

# PENGARUH FAKTOR EKSTERNAL, KEPUTUSAN INTERNAL KEUANGAN, DAN *FREE CASH FLOW* TERHADAP *RETURN* SAHAM PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR PADA INDEKS KOMPAS 100 DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE TAHUN 2009-2013

**Ria Fransisca Ifa Evendy<sup>1</sup>, Deannes Isynuwardhana**

Program Studi S1 Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Telkom

## **ABSTRACT**

*One of the main goals of a company is to increase its value. High company's value will be followed by high welfare of the stockholders. The goal is not only determined by company's internal factors but also its external factors. The purpose of this research is to analyze the effect of external factors, internal financing decisions, and FCF on the company's stock return. The sample of this research is 46 companies chosen from the companies that are listed in the Kompas 100 Index for the period of 2009-2013. Data of this research will be analyzed using descriptive statistics, the coefficient of determination, and regression, using Eviews software. There are two regression that The result of this study indicates that external factors and FCF has no effect on the Price Earning Ratio (PER), while internal financing decisions has impact on PER. If the companies' value is represented by Capital gain, the external factors, and internal financing decisions has impact on the Capital Gain. FCF has no effect on the Capital Gain.*

**Keywords:** *External factors, internal, FCF, return.*

## **ABSTRAK**

Salah satu tujuan perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan, sebab nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti dengan tingginya kemakmuran pemegang saham yang identik dengan peningkatan *return* saham. Tercapainya tujuan tersebut tidak hanya ditentukan oleh faktor internal melainkan dipengaruhi juga oleh faktor eksternal perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh faktor eksternal, keputusan internal keuangan, dan FCF terhadap *return* saham. Populasi penelitian adalah perusahaan Indeks Kompas 100 periode 2009-2013 dengan 46 sampel yang akan dianalisis menggunakan analisis statistik deskriptif, koefisien determinasi, dan uji data panel menggunakan *software Eviews*. Hasil analisis menunjukkan bahwa faktor eksternal dan FCF tidak berpengaruh terhadap *Price Earning Ratio*, sementara keputusan internal keuangan berpengaruh baik terhadap *Price Earning Ratio* maupun *Capital Gain*. Faktor eksternal berpengaruh terhadap *Capital Gain*, sedangkan FCF tidak berpengaruh terhadap *Capital Gain*.

**Kata kunci:** Faktor eksternal, internal, FCF, *return*.

## **1. PENDAHULUAN**

Pada akhir tahun 2008, dunia kembali dihadapkan kepada krisis keuangan global yang mulai muncul sejak bulan Agustus 2007, bermula saat salah satu bank terbesar Perancis, BNP Paribas mengumumkan pembekuan beberapa sekuritas yang terkait dengan kredit perumahan berisiko tinggi Amerika Serikat (*subprime mortgage*). Keadaan ini selanjutnya memicu gejolak di pasar keuangan dan akhirnya merambat ke seluruh dunia. Intensitas krisis semakin membesar akibat bangkrutnya bank investasi terbesar Amerika Serikat, Lehman Brothers yang diikuti oleh

---

<sup>1</sup> Korespondensi: riafransiscaie@yahoo.com

kesulitan keuangan yang semakin meningkat di sejumlah lembaga keuangan berskala besar di Amerika Serikat, Eropa, dan Jepang.

Terintegrasinya dunia, pergeseran nilai yang terjadi di internal suatu kawasan tampaknya akan berpengaruh pada negara-negara lain di dunia yang melakukan perdagangan internasional. Runtuhnya supremasi Amerika Serikat yang terancam resesi, diperkirakan akan berdampak terhadap ekonomi negara-negara lain di dunia. Amerika adalah negara adi daya (*super power*) yang memiliki kekuatan ekonomi terkuat di dunia, dan memberikan kontribusi sekitar 20-30% dari perputaran ekonomi dunia. Ekonomi Amerika Serikat memiliki Pendapatan Domestik Bruto (PDB) sebesar US\$ 13,1 triliun, setara 20% dari PDB dunia pada tahun 2007. PDB Amerika Serikat yang naik pada kuartal ketiga sebesar 4,9%, bahkan masih memiliki daya beli konsumen yang tinggi (IKK 90,6), ternyata tidak mampu menopang ekonominya akibat krisis kredit pada pasar *mortgage* senilai US\$ 1,8 triliun. Masa depan Amerika Serikat mengalami penurunan ekonomi dan menghadapi pesaing baru China dan India, namun tetap saja masih berpengaruh kuat dalam percaturan ekonomi dunia.

Integrasi Indonesia ke dalam sistem finansial global, memiliki konsekuensi logis, di mana rupiah semakin sensitif terhadap setiap gejolak guncangan keuangan global. Melambatnya perekonomian Amerika Serikat yang dilanda krisis finansial telah menimbulkan dampak bagi perekonomian Indonesia, bahkan menurunkan minat investor global untuk menambah investasi di Indonesia. Hal ini akan mengakibatkan ketidakstabilan nilai tukar rupiah yang melemah, karena penurunan aliran modal asing yang masuk ke Indonesia.

Dampak langsung krisis keuangan ini bagi Indonesia adalah kerugian beberapa perusahaan di Indonesia yang berinvestasi di institusi-institusi keuangan Amerika Serikat. Perusahaan keuangan ataupun non-bank yang mengalokasikan dana pada sumber pendapatan alternatif, melalui pembelian saham atau obligasi pada instrumen keuangan asing, seperti Citigroup, UBS, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Fannie Mae, Freddie Mac, American International Group (AIG) dan lainnya. Sedangkan dampak tidak langsung dari krisis adalah turunnya likuiditas, melonjaknya tingkat suku bunga, turunnya harga komoditas, melemahnya nilai tukar rupiah, dan melemahnya pertumbuhan sumber dana. Demikian juga, menurunnya tingkat kepercayaan konsumen, investor, dan pasar terhadap berbagai institusi keuangan yang menyebabkan melemahnya pasar modal.

Perubahan yang sangat signifikan pada ketiga faktor eksternal yaitu inflasi, suku bunga, dan kurs rupiah mempengaruhi tercapainya tujuan perusahaan. Tujuan yang ingin dicapai oleh manajer perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui implementasi keputusan keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi dari ketiganya akan mengoptimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kesejahteraan pemiliknya. Dalam pelaksanaannya, keputusan keuangan yang diambil harus dilakukan dengan hati-hati dan tepat karena akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akan berdampak pada pencapaian tujuan perusahaan. Meningkatnya nilai perusahaan akan menarik minat para investor untuk menanamkan modalnya.

Berdasarkan uraian di atas, maka penulis melakukan penelitian dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh faktor eksternal, keputusan internal perusahaan di bidang keuangan, dan *free cash flow* terhadap *return* saham perusahaan. Penelitian dilakukan dengan studi kasus pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013.

## **2. TINJAUAN PUSTAKA DAN LINGKUP PENELITIAN**

Beberapa hal yang dianggap sebagai faktor eksternal perusahaan adalah inflasi, tingkat suku bunga dan nilai tukar rupiah. Inflasi adalah proses kenaikan harga-harga umum barang-



Keputusan investasi menyangkut tentang keputusan alokasi dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Manajemen keuangan memutuskan penggunaan dana yang diperoleh perusahaan baik dari bank maupun dari pasar modal atau dari pihak lain untuk ditanamkan pada aktiva tetap maupun aktiva lancar. Investasi adalah pengelolaan sumber-sumber dalam jangka panjang untuk menghasilkan laba dimasa yang akan datang. Menurut Martono dan Harjito (2002) investasi merupakan penanaman dana yang dilakukan oleh suatu perusahaan ke dalam suatu *asset* (aktiva) dengan harapan memperoleh pendapatan dimasa yang akan datang.

Secara umum, tujuan orang atau investor melakukan investasi adalah untuk mendapatkan keuntungan di masa mendatang. Tujuan lebih luas yang dilakukan oleh investor adalah untuk meningkatkan kesejahteraannya, kesejahteraan dalam hal ini adalah kesejahteraan moneter. Apabila perusahaan salah di dalam pemilihan investasi, maka kelangsungan hidup perusahaan akan terganggu dan hal ini akan mempengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan. Indikator keputusan investasi adalah:

- a) *Return On Equity* (ROE), yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan setelah adanya investasi terhadap modal sendiri yang digunakan atau dapat juga untuk mengukur risiko bisnis.

$$ROE = \frac{\text{Earning After Tax (EAT)}}{\text{Equity}} \dots \dots \dots (4)$$

- b) *Fixed Asset Utilization* (FAU), yang mengukur keefektifan operasi aset di dalam menghasilkan penjualan.

$$FAU = \frac{\text{Net Sales}}{\text{Net Fixed Assets}} \dots \dots \dots (5)$$

- c) *Capital Intensiveness* (CI), yang mengukur apakah *capital* sudah dimanfaatkan secara intensif.

$$CI = \frac{\text{Net Sales}}{\text{Net Worth}} \dots \dots \dots (6)$$

- d) *Margin Ratio* (MR), yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan *Gross Profit* dan *Net Profit* terhadap penjualannya.

$$MR = \frac{\text{Gross Profit}}{\text{Net Sales}} \dots \dots \dots (7)$$

- e) *Asset Profitability Ratio* (APR), yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan *Return Before-Tax* dan *Return After-Tax* terhadap penjualannya.

$$APR = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Sales}} \dots \dots \dots (8)$$

Selain keputusan investasi, hal lain yang menyangkut keuangan perusahaan adalah kebijakan di bidang dividen. Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Dalam kebijakan dividen terdapat *trade off*, pilihan yang tidak mudah antara membagikan laba sebagai dividen atau diinvestasikan kembali. Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimumkan harga saham perusahaan. Indikator keputusan dividen adalah:

- a) *Plowback Ratio* (PR), yang mengukur seberapa besar laba bersih setelah pajak yang diinvestasikan kembali (sebagai akibat dari kebijakan pembayaran dividen), yang dirumuskan sebagai berikut:

$$PR = 1 - \text{Dividend Payout Ratio} \dots \dots \dots (9)$$

- b) *Return On Fixed Assets* (ROFA), yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan atau *return* dari aktiva tetap yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan tersebut. Rumus ROFA secara umum adalah:

$$ROFA = \frac{\text{Earning After Tax (EAT)}}{\text{Net Fixed Assets}} \dots \dots \dots (10)$$

Arus kas bebas merupakan jumlah arus kas yang tersedia bagi investor (penyedia utang/kreditur dan penyedia ekuitas/pemilik) setelah perusahaan memenuhi seluruh kebutuhan operasi dan mengkover dana untuk investasi baik dalam aktiva tetap bersih maupun aktiva lancar bersih. Jensen (1986; dalam Rosdini 2009) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. Ketika organisasi menghasilkan aliran kas bebas dalam jumlah sangat besar, maka terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer (Jensen, 1986; dalam Rosdini 2009). Manajer ingin tetap memegang kendali atas kas tersebut (Hanafi, 2004). Manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan *return* yang kecil (Smith dan Kim, 1994; dalam Rosdini, 2009). Indikator arus kas adalah:

- a) *Economic Value Added* (EVA), yang merupakan nilai tambah ekonomis setelah memperhitungkan biaya modal untuk investasi yang dilakukan dan berbasis kemakmuran pemegang saham (*shareholder wealth*) selama satu periode tertentu.

$$EVA = NOPAT - \text{Capital Charges} \dots \dots \dots (11)$$

- b) *Market Value Added* (MVA), yang 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.

$$MVA = (\text{Market Value of Equity} - \text{Total Common Equity}) \dots \dots \dots (12)$$

*Return* saham adalah salah satu indikator kinerja perusahaan. *Return* saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi saham yang dilakukannya (Ang, 1997). Setiap investasi baik jangka pendek maupun jangka panjang mempunyai tujuan utama untuk mendapatkan keuntungan yang disebut *return*, baik langsung maupun tidak langsung. Secara sederhana investasi dapat diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih dari satu aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan atau peningkatan nilai investasi. Bagi investor, *return* dan risiko saling berdampingan, investor harus mencari alternatif investasi yang menawarkan tingkat *return* yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu, atau investasi yang menawarkan *return* tertentu pada tingkat risiko terendah. Oleh karena itu dalam pengambilan keputusan investasi, investor harus memilih perusahaan dengan kinerja yang baik sehingga dapat menjamin adanya pengembalian atau *return* dan mengikuti perkembangan perusahaan tersebut. Indikator pendapatan saham adalah:

- a) *Price Earning Ratio* (PER), yaitu rasio harga saham terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan laba per lembar saham. Harga pasar saham biasa dapat dinyatakan sebagai kelipatan laba untuk mengevaluasi daya tarik saham biasa sebagai suatu investasi.

$$PER = \frac{\text{harga pasar per lembar saham}}{\text{laba per lembar saham}} \dots \dots \dots (13)$$

- b) *Capital Gain* (CAP.G), yaitu rasio perubahan harga saham sekarang terhadap harga saham saat dibeli. *Capital gain* merupakan selisih antara harga beli dan harga jual. *Capital gain* terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder. Umumnya pemodal dengan orientasi jangka pendek mengejar keuntungan melalui *capital gain*.

$$Capital\ Gain = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (14)$$

Keterangan:

$P_t$  = harga saham pada periode sekarang

$P_{t-1}$  = harga saham pada periode sebelumnya

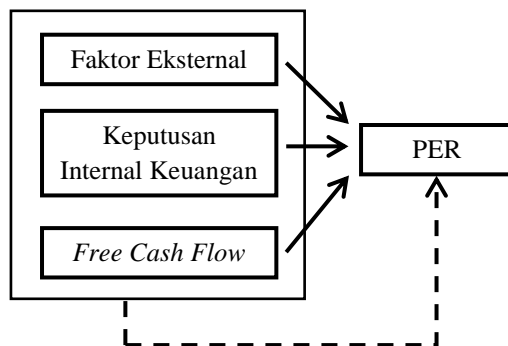
Penelitian ini hendak mengukur pengaruh kator eksternal, keputusan internal keuangan dan *free cash flow* terhadap return saham perusahaan. Variabel-variabel yang disebutkan di atas merupakan bagian dari variabel independen yang digunakan dalam peneltian ini. Faktor eksternal yang diukur dengan menggunakan indikator tingkat inflasi, tingkat suku bunga, serta nilai kurs mampu mempengaruhi *return* saham. Saat tingkat inflasi yang diproyeksikan dari indeks harga konsumen meningkat maka akan membuat daya beli masyarakat menurun sehingga return yang diterima investor pun akan berkurang. Berbeda dengan hal tersebut, saat tingkat suku bunga tinggi, investor perusahaan akan beralih lebih memilih menabung daripada berinvestasi karena dengan berinvestasi dapat mendatangkan risiko yang tinggi bila keadaan suku bunga sedang tinggi. Apabila nilai tukar rupiah terhadap mata uang Negara lain melemah hal ini mengakibatkan minat menurun investor global untuk investasi ke perusahaan Indonesia. Hal ini akan mengakibatkan nilai perusahaan juga ikut menurun seiring menurunnya minat investasi investor global. Alhasil harga saham menurun yang berimbas pada penurunan return saham perusahaan. Kondisi ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hidayat (2009); Nidianti (2013); Akcoraoglu dan Yurdakul (2002); dan Lestari (2005). Tetapi penelitian yang berbeda pendapat dengan kondisi diatas pun juga disampaikan oleh Nazwar (2008), yang menyatakan bahwa suku bunga SBI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham Syariah di Indonesia. Sedangkan Joseph (2002) berpendapat bahwa, tingkat suku bunga dan nilai tukar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham UK. Berbeda juga dengan pendapat Khan *et al.* (2012) yang menyatakan bahwa dari ketiga faktor eksternal yaitu kurs, suku bunga, dan inflasi, hanya *exchange rate* yang berpengaruh signifikan terhadap perubahan return saham.

Keputusan internal keuangan yang terdiri dari keputusan pendanaan, investasi, dan keputusan dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham perusahaan terutama pada keputusan dividen. Hal tersebut terjadi karena dalam keputusan dividen perusahaan dapat menetapkan kebijakan mengenai pembayaran kepada para pemegang saham atas keuntungan yang diperolehnya baik berupa kebijakan berupa penentuan besarnya dividen yang dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan. Sehingga setiap keputusan internal perusahaan tidak hanya keputusan dividen seharusnya mampu menambah keuntungan investor melalui *return* saham. Secara teoritis dapat

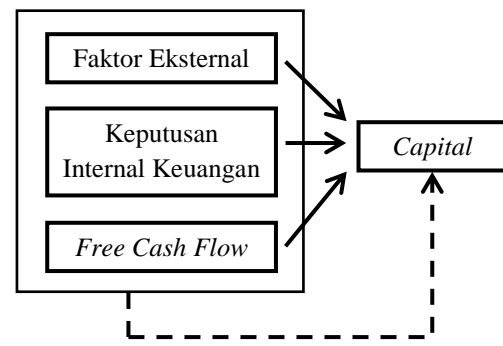
disimpulkan bahwa keputusan internal berpengaruh terhadap return saham. Berbeda dengan hal tersebut, hasil penelitian Hidayat (2009) mengindikasikan bahwa keputusan internal keuangan berpengaruh tidak signifikan terhadap pendapatan saham.

Seperti pada penjelasan yang sebelumnya, *free cash flow* didefinisikan sebagai arus kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. Dari pernyataan tersebut memberikan penjelasan bahwa adanya *free cash flow* berupa kas yang akan diberikan pemegang saham. Sedangkan *return* saham adalah tingkat pendapatan yang akan diberikan kepada pemegang saham yang telah menanamkan modalnya dalam perusahaan. Secara teoritis dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap return saham perusahaan namun hasil studi yang dilakukan oleh Hidayat (2009) ini menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh tidak signifikan terhadap pendapatan saham.

**Gambar 1. Kerangka Pemikiran Model 1**



**Gambar 2. Kerangka Pemikiran Model 2**



Keterangan:

→ : Parsial

- - -> : Simultan

### 3. METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini menggunakan obyek perusahaan yang terdaftar dalam Indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah teknik *purposive sampling*. Dalam penelitian ini, pemilihan anggota sampel penelitian didasarkan pada beberapa kriteria di Tabel 1.

**Tabel 1. Kriteria Pengambilan Sampel**

Keterangan	Jumlah
Perusahaan terdaftar dalam Indeks Kompas 100 di BEI selama periode 2009-2013	192
Perusahaan yang terdaftar secara tidak konsisten dalam indeks Kompas 100 di BEI selama periode 2009-2013	146
Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan tahunan baik dalam <i>website</i> perusahaan maupun dalam <i>website</i> BEI selama periode 2009-2013	0
Jumlah sampel yang dijadikan dalam obyek penelitian	46

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2014

### 4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Ada dua persamaan regresi yang akan diuji. Persamaan regresi yang pertama menggunakan *Price Earning Ratio* (PER) sebagai variabel dependen, sedangkan persamaan regresi yang kedua menggunakan *Capital Gain* sebagai variabel dependen. Sebelum melakukan

regresi, akan dilakukan beberapa uji untuk masing-masing persamaan untuk memilih model regresi yang sesuai, yaitu Uji Fixed Effect, Uji Langrange Multiplier dan Uji Hausman.

#### 4.1. Analisis Regresi $Y_1$ (PER)

##### 4.1.1. Pemilihan Model Data Panel

###### a. Uji Fixed Effect (*Likelihood Ratio* atau *Uji Chow*)

Uji *Fixed Effect* menggunakan *Likelihood Ratio* pada alat uji statistik untuk memilih antara model *Common-Constant* dan model *Fixed Effect*.  $H_0$  ditolak atau regresi data panel tidak menggunakan *Common-Constant* jika nilai prob. (*p-value*) *cross-section Chi-square*  $< 0,05$  (taraf signifikansi = 5%) atau nilai prob. (*p-value*) *cross section F*  $< 0,05$ .  $H_0$  diterima atau regresi data panel menggunakan model *Common-Constant* jika nilai prob. (*p-value*) *cross section Chi-square*  $> 0,05$  (taraf signifikansi 5%) atau nilai prob. (*p-value*) *cross-section F*  $> 0,05$ . Berdasarkan hasil uji *Fixed Effect*, diperoleh nilai prob. *Cross-section Chi-square* sebesar 0.0000 lebih kecil dari taraf signifikansi 5% dan nilai prob. *Cross-section F* sebesar 0,0000 lebih kecil dari taraf signifikansi 5% menunjukkan bahwa penelitian ini menggunakan model *Fixed Effect Models*.

###### b. Uji Langrange Multiplier (LM)

Uji *Langrange Multiplier* (LM) digunakan untuk memilih antara model *Common-Constant* dan model *Random Effect*.  $H_0$  ditolak atau regresi data panel tidak menggunakan *Common-Constant* jika hasil pengujian LM  $>$  statistik *chi-square*.  $H_0$  diterima atau regresi data panel menggunakan model *Common-Constant* jika hasil pengujian LM  $<$  statistik *chi-square*. Berdasarkan hasil uji LM dapat disimpulkan bahwa hasil uji LM  $>$  statistik *chi-square*, 91,84  $>$  23,685 (df = k-1 = 15-1 = 14), dengan demikian, penelitian ini menggunakan model *Random Effect* dalam regresi data panel.

###### c. Uji Hausman

Uji *Random Effect* menggunakan Uji *Hausman* pada alat uji statistik untuk memilih antara model *Random Effect* dan model *Fixed Effect*.  $H_0$  ditolak atau regresi data panel tidak menggunakan *Random Effect* jika nilai *cross-section random*  $< 0.05$  (taraf signifikansi = 5%).  $H_0$  diterima atau regresi data panel menggunakan *Random Effect* jika nilai *cross-section random*  $< 0,05$  (taraf signifikansi = 5%). Berdasarkan hasil uji *Hausman*, diperoleh nilai Prob. *Cross-section random* sebesar 1,0000 lebih besar dari taraf signifikansi 5% menunjukkan bahwa nilai prob. (*p-value*)  $> 0,05$  maka penelitian ini menggunakan model *Random Effect*.

###### d. Persamaan Regresi Data Panel

Berdasarkan pengujian model yang dilakukan, maka model yang digunakan dalam regresi data panel dalam penelitian ini adalah model *Random Effect* sehingga model persamaan regresi data panel yang dibentuk dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\begin{aligned} PER = & 138.221 + 1.156,656INF + (-3.433,939SB) + 1,566625KURS + (-60.750,75FL) \\ & + (-6.641,906STL) + (-15.169CP) + (-2.110,108ROE) + (-1.418,75CI) \\ & + 7.818,252CI + (-121.430,8MR) + (-21.155,88APR) + (-56,949.46PR) \\ & + 13.811,41ROFA + (-2,97EVA) + 0,507879MVA \end{aligned}$$

###### e. Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Uji ketepatan perkiraan model (*goodness of fit*) dilakukan untuk melihat kesesuaian model. Secara statistik dapat diukur dengan nilai koefisien korelasi nilai statistik F dan nilai statistik T [5]. Koefisien determinasi ( $R^2$ ) digunakan untuk mengukur seberapa jauh



kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Nilai koefisien determinasi yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen hampir memberikan semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen. Hasil estimasi Uji *Hausman* PER menunjukkan nilai  $R^2$  sebesar 0,745209. Hal ini mengindikasikan bahwa keseluruhan variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen yaitu *Price Earning Ratio* emiten industri manufaktur sebesar 74,5209%. Sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian.

#### f. Uji F

Uji F (simultan) dilakukan untuk menguji apakah variabel independen secara simultan atau bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Dengan ketentuan pengambilan keputusan apabila nilai prob (*F statistic*)  $< 0,05$  (taraf signifikansi 5%) maka  $H_0$  ditolak yang berarti variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen secara bersama-sama. Saat nilai prob. (*F statistic*)  $> 0,05$  (taraf signifikansi 5%) maka  $H_0$  diterima yang berarti variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen secara bersama-sama. Berdasarkan hasil Uji *Hausman* PER diperoleh bahwa nilai prob (*F statistic*) sebesar  $0,000000 < 0,05$  maka  $H_0$  ditolak yang berarti keseluruhan variabel independen berpengaruh signifikan terhadap *Price Earning Ratio* secara simultan atau bersama-sama.

#### g. Uji t

Uji t (parsial) dilakukan untuk menentukan nilai koefisien regresi secara individual terhadap variabel terikat (Y) apakah signifikan atau tidak. Ketentuan pengambilan keputusan uji parsial yaitu jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$  atau  $-t_{hitung} < -t_{tabel}$  dan jika nilai prob (*p value*)  $< 0,05$  (taraf signifikansi 5%) maka  $H_0$  ditolak yang berarti variabel independen memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen secara parsial.  $H_0$  diterima jika  $t_{hitung} < t_{tabel}$  atau  $-t_{hitung} > -t_{tabel}$  dan jika nilai prob (*p value*)  $> 0,05$  (taraf signifikansi 5%).  $H_0$  diterima mengindikasikan variabel independen tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen secara parsial. Nilai  $t_{tabel}$  dengan  $df_{215}$  ( $df = n - k = 230 - 15 = 215$ ) adalah sebesar 1,971. Berdasarkan Uji *Hausman* PER, dapat disimpulkan bahwa:

**Tabel 2. Uji t PER**

Variabel	$t_{hitung}$	Prob.	Kesimpulan
Inflasi	1,181380	0,2391	tidak pengaruh signifikan dan negatif
Suku bunga	-0,477190	0,6338	tidak pengaruh signifikan dan negatif
Nilai kurs rupiah	0,292605	0,7702	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Financial Leverage</i>	-0,721303	0,4717	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Short Term Liquidity</i>	-0,471473	0,6379	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Cash Position</i>	-0,286259	0,7750	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Return on Equity</i>	-1,3608	0,3016	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Fixed Assets Utilization</i>	-0,627216	0,5314	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Capital Intensiveness</i>	0,556271	0,5788	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Margin Ratio</i>	-1,765582	0,0793	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Asset Profitability Ratio</i>	-0,575834	0,5655	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Plowback Ratio</i>	-5,253450	0,0000	berpengaruh signifikan dan negatif
<i>Return on Fixed Assets</i>	0,782107	0,4352	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Economic Value Added</i>	-0,019888	0,9842	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Market Value Added</i>	0,532876	0,5948	tidak pengaruh signifikan dan negatif

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2014

## 4.2. Analisis Regresi $Y_2$ (Cap. G)

### 4.2.1. Pemilihan Model Data Panel

#### a. Uji *Fixed Effect* (*Likelihood Ratio* atau Uji *Chow*)

Uji *Fixed Effect* menggunakan *Likelihood Ratio* pada alat uji statistik untuk memilih antara model *Common-Constant* dan model *Fixed Effect*.  $H_0$  ditolak atau regresi data panel tidak menggunakan *Common-Constant* jika nilai prob. (*p-value*) *cross-section Chi-square* < 0,05 (taraf signifikansi = 5%) atau nilai prob. (*p-value*) *cross section F* < 0,05.  $H_0$  diterima atau regresi data panel menggunakan model *Common-Constant* jika nilai prob. (*p-value*) *cross section Chi-square* > 0,05 (taraf signifikansi 5%) atau nilai prob. (*p-value*) *cross-section F* > 0,05. Berdasarkan hasil uji *Fixed Effect*, diperoleh nilai prob. *Cross-section F* sebesar 0,1942 lebih besar dari taraf signifikansi 5% menunjukkan bahwa nilai prob. (*p-value*) > 0,05 maka penelitian ini menggunakan model *Common-Constant*.

#### b. Uji *Langrange Multiplier* (LM)

Uji *Langrange Multiplier* (LM) digunakan untuk memilih antara model *Common-Constant* dan model *Random Effect*.  $H_0$  ditolak atau regresi data panel tidak menggunakan *Common-Constant* jika hasil pengujian LM > statistik *chi-square*.  $H_0$  diterima atau regresi data panel menggunakan model *Common-Constant* jika hasil pengujian LM < statistik *chi-square*. Berdasarkan hasil uji LM dapat disimpulkan bahwa hasil uji LM > statistik *chi-square*, 2,9477229 < 23,685 (df = k-1 = 15-1 = 14), maka  $H_0$  diterima. Dengan demikian, penelitian ini menggunakan model *Common-Constant* dalam regresi data panel.

#### c. Uji *Hausman*

Uji *Random Effect* menggunakan Uji *Hausman* pada alat uji statistik untuk memilih antara model *Random Effect* dan model *Fixed Effect*.  $H_0$  ditolak atau regresi data panel tidak menggunakan *Random Effect* jika nilai *cross-section random* < 0,05 (taraf signifikansi = 5%).  $H_0$  diterima atau regresi data panel menggunakan *Random Effect* jika nilai *cross-section random* < 0,05 (taraf signifikansi = 5%). Berdasarkan hasil uji *Hausman*, diperoleh nilai prob. *Cross-section random* sebesar 1.0000 lebih besar dari taraf signifikansi 5% menunjukkan bahwa nilai prob. (*p-value*) > 0,05 maka penelitian ini menggunakan model *Random Effect*.

### 4.2.2. Persamaan Regresi Data Panel

Berdasarkan pengujian model yang dilakukan, maka model yang digunakan dalam regresi data panel dalam penelitian ini adalah model *Common-Constant*. Dengan demikian, model persamaan regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Cap G.} = & -0,08 + 0,02\text{INF} + (-0,35\text{SB}) + (-0,0001\text{KURS}) + (-0,43\text{FL}) + (-0,04\text{STL}) + (-0,32\text{CP}) \\ & + (-0,03\text{ROE}) + (-0,006\text{FAU}) + 0,29\text{CI} + 0,73\text{MR} + 0,29\text{APR} + 0,17\text{PR} \\ & + (-0,05\text{ROFA}) + 7,19\text{EVA} + (-5,89\text{MVA}) \end{aligned}$$

### 4.2.3. Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Uji ketepatan perkiraan model (*goodness of fit*) dilakukan untuk melihat kesesuaian model. Secara statistik dapat diukur dengan nilai koefisien korelasi nilai statistik F dan nilai statistik T [5]. Koefisien determinasi ( $R^2$ ) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Nilai koefisien determinasi yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen hampir memberikan semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen. Berdasarkan hasil estimasi *Common Constant* nilai  $R^2$  (*R square*) sebesar 0,334568 atau 33,4568%. Hal ini mengindikasikan bahwa keseluruhan variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen yaitu *Capital Gain*

emiten industri manufaktur sebesar 33,4568%. Sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian.

#### 4.2.4. Uji F

Uji F (simultan) dilakukan untuk menguji apakah variabel independen secara simultan atau bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Dengan ketentuan pengambilan keputusan apabila nilai prob (*F statistic*) < 0,05 (taraf signifikansi 5%) maka  $H_0$  ditolak yang berarti variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen secara bersama-sama.  $H_0$  diterima jika nilai prob. (*F statistic*) > 0,05 (taraf signifikansi 5%).  $H_0$  diterima mengindikasikan variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen secara bersama-sama. Berdasarkan hasil estimasi *Common Constant*, diperoleh bahwa nilai prob (*F statistic*) sebesar  $0,0000 < 0,05$  maka  $H_0$  ditolak yang berarti keseluruhan variabel independen berpengaruh signifikan terhadap *Capital Gain* secara simultan atau bersama-sama.

#### 4.2.5. Uji t

Uji t (parsial) dilakukan untuk menentukan nilai koefisien regresi secara sendiri-sendiri terhadap variabel terikat (Y) apakah signifikan atau tidak. Ketentuan pengambilan keputusan uji parsial yaitu jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$  atau  $-t_{hitung} < -t_{tabel}$  dan jika nilai prob (*p value*) < 0,05 (taraf signifikansi 5%) maka  $H_0$  ditolak yang berarti variabel independen memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen secara parsial.  $H_0$  diterima jika  $t_{hitung} < t_{tabel}$  atau  $-t_{hitung} > -t_{tabel}$  dan jika nilai prob (*p value*) > 0,05 (taraf signifikansi 5%).  $H_0$  diterima yang berarti variabel independen tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen secara parsial. Nilai  $t_{tabel}$  dengan df 215 (df = n-k = 230-15 = 215) adalah sebesar 1,971. Berdasarkan tabel 3, dapat disimpulkan bahwa:

**Tabel 3. Uji t Cap G**

Variabel	$t_{hitung}$	Prob.	Kesimpulan
Inflasi	1,083254	0,2799	tidak pengaruh signifikan dan negatif
Suku bunga	-3,265915	0,0013	berpengaruh signifikan dan negatif
Nilai kurs rupiah	-1,561592	0,1199	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Financial Leverage</i>	-1,369055	0,1724	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Short Term Liquidity</i>	-0,469767	0,6390	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Cash Position</i>	-1,299475	0,1952	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Return on Equity</i>	-2,647911	0,0087	berpengaruh signifikan dan negatif
<i>Fixed Assets Utilization</i>	-0,242377	0,8087	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Capital Intensiveness</i>	3,459765	0,0007	berpengaruh signifikan dan positif
<i>Margin Ratio</i>	1,514161	0,1315	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Asset Profitability Ratio</i>	0,721956	0,4711	tidak pengaruh signifikan dan negatif
Variabel	$t_{hitung}$	Prob.	Kesimpulan
<i>Plowback Ratio</i>	1,453999	0,1474	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Return on Fixed Assets</i>	-0,424909	0,6713	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Economic Value Added</i>	0,004058	0,9968	tidak pengaruh signifikan dan negatif
<i>Market Value Added</i>	-0,135792	0,8921	berpengaruh signifikan dan negatif

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2014

### 4.3. Analisis dan Pembahasan

#### 4.3.1. Model Regresi-1 (*Price Earning Ratio* /PER sebagai variabel dependen)

##### a. Pengaruh Faktor Eksternal terhadap *Price Earning Ratio*

Variabel terikat dalam penelitian ini salah satunya adalah faktor eksternal. Peneliti menggunakan tiga indikator faktor eksternal sebagai alat ukur, antara lain yaitu perubahan inflasi, perubahan suku bunga, dan perubahan nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat. Masing-masing indikator tersebut diperoleh dari selisih antara nilai tahun berjalan dengan nilai tahun sebelumnya untuk menentukan tingkat kenaikan atau penurunan yang terjadi. Berdasarkan hasil pengujian parsial dengan uji t menunjukkan bahwa variabel inflasi, suku bunga, dan nilai kurs rupiah tidak berpengaruh terhadap perubahan *Price Earning Ratio*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Khan *et al.* (2012) yang menyatakan bahwa tingkat suku bunga dan tingkat inflasi tidak berpengaruh terhadap *return* saham namun Hidayat (2009); Nidianti (2013); Lestari (2005); Nazwar (2008); Joseph (2002); serta Akcoraoglu dan Yurdakul (2002) berpendapat bahwa inflasi, suku bunga, dan kurs memiliki pengaruh terhadap nilai *return* saham perusahaan.

Hal ini bisa saja terjadi karena inflasi yang terjadi pada 2009-2013 telah diantisipasi sebelumnya oleh pemerintah. Sedangkan untuk suku bunga dan kurs merupakan dampak dari terjadinya inflasi. Dengan meningkatnya jumlah uang yang beredar menyebabkan harga barang menjadi tinggi karena tidak diimbangi dengan bertambahnya jumlah barang yang ditawarkan. Sehingga, nilai jual rupiah terhadap mata uang asing akan merosot hal ini akan mendorong masyarakat untuk menarik uangnya dan menyimpannya dalam bentuk barang. Inflasi sebenarnya tidak selalu buruk, inflasi yang mengkhawatirkan adalah nilai inflasi yang tinggi serta tidak diantisipasi sebelumnya sehingga menurunkan daya beli masyarakat.

##### b. Pengaruh Keputusan Internal Keuangan terhadap *Price Earning Ratio*

Keputusan internal diukur dari tiga macam keputusan, antara lain keputusan pendanaan, investasi, dan dividen. Keputusan pendanaan menggunakan indikator FL, STL, dan CP. Keputusan investasi memiliki indikator ROE, FAU, CI, MR, APR, sedangkan keputusan dividen dengan indikator PR dan ROFA. Menurut hasil uji t, dari sepuluh indikator keputusan internal keuangan hanya *PR* yang berpengaruh terhadap nilai PER dengan arah negatif. Hasil penelitian penulis sepeham dengan hasil dari penelitian Hidayat (2009) yang menyatakan bahwa keputusan internal keuangan berpengaruh terhadap *return* saham yang diukur dengan rasio PER dan *Capital Gain*. Indikator penelitian Hidayat sama dengan indikator yang digunakan penulis untuk menjelaskan pengaruh keputusan internal keuangan.

Berdasarkan hasil tersebut maka penulis dapat menganalisis bahwa dengan semakin besar nilai *PR* berarti semakin besar pula dana yang diinvestasikan kembali berasal dari laba bersih setelah dikurangi dengan pajak dan kebijakan pembagian dividen. Sebenarnya semakin tinggi dana yang diinvestasikan artinya pertumbuhan perusahaan akan meningkat sehingga berdampak pada peningkatan daya tarik investor yang kemudian memicu kenaikan harga saham yang sebanding dengan kenaikan *return* saham. Meskipun demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan pemberian dividen lebih baik dibandingkan dengan menginvestasikannya kembali, karena apabila perusahaan tidak membagikan dividen maka pasar akan memberi sinyal negatif pada kinerja perusahaan. Penurunan pembagian dividen akibat diinvestasikan kembali oleh manajer memberikan pandangan pesimis terhadap prospek atau kinerja perusahaan masa yang akan mendatang.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan pendanaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa tinggi atau rendahnya hutang yang dimiliki oleh perusahaan tidak akan mempengaruhi *return* saham

perusahaan. Maka dapat disimpulkan besar kecilnya hutang yang dimiliki perusahaan tidak terlalu diperhatikan oleh investor, karena investor lebih melihat bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan dana tersebut dengan efektif dan efisien untuk mencapai nilai tambah bagi perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan teori yang dikemukakan oleh Franco Modigliani dan Merton H. Miller pada tahun 1958. Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa rasio hutang tidak relevan dan tidak ada hubungannya dengan struktur modal yang optimal. Nilai perusahaan yang diukur dengan *return* saham bergantung pada arus kas yang akan dihasilkan dan bukan pada rasio hutang dan ekuitas. Inti dari teori ini adalah tidak ada rasio hutang yang optimal dan rasio hutang tidak menjelaskan nilai perusahaan. Menurut Sofyaningsih dan Hardaningsih (2011) kebijakan hutang maupun biaya ekuitas adalah relatif ekuivalen dan masing-masing memiliki keunggulan dan kelemahan. Penggunaan modal hutang akan menguntungkan apabila iklim bisnis baik sehingga manfaat dari penggunaan hutang akan lebih besar dari biaya bunga, namun demikian dalam iklim bisnis yang tidak menentu manfaat dari penggunaan hutang bisa lebih kecil dari biaya yang ditimbulkan.

Keputusan investasi pada penelitian ini tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap *return* saham perusahaan. Hal ini disebabkan karena investor memperkirakan *return* saham suatu perusahaan tidak melihat bagaimana kemampuan perusahaan menetapkan keputusan investasinya. Perusahaan dengan investasi yang jangka panjang terlalu banyak kurang diminati investor karena akan memberikan risiko tinggi terhadap investor.

#### **c. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Price Earning Ratio***

Salah satu variabel dalam penelitian ini adalah *free cash free*. Variabel ini diwakili oleh indikator EVA dan MVA sebagai tolak ukur. Berdasarkan hasil penelitian, EVA dan MVA tidak memiliki pengaruh terhadap perubahan nilai *return* saham perusahaan. Hasil penelitian ini sependapat dengan hasil penelitian Hidayat (2009) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *return* saham yang diukur dengan rasio PER dan *Capital Gain*. Indikator penelitian Hidayat sama dengan indikator yang digunakan penulis untuk memproyeksikan pengaruh *free cash flow*.

Tidak signifikannya pengaruh EVA dan MVA terhadap *return* saham kemungkinan disebabkan oleh faktor ketidakstabilan kondisi ekonomi Indonesia akibat krisis Amerika sehingga mengakibatkan tingginya risiko bisnis serta ketidakpastian tingkat pendapatan yang akan diterima oleh investor. Investor sebagai pelaku pasar dalam mengambil keputusan investasi kurang memperhatikan aspek fundamental perusahaan yang dalam penelitian diwakili oleh MVA dan EVA. *Return* saham lebih dipengaruhi oleh perubahan harga sahamnya. Akibat dari krisis Amerika adalah penurunan harga saham yang menyebabkan harga saham tersebut mengalami *capital loss*. Semakin tinggi nilai *capital loss* sebuah saham maka *return* saham yang diterima investor akan semakin kecil.

### **4.3.2. Model Regresi -2 (*Capital Gain* sebagai variabel dependen)**

#### **a. Pengaruh Faktor Eksternal terhadap *Capital Gain***

Dari tiga indikator variabel eksternal yaitu inflasi, suku bunga, dan nilai kurs rupiah hanya suku bunga lah yang mampu mempengaruhi nilai *Capital Gain* perusahaan. Suku bunga pada variabel penelitian ini diperoleh dari nilai *BI rate* tahun berjalan dikurangi dengan nilai *BI rate* periode sebelumnya. Berdasarkan hasil pengujian uji t diketahui bahwa variabel suku bunga berpengaruh terhadap *capital gain* dan memiliki arah negatif. Sesuai dengan hasil penelitian Nazwar (2008) yang menyatakan bahwa suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham UK. Hasil penelitian ini juga sependapat dengan hasil penelitian Nidianti (2013); Lestari (2005); Joseph (2002); dan Hidayat (2009). Meski demikian,

hasil tersebut berbeda dengan hasil penelitian Khan *et al.* (2012) yang menyatakan bahwa suku bunga tidak berpengaruh terhadap *return* saham KSE 100 *Index*. Tingkat suku bunga yang tinggi tentu sangat memberatkan operasi perusahaan yang ingin melakukan investasi baru, terutama bagi perusahaan yang memiliki rasio pinjaman yang tinggi sehingga berdampak juga terhadap jatuhnya kinerja perusahaan. Menurunnya kinerja perusahaan dapat berakibat juga pada penurunan harga saham yang secara berkepanjangan mempengaruhi penurunan *return* saham perusahaan. Ini terjadi karena kinerja perusahaan yang menurun mendorong investor untuk menarik investasinya.

#### **b. Pengaruh Keputusan Internal Keuangan terhadap *Capital Gain***

Keputusan internal keuangan terdiri dari keputusan pendanaan, investasi dan dividen. Ketiga keputusan tersebut mempengaruhi tujuan manajemen keuangan yang harus dicapai oleh perusahaan yaitu meningkatkan harga pasar saham (*market price*) (Hidayat, 2009). Peningkatan harga saham identik dengan peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan sangat penting karena nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Brigham dan Gapensi, 1996).

Pada penelitian ini keputusan internal keuangan terdiri dari sepuluh indikator yang mewakilinya sebagai tolak ukur kinerja perusahaan. Namun dari keseluruhan variabel tersebut hanya ada dua variabel yang mempengaruhi nilai *capital gain* yaitu CI dan ROE. CI memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *Capital Gain* secara parsial. Sedangkan ROE memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap *Capital Gain* secara parsial. Hasil penelitian ini sependapat dengan hasil penelitian Hidayat (2009) yang menyatakan bahwa keputusan internal keuangan berpengaruh terhadap *return* saham yang diukur dengan rasio PER dan *Capital Gain*. Indikator penelitian Hidayat sama dengan indikator yang digunakan penulis untuk memproyeksikan pengaruh keputusan internal keuangan.

CI merupakan indikator keputusan investasi yang menyangkut pertimbangan alokasi dana baik dilihat dari sumber dana (yang berasal dari dalam maupun luar perusahaan) maupun penggunaan untuk tujuan jangka pendek dan jangka panjang sehingga semakin intensif penggunaan capital perusahaan maka semakin meningkatkan nilai investasinya. Tujuan perusahaan melakukan investasi adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan yang seringkali diproyeksikan dari nilai *return* saham perusahaan. ROE adalah rasio yang mengkaji kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan setelah adanya investasi terhadap modal sendiri yang dapat digunakan mengukur risiko bisnis. ROE memiliki pengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap *Capital Gain* berbeda dengan CI yang berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap *Capital Gain*. Hal ini bisa saja terjadi karena pembilang ROE adalah *Earning After Tax* berbeda dengan CI yaitu *Net Sales* yang benar-benar menunjukkan kemampuan perusahaan dalam aktifitas operasionalnya.

Berdasarkan hasil penelitian terbukti bahwa pendanaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham perusahaan. Hal ini sepaham dengan Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa rasio hutang tidak relevan dan tidak ada hubungannya dengan struktur modal yang optimal. Maka dapat disimpulkan bahwa investor tidak melihat seberapa besar hutang yang dimiliki perusahaan sebagai struktur modalnya melainkan investor melihat bagaimana kemampuan perusahaan dalam mengefektifkan dan mengefisiensikan struktur modal perusahaan untuk memperoleh nilai tambah bagi perusahaan.

Untuk hasil pengujian data observasi antara variabel kebijakan dividen dengan variabel *return* saham perusahaan menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap *return* saham perusahaan. Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap *return* saham karena dividen merupakan pembayaran dari perusahaan kepada para pemegang saham

atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen merupakan hak pemegang saham untuk mendapatkan sebagian dari keuntungan perusahaan. Tinggi rendahnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, tidak berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan yang diukur dengan *return* saham. Menurut Sukirni (2012), pembayaran dividen juga dapat mengurangi peluang investasi, dan kenyataannya investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen karena pajak *capital gain* lebih kecil daripada pajak dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori kebijakan dividen tak relevan/teori irrelevansi dividen. Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap *return* saham perusahaan maupun biaya modalnya (Modigliani dan Miller, 1958). Mereka berpendapat bahwa *return* saham suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Meningkatnya nilai dividen tidak selalu diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan hanya oleh kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya. Dengan kata lain, menurut Brigham dan Houston (2001), teori Modigliani dan Miller berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan yang identic dengan nilai *return* saham perusahaan semata-mata tergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi di antara dividen dan laba yang ditahan.

### c. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Capital Gain*

Salah satu variabel penting dalam penelitian ini adalah variabel *free cash flow*. Penulis menilai variabel tersebut dengan dua macam indikator antara lain yaitu MVA dan EVA. Berdasarkan uji t yang telah dilakukan oleh penulis, maka hasilnya adalah EVA dan MVA tidak memiliki pengaruh signifikan serta memiliki arah negatif terhadap *Capital Gain* secara parsial. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian Hidayat (2009) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham yang diukur dengan rasio PER dan *Capital Gain*. Indikator penelitian Hidayat sama dengan indikator yang digunakan penulis untuk memproyeksikan pengaruh *free cash flow*.

Tidak signifikannya pengaruh EVA dan MVA terhadap *return* saham kemungkinan disebabkan oleh faktor ketidakstabilan kondisi ekonomi Indonesia akibat krisis Amerika sehingga mengakibatkan tingginya risiko bisnis serta ketidakpastian tingkat pendapatan yang akan diterima oleh investor. Investor sebagai pelaku pasar dalam mengambil keputusan investasi kurang memperhatikan aspek fundamental perusahaan yang dalam penelitian diwakili oleh MVA dan EVA. *Return* saham lebih dipengaruhi oleh perubahan harga sahamnya. Akibat dari krisis Amerika adalah penurunan harga saham yang menyebabkan harga saham tersebut mengalami *capital loss*. Semakin tinggi nilai *capital loss* sebuah saham maka *return* saham yang diterima investor akan semakin kecil.

## 5. SIMPULAN DAN SARAN

Dari hasil penelitian ini dapat disimpulkan beberapa hal. Pertama, secara simultan faktor eksternal, keputusan internal keuangan, dan *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham yang diproyeksikan dengan rasio *Price Earning Ratio*. Kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi *Price Earning Ratio* sebesar 74,5209%. Sedangkan sisanya dijelaskan oleh sebab lain di luar penelitian ini. Kedua, secara parsial faktor eksternal, keputusan internal keuangan, dan *free cash flow* mempunyai pengaruh terhadap *Price Earning Ratio* sebagai berikut ini:

- a) Variabel faktor eksternal memiliki tiga indikator yaitu tingkat inflasi, tingkat suku bunga dan nilai kurs rupiah, dari ketiganya tidak ada satupun yang berpengaruh secara parsial terhadap *Price Earning Ratio*.

- b) Keputusan internal keuangan yang terdiri dari keputusan pendanaan dengan indikator FL, STL, dan CP, keputusan investasi dengan indikator ROE, FAU, CI, MR, dan APR, serta yang terakhir yaitu keputusan dividen dengan indikator PR dan ROFA. Dari sepuluh indikator tersebut hanya PR yang memiliki pengaruh terhadap Price Earning Ratio secara parsial dengan arah hubungan negatif.
- c) *Free Cash Flow* adalah variabel independen ketiga yang memiliki dua indikator yaitu EVA dan MVA. Secara parsial, keduanya tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Price Earning Ratio*.

Kesimpulan berikutnya berkaitan dengan *Capital Gain* sebagai variable dependen. Pertama, secara simultan faktor eksternal, keputusan internal keuangan, dan *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham yang diproyeksikan dengan rasio *Capital Gain*. Kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi *Capital Gain* sebesar 33,4568%. Sedangkan sisanya dijelaskan oleh sebab lain di luar penelitian ini. Kedua, secara parsial faktor eksternal, keputusan internal keuangan, dan *free cash flow* mempunyai pengaruh terhadap *Capital Gain* sebagai berikut ini:

- a) Variabel faktor eksternal memiliki tiga indikator yaitu tingkat inflasi, tingkat suku bunga dan nilai kurs rupiah, dari ketiganya hanya tingkat suku bunga yang memiliki pengaruh secara parsial terhadap *Capital Gain* dengan arah hubungan negatif.
- b) Keputusan internal keuangan yang terdiri dari keputusan pendanaan dengan indikator FL, STL, dan CP, keputusan investasi dengan indikator ROE, FAU, CI, MR, dan APR, serta keputusan dividen dengan indikator PR dan ROFA. Dari sepuluh indikator tersebut hanya CI yang memiliki pengaruh signifikan positif dan ROE berpengaruh signifikan negatif terhadap *Price Earning Ratio* secara.
- c) *Free Cash Flow* adalah variabel independen ketiga yang memiliki dua indikator yaitu EVA dan MVA. Namun secara parsial keduanya tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham yang diproyeksikan dengan *Capital Gain*.

Berdasarkan kesimpulan-kesimpulan tersebut dapat disarankan beberapa hal. Dari aspek teoritis paling tidak dua hal dapat dilakukan untuk penelitian selanjutnya. Pertama, mengganti sampel penelitian atau mengganti objek penelitian dengan perusahaan di keseluruhan sektor yang terdapat pada BEI sehingga lebih representatif dalam menyimpulkan pengaruh faktor eksternal, keputusan internal keuangan, dan *free cash flow* terhadap kinerja keuangan perusahaan. Kedua, membandingkan periode penelitian yaitu antara periode sebelum krisis ekonomi, setelah krisis ekonomi dan pada saat krisis finansial global sehingga akan diketahui konsistensi variabel tersebut dalam melihat pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Dari aspek praktis ada saran untuk tiga pelaku: perusahaan, pemerintah dan investor. Untuk perusahaan, diharapkan dapat lebih meningkatkan strategi keuangannya dengan mengutamakan indikator PR, CI, dan ROE yang memiliki pengaruh besar terhadap keputusan internal keuangan baik keputusan pendanaan, investasi, maupun keputusan dividen perusahaan. Di samping itu, perusahaan harus senantiasa mempertimbangkan kondisi eksternal perusahaan atau makro ekonomi yaitu tingkat suku bunga yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Bagi pemerintah selaku pengambil kebijakan di bidang moneter diharapkan mampu mengendalikan kondisi makro ekonomi negara Indonesia baik mengontrol nilai inflasi dengan meningkatkan daya beli masyarakat, menetapkan nilai suku bunga yang tidak memberatkan perusahaan baik dari segi likuiditas maupun solvabilitas, menjaga kestabilan nilai rupiah, atau mengendalikan indikator makro lainnya. Bagi investor, walaupun berdasarkan hasil penelitian faktor eksternal perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diproyeksikan dengan *return* saham, namun investor sebaiknya tetap perlu memperhatikan indikator faktor eksternal perusahaan karena memang



makro ekonomi erat kaitannya dengan mikro ekonomi dan telah menjadi satu kesatuan yang tidak terpisahkan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Akçoraoglu, A., & Yurdakul, F. (2002). Global factors and stock returns: Empirical evidence from the Istanbul stock exchange. *The ISE Review*, 6(21), 1-20.
- Ang, R. (1997). *Buku pintar pasar modal Indonesia*. Jakarta: Mediasoft.
- Brigham, E. F., & Gapensi, L. C. (1996). *Intermediate finance management* (15th ed). Harbor Drive: The Dryden Press.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2001). *Manajemen keuangan II*. Jakarta: Salemba Empat.
- Bursa Efek Indonesia. (2014). *Laporan keuangan dan tahunan*. Diunduh dari <http://www.idx.co.id/id/beranda/perusahaantercatat/laporankeuangandantahunan.aspx>.
- Hanafi, M. M. (2004). *Manajemen keuangan edisi 2004/2005*. Yogyakarta: BPFE-Universitas Gadjah Mada.
- Hidayat, W. (2009). Analisis pengaruh faktor eksternal terhadap keputusan internal keuangan, arus kas bebas, dan pendapatan saham yang listed di bursa efek Indonesia. *Majalah Ekonomi*, 19(3), 1-20.
- Hidayat, W. (2009). Confirmatory factor analysis internal dan eksternal keuangan, free cash flow, dan return saham perusahaan manufaktur go public di Indonesia. *Ekuitas*, 1-18.
- Joseph, N. L. (2002). Modelling the impact of interest rate and exchange rate change on UK stock return. *Derivatives Use, Trading, and Regulation: Accounting and Tax*, 7(4), 306-323.
- Khan, Z., Khan, S., Rukh, L., Imdadullah, & ur Rehman, W. (2012). Impact of interest rate, exchange rate, and inflation on stock return of KSE 100 index. *International Journal of Economics and Research*, 142-155.
- Kodrat, D. S., & Herdinata, C. (2009). *Manajemen keuangan (based on empirical research)*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Lestari, M. (2005). Pengaruh variabel makro terhadap return saham di bursa efek Jakarta: Pendekatan beberapa model. Makalah dipresentasikan pada Simposium Nasional Akuntansi 8. Solo, 15-16 September.
- Martono, S. U., & Harjito, A. (2002). *Manajemen keuangan* (1st ed.). Yogyakarta: Ekonisia.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Nazwar, C. (2008). Analisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap return saham syariah di Indonesia. *Wahana Hijau: Jurnal Perencanaan dan Pengembangan Wilayah*, 4(1), 1-5.
- Nidianti, P. I. (2013). Pengaruh faktor internal dan eksternal perusahaan terhadap return saham food and beverages di bursa efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 5(1), 130-146.
- Rosdini, D. (2009). Pengaruh free cash flow terhadap dividend policy. *Accounting and Finance Journal*, Oktober 2009, 1-9.
- Sukirni, D. (2012). Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan kebijakan hutang analisis terhadap nilai perusahaan. *Accountng Analysis Journal*, 2(1).
- Sofyaningsih, S., & Hardiningsih, P. (2011). Struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan utang dan nilai perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Mei 2011, 68-87.

---

*Halaman ini sengaja dikosongkan*

---