan harga saham yang tercermin dari PER dan Cap.G, dimana Cap.G memberikan keuntungan yang lebih besar dibandingkan DY dan perusahaan manufaktur masih memerlukan dana internal untuk melakukan investasi baru sehingga lebih memilih alternatif laba ditahan daripada membagikan dividen. Temuan empirik ini tidak mendukung Brigham dan Houston (1993), yang menyatakan bahwa return saham dapat diukur dengan PER, Cap.G dan DY. *Loading factor* tertinggi adalah Cap.G sesuai dengan harapan pemegang saham bahwa kenaikan harga saham akan menciptakan *capital gain*, bila harga saham meningkat akan meningkatkan return saham.

### **Keterbatasan Penelitian**

1. Penelitian ini dilakukan pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, tidak termasuk industri lainnya yaitu industri dagang dan industri jasa dan tidak termasuk perusahaan-perusahaan yang belum go public.
2. Penelitian ini dilakukan pada periode pasca krisis ekonomi Asia yang terjadi pada pertengahan tahun 1997.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

### **Simpulan**

1. Tingkat inflasi, tingkat bunga, dan perubahan nilai tukar merupakan indikator yang signifikan mempengaruhi ekstern keuangan yang berpengaruh terhadap keputusan intern keuangan baik keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dividen, temuan penelitian ini mendukung Damodaran (1997).
2. ROE, FAU, CI, MR, dan APR merupakan indikator yang signifikan mempengaruhi keputusan investasi, sedangkan indikator yang tidak signifikan mempengaruhi keputusan investasi adalah II dan RI, temuan penelitian ini tidak mendukung Maness dan Henderson (1991).
3. FL, STL, dan CP merupakan indikator yang signifikan mempengaruhi keputusan pendanaan, berarti mendukung Maness dan Henderson (1991).



4. PR dan ROFA merupakan indikator yang signifikan mempengaruhi keputusan dividen, dengan demikian penelitian ini mendukung Maness dan Henderson (1991).
5. EVA dan MVA merupakan indikator yang signifikan mempengaruhi free cash flow, temuan penelitian ini mendukung Ferguson (1998), Huefner (2002) Berry dan John (2002), Lovata dan Linda (2002), Adam dan Buzz (2002), Anonymous (2002) dan tidak mendukung Bacidore et al., (1997).
6. PER dan Cap.G merupakan indikator yang signifikan mempengaruhi return saham, sedangkan DY adalah indikator yang tidak signifikan, temuan penelitian ini tidak mendukung Brigham dan Houston (1993).

### **Saran**

Bagi peneliti bidang yang sama, dapat melanjutkan penelitian ini dengan menggunakan sample industri dagang dan jasa. Bagi perusahaan manufaktur yang terpilih dapat menata ulang strategi keuangannya dengan mengutamakan indikator yang pengaruhnya besar terhadap keputusan internal keuangan baik keputusan investasi, keputusan pendanaan, maupun keputusan dividen. Bagi pemerintah diharapkan tetap menjaga kondisi eksternal perusahaan yang merupakan variabel makro ekonomi baik tingkat inflasi, tingkat bunga, maupun perubahan kurs.

### **DAFTAR PUSTAKA**

- Adam, Buzz. 2002. Creating Value With An Instant Close. *Journal Strategic Finance*. Vol. 84, pg 15-18.
- Alarini dan Stephen. 1999. Pengaruh Bid Ask Rate Terhadap Volume Perdagangan Saham. *Artikel Simposium Nasional Akuntansi*. Hal 55-58.
- Anonymous. 1997. A Star To Sail By?. *Internal The Economist*. Vol. 344, pg 53-56.
- Anonymous. 2002. "How EVA Exposes Non-Performers". *New Zealand Management*. halaman 7.
- Bacidore, Jeffrey M., Boquist, John A, Milbourn, Todd T, Thakor, Anjar V. 1997. The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal*. Vol. 53, Pg 1-11.
- Berry dan John. 2002. EVA as fact, Not Fiction. *Computer World Journal*. Vol. 36, pg 91-94.

- Brigham, Eugene F. Houston. 1993. *“Intermediate Financial Management”*. HBC International Edition. The Dryden Press.
- Damodaran, Aswath. 1997. *“Corporate Finance”*. Theory and Practice. John Wiley and Sons. Inc, New York.
- Ferguson, Robert. 1998. Search For The Best Financial Performance. Measure: Basics Are Better. *Financial Analyst Journal*. Vol. 54, Pg 81-86.
- Huefner, Ronald J. 2002. Redesigning The First Accounting Course. *CPA Journal*. Vol. 72, pg 61-63.
- Lovata dan Linda. 2002. Emperical Analysis of Adopters of Economic Value Added. *Management Accounting Research*. pg 11-15.
- Maness, Terry S. dan Henderson. 1991. *“Financial Analysis dan Forecasting”*. A Software System. Prentice-Hall. Englewood Cliffs. New Jersey.
- Suta, I. Putu Gede Ary. 2000. *“Menuju Pasar Modal Modern”*. Yayasan Sat Satria Bhakti. Cetakan Pertama.