

**ANALISIS FINANCIAL DISTRESS BAGI
PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG LISTED
DI BURSA EFEK INDONESIA SEBAGAI DAMPAK KRISIS
EKONOMI ASIA**

Oleh :

**Widi Hidayat
Staf Pengajar Fakultas Ekonomi
Universitas Airlangga Surabaya**

ABSTRACT

The impact of economic crisis in Asia is financial distress for manufacturing companies listed in Bursa Efek Indonesia. The indicator of external factors is inflation rate, interest rate and exchange rate rises and causation the investment, financial and dividend decision be careful.

The indicator of Internal Financial Decision is Profitability, fixed asset utilization, capital intensiveness, inventory intensiveness and receivable intensiveness declined and leverage still high. Deficit free cash flow and shareholder wealth is dividend yield and capital gain yield declined.

Manufacturing companies must be reinventing the strategy of financial decision because investment risk is higher. Government especially Bank Indonesia and BAPEPAM to make regulation macro economic variable, because the effect of higher inflation rate, interest rate, and exchange rate could be declined purchasing power of society and rises the cost of good manufacturing and added unemployment.

Keywords : inflation rate, interest rate, exchange rate, internal financial decision, financial distress.

Pendahuluan

Sejak krisis ekonomi Asia pada pertengahan tahun 1997 terdapat penurunan jumlah approval untuk berinvestasi dari Foreign Direct Investment (FDI), bahkan sebagian perusahaan yang telah lama beroperasi di Indonesia mengalihkan lokasi usahanya ke negara lain misalnya Cina, Vietnam dan Thailand.

Ekspansi pasar-pasar ekuitas atau pasar modal baru cepat sekali, ketika perusahaan-perusahaan lokal mendapat modal investasi melalui penawaran ekuitas, modal tersebut dipakai untuk membeli mesin-mesin baru dan melakukan aktivitas penelitian serta pengembangan yang sebelumnya tidak mampu dilakukan. Perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai reputasi yang diakui secara internasional, dan diberi penilaian kredit dapat diterima secara internasional, instrumen-instrumen utang semakin banyak digunakan oleh perusahaan-perusahaan yang tertarik untuk mengumpulkan modal investasi, tetapi tidak bersedia melepaskan kepemilikan yang ada di perusahaan.

Pasar-pasar modal baru di seluruh dunia hanya membentuk 10 persen dari keseluruhan kapitalisasi pasar global. Sejak tahun 1995, jumlah kapitalisasi bursa saham dunia kira-kira US\$ 25 triliun, kapitalisasi pasar Amerika Serikat adalah US\$ 8 triliun, Jepang US\$ 5,7 triliun, dan Inggris US\$ 1,3 triliun. Sisanya berasal dari pasar-pasar baru, kapitalisasi pasar baru, disusul Amerika Latin 20 persen, Afrika Sub Sahara 15 persen, dan Timur Tengah serta Eropa Timur 7 persen.

Berdasarkan data Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM), nampak bahwa memburuknya kegiatan investasi di Indonesia dapat dilihat dari menurunnya jumlah persetujuan investasi asing maupun domestik. Nilai persetujuan investasi dalam rangka penanaman modal, dalam Negeri (PMDN) merosot 57,0% yakni dari Rp 58,8 triliun (264 proyek) pada tahun 2001 menjadi hanya Rp 25,5 triliun (181 proyek) pada tahun 2002, hal ini juga terjadi pada nilai persetujuan investasi dalam rangka Penanaman Modal Asing (PMA) yang menurun sebesar 35,3%, yakni dari \$ 15,1 miliar (1333 proyek) pada tahun 2001 menjadi \$ 9,7 miliar (1135 proyek) pada tahun 2002.

Perkembangan sektor industri pengolahan sejak Pelita I hingga saat ini dilaksanakan secara bertahap. Pada Pelita I dan Pelita II, dikembangkan industri yang mengolah bahan mentah menjadi bahan baku yang mendukung perkembangan serta pertumbuhan output di sektor pertanian, misalnya industri pupuk, dan industri-industri yang menunjang pemenuhan kebutuhan pokok

rakyat banyak, seperti sandang dan pangan. Pada Pelita II, pengembangan industri pengolahan difokuskan pada industri yang memproses bahan baku menjadi barang jadi. Sejak Pelita IV hingga Pelita VI, pengembangan difokuskan pada industri-industri yang menghasilkan bermacam-macam mesin industri.

Unit usaha di sektor industri di Indonesia dibedakan atas industri skala kecil, industri skala menengah, dan industri skala besar, menurut banyaknya tenaga kerja yang bekerja. Industri skala kecil adalah unit usaha dengan jumlah pekerja antara 1 - 9 orang, industri skala menengah adalah unit usaha dengan jumlah pekerja antara 20 - 49 orang, sedang industri skala besar adalah unit usaha yang mempekerjakan 50 orang atau lebih.

Data Badan Pusat Statistik (BPS) menunjukkan bahwa jumlah tenaga kerja industri skala kecil jauh lebih banyak daripada industri skala menengah dan besar, akan tetapi dilihat dari kontribusi nilai output dan nilai tambah, industri skala menengah dan besar jauh lebih besar daripada industri skala kecil. Oleh karena itu industri skala menengah dan khususnya industri skala besar dianggap sebagai motor penggerak utama proses industrialisasi di Indonesia (Tambunan, 1998).

Penurunan jumlah perusahaan industri besar pada tahun 1991 sebesar 0,25% diikuti dengan peningkatan jumlah tenaga kerja yang sangat tinggi selama tahun 1991 sampai dengan tahun 1997 yaitu sebesar 12,44%. Sedangkan jumlah tenaga kerja yang terserap pada industri besar terus meningkat dengan tingkat peningkatan berfluktuasi sampai dengan tahun 1996. Pada tahun 1997, jumlah tenaga kerja menurun, hal ini terjadi karena krisis ekonomi sehingga banyak perusahaan yang tutup karena menderita financial distress (kesulitan keuangan) (Dumairy, 1999).

Rumusan Masalah

Masalah yang diangkat dalam penelitian ini adalah apakah perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* (terdaftar) di Bursa Efek Indonesia mengalami *financial distress* (kesulitan keuangan) sebagai akibat dampak krisis ekonomi di Asia.

Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Menganalisis faktor-faktor ekstern yaitu tingkat inflasi, tingkat bunga, dan perubahan kurs akibat dampak krisis ekonomi di Asia.
2. Menganalisis kondisi keuangan perusahaan manufaktur berdasarkan keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dividen yang telah diambilnya pada saat krisis ekonomi di Asia terjadi.
3. Menganalisis *free cash flow condition* (kondisi arus kas bebas) yang terjadi pada perusahaan manufaktur, yang tentunya perlu dianalisis juga bagaimana pendapatan saham yang merupakan kemakmuran *shareholder* (pemegang saham).
4. Menganalisis *financial distress* bagi perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Manfaat Penelitian

Penelitian ini bermanfaat bagi :

1. Pengembangan ilmu pengetahuan khususnya di bidang akuntansi manajemen agar hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai pertimbangan dalam penyusunan anggaran dan pengambilan keputusan keuangan.
2. Peneliti selanjutnya dapat mengembangkan hasil penelitian ini dengan adanya fenomena krisis keuangan global yang tentunya sangat mempengaruhi *financial distress* bagi perusahaan manufaktur khususnya yang *listed* di BEI.
3. Perusahaan-perusahaan manufaktur yang listed di BEI yang terkena dampak krisis ekonomi di Asia dapat mengatur strateginya agar mengambil keputusan keuangan dengan tepat baik keputusan investasi, keputusan pendanaan, maupun keputusan dividen dan mengatur arus kas bebasnya agar dapat memberikan kemakmuran bagi *shareholdernya*.
4. Pemerintah khususnya Bank Indonesia dengan mengatur regulasi kebijakan ekonomi makro di dalam hal inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar kurs Rupiah terhadap mata uang asing.

5. Pemerintah dalam hal ini Bapepam, hasil penelitian ini dapat dijadikan referensi dan gambaran *financial distress* perusahaan manufaktur yang tentunya sebagai bahan pertimbangan bagi investor baik investor financial maupun nonfinancial.

Kerangka Teoritis

Sebagaimana tertuang di dalam Keputusan Presiden (Kepres) No. 52 Tahun 1976 tentang Pasar Modal pada Bab I Pasal 1 di mana disebutkan "Pasar Modal adalah Bursa Efek seperti yang dimaksud dalam Undang-Undang No. 15 Tahun 1952 (Lembaran Negara, Tahun 1952 No. 67)". Jadi pasar modal adalah bursa-bursa perdagangan di Indonesia yang didirikan untuk perdagangan uang dan efek. *International Financial Corporation* (IFC) mengkaitkan klasifikasi bursa saham dengan klasifikasi negara. Jika negara tersebut masih digolongkan sebagai negara berkembang, meskipun jika bursa saham berfungsi sepenuhnya dan diatur dengan baik, maka pasar tersebut masih diberi label pasar "baru".

Istilah "pasar baru" pertama kali diperkenalkan oleh IFC ketika mengerjakan konsep dana negara dan pasar modal di wilayah-wilayah yang kurang berkembang di dunia dan ini, IFC mempunyai definisi yang lebih lengkap tentang bursa saham atau pasar modal ini.

"Bursa-bursa saham baru mempunyai bermacam-macam definisi. Di satu sisi, "baru" (*emerging*) berarti bahwa perubahan sedang berlangsung, bahwa ukuran dan kecanggihan pasar terus tumbuh, berlawanan dengan pasar yang relatif kecil, tidak aktif, dan hanya sedikit berubah. Di sisi lain, pasar baru dapat berarti pasar modal di setiap ekonomi yang sedang berkembang, bagaimanapun majunya pasar itu sendiri, dengan dampak bahwa potensi bursa saham untuk berkembang lebih jauh sangat berkaitan dengan keseluruhan potensi perkembangan ekonomi." (IFC, *The IFC Indexes, Methodology, Definition and Practices*, Agustus 1994).

Klasifikasi pasar baru atau *emerging market* adalah :

- a. Memiliki pendapatan per kapita rendah atau menengah;

- b. Mempunyai pasar-pasar modal yang masih belum berkembang baik mengenai kapitalisasi maupun kontribusi bursa saham yang hanya sebagian kecil dari produk nasional bruto negara tersebut.
- c. Belum termasuk negara industri.

Strategi pembangunan ekonomi Indonesia yang tertuang dalam PROPENAS 2000 - 2004 mempunyai tujuh strategi yang dilaksanakan melalui berbagai program pembangunan nasional yaitu :

1. Menanggulangi kemiskinan
2. Mengembangkan usaha skala mikro kecil
3. Menciptakan stabilitas ekonomi dan keuangan
4. Meningkatkan investasi swasta
5. Memacu peningkatan daya saing
6. Menyediakan sarana- prasarana penunjang pembangunan ekonomi
7. Memanfaatkan kekayaan sumber daya alam secara berkelanjutan.

Strategi pembangunan ekonomi Indonesia tersebut diatas sulit tercapai akibat krisis ekonomi Asia yang melanda perusahaan di Indonesia walaupun perusahaan berskala menengah dan besar terutama perusahaan yang bergerak pada industri manufaktur yang sifatnya padat karya dan bahan baku produksinya menggunakan bahan baku import.

Financial distress menurut Altman adalah tingkat kesulitan keuangan yang dialami oleh perusahaan dengan indikasi penurunan kinerja intern keuangan perusahaan dan dapat berakibat kebangkrutan.

Berdasarkan pendapat Aswath Damodaran bahwa faktor ekstern sangat berpengaruh terhadap keputusan intern perusahaan terutama bagi perusahaan manufaktur berskala besar. Indikator faktor ekstern tersebut adalah tingkat inflasi, tingkat bunga dan perubahan kurs, yang mengalami peningkatan ketika negara yang sedang berkembang seperti Indonesia terkena guncangan krisis ekonomi. Hal ini juga dikatakan oleh Ari Suta, bahwa ketiga indikator faktor ekstern tersebut sangat mempengaruhi kondisi keuangan intern perusahaan yang go public terutama bagi perusahaan manufaktur yang mengolah bahan baku menjadi barang setengah jadi dan selanjutnya menjadi barang jadi dan banyak menyerap tenaga kerja.

Keputusan intern keuangan yang harus diambil oleh perusahaan menurut Brigham terdiri dari 3 indikator yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen. Dimana ketiga keputusan yang telah diambil oleh perusahaan tersebut akan tercermin dari rasio keuangan yang meliputi rasio yang berkaitan dengan pengambilan keputusan dalam hal investasi baik di bidang real asset maupun financial asset, yaitu ratio keuangan yang berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit akibat dari investasinya, kemampuan perusahaan memanfaatkan fixed assetnya, kemudian intensivenya penggunaan modal, persediaan barang dan piutang dagang. Sedangkan keputusan pendanaan yang mencerminkan konstruksi hutang yang digunakan perusahaan untuk mendanai asetnya dan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar hutang jangka pendek yang dijamin dengan aktiva lancar serta posisi kasnya. Keputusan dividen merupakan keputusan yang harus diambil oleh perusahaan untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham.

Ketiga indikator keputusan intern keuangan perusahaan yang tentunya juga terpengaruh oleh faktor ekstern sangat mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai tambah ekonomis (*Economic Value Added* / EVA). Semakin tepat keputusan investasi, pendanaan dan dividen yang diambil oleh perusahaan maka arus kas bebas semakin tinggi baik EVA maupun *Market Value Added* (MVA). Dengan demikian maka pendapatan saham seharusnya semakin besar pula. Pendapatan saham yang merupakan kemakmuran para pemegang saham diukur dengan *Dividend Yield* (DY) dan *Capital Gain Yield* (Cap. G), serta tercermin dari *Price Earning Ratio* (PER).

Metode Penelitian

Jenis dan Rancangan Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian diskriptif kualitatif dan merupakan penelitian penjelasan (*explanatory research*) dengan rancangan penelitian adalah penelitian survey, yaitu penelitian yang dilakukan dengan mengambil sampel dari populasinya.

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang *listed* di BEI, terdiri dari industri manufaktur, dagang dan jasa seluruhnya berjumlah 323 perusahaan. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI selama periode penelitian tahun 1999 sd 2002 berjumlah 157 perusahaan untuk 20 (dua puluh) kelompok jenis usaha. Alasan dipilihnya periode penelitian tersebut adalah adanya krisis ekonomi Asia pada pertengahan tahun 1997.

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).

Indikator ekstern adalah :

- a. Tingkat inflasi (INF) adalah laju persentase dari harga barang selama periode tertentu dan merupakan perbedaan antara tingkat pertumbuhan 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 (K) adalah perubahan nilai tukar mata uang Rupiah terhadap dolar Amerika yang ditentukan berdasarkan kurs tengah Bank Indonesia (BI).

Keputusan Intern Keuangan

Keputusan intern 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 (*intangible 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 Handerson, 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* (FAU) adalah mengukur keefektifan operasi asset di dalam menghasilkan penjualan.
 - c. *Capital Intensiveness* (CI) mengukur apakah capital dimanfaatkan secara intensif.
 - d. *Inventory Intensiveness* (II) mengukur apakah inventori (persediaan barang dagangan) telah dioperasionalkan secara intensif.
 - e. *Receivable 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 (Maness dan Handerson, 1991:51).

Indikator keputusan pendanaan adalah :

- a. *Financial Leverage* (FL) 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 asset* dan terhadap *current asset*.
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 Handerson, 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 dividennya sebaiknya dibagi atau ditunda pembayarannya untuk diinvestasikan kembali.

Arus Kas Bebas

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* (Brigham dan Davis, 2004:205).

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.

Pendapatan Saham

Pendapatan saham adalah keuntungan yang diharapkan oleh investor dalam bentuk kenaikan harga saham (Brigham dsn Houston, 2001:13).

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.

Dengan demikian penelitian ini menggunakan 4 (empat) variabel laten dan 20 (dua puluh) variabel manifest (indikator), serta 1 (satu) variabel eksogen dan 3 (tiga) variabel endogen berikut cara pengukurannya dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1

Daftar Variabel Konstruk dan Variabel Manifest serta Cara Pengukuran

No	Variabel Konstruk	Variabel Manifest (Indikator)	Cara Pengukuran
I	Faktor Ekstern X ₁	X _{1.1} = Tingkat Inflasi (INF)	Biro Pusat Statistik
		X _{1.2} = Tingkat Bunga (IR)	Bank Indonesia
		X _{1.3} = Perubahan Nilai Tukar (K)	Bank Indonesia
II	Keputusan Intern Keuangan (Y ₁)		
1.	Keputusan		

No	Variabel Konstruk	Variabel Manifest (Indikator)	Cara Pengukuran
	Investasi Y _{1.1}	Y _{1.1.1} = Return On Equity (ROE) Y _{1.1.2} = Fixed Asset Utilization (FAU)	$\frac{\text{EAT}}{\text{Equity}}$ $\frac{\text{Net Sales}}{\text{Net Fixed Asset}}$
2.	Keputusan Pendanaan Y _{1.2}	Y _{1.1.3} = Capital Intensiveness (CI) Y _{1.1.4} = Inventory Intensiveness (II) Y _{1.1.5} = Receivables Intensiveness (RI) Y _{1.1.6} = Margin Ratio (MR) Y _{1.1.7} = Asset Profitability Ratio (APR) Y _{1.2.1} = Financial Leverage (FL) Y _{1.2.2} = Short – Term Liquidity (STL) Y _{1.2.3} = Cash – Position (CP)	$\frac{\text{Net Sales}}{\text{Net Worth}}$ $\frac{\text{Net Sales}}{\text{Inventory}}$ $\frac{\text{Net Sales}}{\text{Receivable}}$ $\frac{\text{Gross Profit}}{\text{Net Sales}}$ $\frac{\text{EAT}}{\text{Total Assets}}$ $\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$ $\frac{\text{Current Assets- Inventory}}{\text{Current Liabilities}}$ $\frac{\text{Cash}}{\text{Current Assets}}$

No	Variabel Konstruk	Variabel Manifest (Indikator)	Cara Pengukuran
3.	Keputusan Dividen Y _{1.3}	Y _{1.3.1} = Plowback Ratio (PR) Y _{1.3.2} = Return On Fixed Assets (ROFA)	1 – Dividend Payout Ratio (1 – DPR) $\frac{\text{EAT}}{\text{Net Fixed Assets}}$
III	Arus Kas Y ₂	Y _{2.1} = Economic Value Added (EVA) Y _{2.2} = Market Value Added (MVA)	NOPAT – C.CCR Market Value of Equity – Total Common Equity
IV	Pendapatan Saham Y ₃	Y _{3.1} = Price Earning Ratio (PER) Y _{3.2} = Dividend Yield (DY) Y _{3.3} = Capital Gain (Cap.G)	$\frac{\text{Harga Saham}}{\text{EPS}}$ $\frac{D_1}{P_0}$ $\frac{\text{Harga saham}_1 - \text{Harga saham}_0}{\text{Harga saham}_0}$

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 Surabaya, Bursa Efek Jakarta, Bank Indonesia, BAPEPAM, 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 Jakarta untuk mengkaji penelitian-penelitian yang telah dilakukan.
5. Pusat Referensi Pasar Modal untuk menambah wawasan pasar modal.

Hasil Penelitian Dan Pembahasan

Faktor Ekstern

Indikator faktor ekstern yang diukur dengan $X_{1.1}$ yaitu tingkat inflasi (INF), $X_{1.2}$ yaitu tingkat bunga atau *interest rate* (IR) dan $X_{1.3}$ yaitu perubahan kurs (OK), dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2

INDIKATOR FAKTOR EKSTERN

No.	Indikator	Tahun				Rata-rata
		1999	2000	2001	2002	
		(%)	(%)	(%)	(%)	
1.	$X_{1.1}$ (INF)	2,01	9,35	12,55	10,10	8,50
2.	$X_{1.2}$ (IR)	25,19	10,70	6,79	4,25	11,73
3.	$X_{1.3}$ (ΔK)	-11,53	35,14	10,15	11,10	11,22

Sumber : Bank Indonesia, diolah penulis.

1. Tingkat Inflasi (INF)

$X_{1.1}$ yaitu tingkat inflasi (INF) rata-rata selama 4 tahun adalah 8,50% walaupun rata-rata di bawah 10%, namun pada tahun terakhir yaitu tahun 2002 menunjukkan tingkat inflasi yang cukup tinggi, yaitu sebesar 10,10%. Tingginya tingkat inflasi, menunjukkan bahwa harga barang terutama hasil produksi cenderung naik, sehingga berakibat daya beli masyarakat akan turun. Bila daya beli masyarakat turun, maka perusahaan manufaktur dikhawatirkan akan mengurangi kapasitas produksi untuk penjualan lokal (dalam negeri) bila hal ini terjadi jangka waktu yang lama, maka perusahaan manufaktur juga akan mengurangi tenaga kerjanya yang berakibat jumlah pengangguran akan meningkat, terjadi peningkatan pada

tenaga kerja sektor informal (memilih bekerja sebagai pedagang kaki lima dan sebagainya).

2. Tingkat Bunga (IR)

X_{1.2} yaitu tingkat bunga atau interest rate (FR) rata-rata selama 4 tahun dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2002 menunjukkan 11,73%. Bila tingkat bunga tinggi, maka perusahaan manufaktur yang menggunakan sumber dana berasal dari kredit bank akan menanggung beban bunga yang tinggi dan sifatnya merupakan beban tetap, sehingga akan memberatkan perusahaan tersebut.

3. Perubahan Kurs (ΔK)

X_{1.3} merupakan perubahan kurs (ΔK), yang cenderung menunjukkan peningkatan dari penurunan -11,53% pada tahun 1999 menjadi peningkatan kurs 11,10% pada Tahun atau rata-rata selama empat tahun 11,22%. Perusahaan manufaktur yang menggunakan bahan baku import akan membayar lebih banyak untuk pembelian bahan bakunya ketika kurs meningkat, berakibat harga pokok penjualan (*cost of good sold*) menjadi tinggi, dan untuk menutup beban tetap yang juga tinggi, maka perusahaan akan meningkatkan harga jual produk, dan hal ini akan memberatkan masyarakat.

Faktor ekstern yang diukur dengan indikator tingkat inflasi (INF), tingkat bunga (IR) dan perubahan kurs (ΔK), menunjukkan bahwa faktor ekstern mempengaruhi keputusan intern perusahaan manufaktur baik keputusan investasi, keputusan pendanaan maupun keputusan dividend an dapat mengakibatkan perusahaan manufaktur mengalami *financial distress*.

Keputusan Intern Keuangan

Keputusan intern keuangan meliputi keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen, dapat diuraikan sebagai berikut :

Keputusan Investasi

Keputusan investasi bagi industri manufaktur yang terbuka di Indonesia yang diukur dengan indikator Y_{1.1.1} (*Return On Equity* atau ROE), Y_{1.1.2} (*Fixed Asset Utilization* atau FAU), Y_{1.1.3} (*Capital Intensiveness* atau CI), Y_{1.1.4} (*Inventory Intensiveness* atau II), Y_{1.1.5} (*Receivable Intensiveness* atau RI),

$Y_{1.1.6}$ (*Margin Ratio* atau MR), $Y_{1.1.7}$ (*Asset Profitability Ratio* atau APR), nampak pada tabel 3 di bawah ini.

Tabel 3

INDIKATOR KEPUTUSAN INVESTASI

No.	Indikator	Tahun				Rata
		1999	2000	2001	2002	Rata
		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
1.	$Y_{1.1.1}$ (ROE)	15.01	14.27	8.96	5.28	10.88
2.	$Y_{1.1.2}$ (FAU)	253.91	244.52	234.34	170.58	225.84
3.	$Y_{1.1.3}$ (CI)	138.35	118.77	134.86	95.74	121.93
4.	$Y_{1.1.4}$ (II)	356.57	426.31	398.30	316.21	374.35
5.	$Y_{1.1.5}$ (RI)	544.71	439.21	487.89	429.80	475.40
6.	$Y_{1.1.6}$ (MR)	21.81	20.63	20.63	10.77	17.12
7.	$Y_{1.1.7}$ (APR)	11.09	10.88	10.88	4.57	7.45

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* diolah penulis.

1. Return On Equity (ROE)

$Y_{1.1.1}$ (*Return On Equity* atau ROE) mengukur kemampuan perusahaan manufaktur di dalam menghasilkan laba bersih setelah pajak (*Earning After Tax* atau EAT) terhadap modal sendiri yang digunakan. Semakin kecil indikator ini menunjukkan bahwa risiko investasi perusahaan semakin besar, artinya dana modal sendiri keputusan yang digunakan perusahaan pada tahun 1999 mampu menghasilkan laba bersih setelah pajak atau

earning after tax hanya 15,01% dan menurun hingga 5,28% pada tahun 2002 atau rata-rata selama empat tahun hanya 10,88%.

Modal sendiri dapat berupa modal saham, agio saham dan laba ditahan umumnya industri manufaktur membutuhkan banyak dana untuk investasi dalam bentuk aset tetap, oleh karena itu perlu dikaji bagaimana pemanfaatan aset tetapnya atau *fixed asset utilization*-nya (FAU).

2. *Fired Asset Utilization* (FAU)

Kemampuan perusahaan untuk memanfaatkan aset tetapnya yang diukur dengan $Y_{1.1.2}$ (*Fixed Asset Utilization* atau FAU) menunjukkan bahwa mulai tahun 1999 sebesar 253,91% menurun hingga 170,58% pada tahun 2002 atau rata-rata 225,84% dalam hal ini dapat dikatakan masih perlu ditingkatkan lagi karena dalam 1 tahun tingkat perputaran *fixed asset* rata-rata adalah 2,26 kali atau tiap 160 hari. Semakin tinggi tingkat perputarannya maka aktiva tetap industri manufaktur tersebut semakin dimanfaatkan.

3. *Capital Intensiveness* (CI)

$Y_{1.1.3}$ (*Capital Intensiveness* atau CI) mengukur kemampuan perusahaan manufaktur dalam memanfaatkan modal sendiri untuk meningkatkan penjualan bersihnya (*net sales*). Semakin tinggi *Capital Intensiveness* (CI) semakin bagus artinya dalam usaha meningkatkan penjualan bersihnya, perusahaan banyak menggunakan dana yang bersumber dari modal sendiri bukan dari hutang. *Capital intensiveness* (CI) tahun 1999 yaitu 138,35% hampir sama dengan CI tahun 2001 (134,86%) sedangkan tahun 2000 menunjukkan di atas 100%, namun dengan memperhatikan tahun terakhir penelitian yaitu tahun 2002 kurang dari 100%, maka perusahaan-perusahaan manufaktur perlu mengendalikan operasionalnya, terutama efisiensi di dalam biaya produksi.

4. *Inventory Intensiveness* (II)

Bagi perusahaan yang bergerak dalam industri manufaktur, persediaan barang atau *inventory* seharusnya merupakan aktiva lancar yang likuid artinya bila tingkat perputarannya rendah, maka berarti dana modal kerjanya banyak menumpuk pada persediaan barang.

Dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2002 menunjukkan bahwa *Inventory Intensiveness* ($Y_{1.1.4}$) rata-rata adalah 374,35% atau rata-rata tingkat perputaran 3,74 kali dalam satu tahun, dapat dikatakan bahwa dari bahan baku yang selesai diproduksi menjadi barang jadi, masuk dalam

gudang barang jadi, sampai barang tersebut terjual membutuhkan waktu rata-rata 96 hari dalam satu tahun atau lebih dari 3 tahun. Namun pada tahun 2002, tingkat perputarannya menurun, hal ini berarti barang jadi lebih lama disimpan di gudang, hampir 4 bulan.

5. *Receivable Intensiveness (RI)*

Y_{1.1.3} yaitu *Receivable Intensiveness (RI)* yang diukur dengan tingkat perputaran piutang usaha secara rata-rata menunjukkan 475,40% atau 4,75 kali dalam satu tahun, hal ini dapat dikatakan bahwa hasil penagihan piutang lebih dari 2 bulan. Namun pada tahun 2002 tingkat perputarannya cenderung turun menjadi 4,30 kali atau 83,72 hari dalam tahun tersebut, hampir 3 bulan.

6. *Margin Ratio (NIR)*

Efisiensi perusahaan manufaktur dalam pengelolaan biaya produksinya (*Cost of Production*) dapat dilihat dari besarnya laba kotor (*gross profit*) yang dihasilkan industri tersebut semakin besar kemampuan perusahaan di dalam menghasilkan laba kotor semakin bagus. Rata-rata margin ratio 17,12% atau dapat dikatakan harga pokok penjualan (*Cost of Good Sold*) adalah 82,88% dan ternyata margin ratio dari tahun 1999 (21,81 %) menurun terus hingga tahun 2002 hanya 10,77%, hal ini berarti bahwa harga pokok penjualan perusahaan manufaktur terus meningkat. Y_{1.1.6} yaitu *Margin Ratio (MR)* yang semakin menurun menyebabkan perusahaan manufaktur mengalami kesulitan di dalam mendanai biaya penjualan, biaya pemasaran dan biaya umum -administrasinya.

7. *Asset Profitability Ratio (APR)*

Y_{1.1.7} yaitu *Asset Profitability Ratio (APR)* perusahaan cenderung mengalami penurunan dari 11,09% pada tahun 1999 menjadi 4,57% pada tahun 2002 atau rata-rata 7,45% selama 4 tahun, hal ini berarti bahwa kontribusi laba bersih setelah pajak rata-rata terhadap total aset perusahaan manufaktur hanya 7,5%, semakin besar kontribusi tersebut semakin bagus karena menunjukkan bahwa pendanaan investasi perusahaan manufaktur berupa total aset bersumber dari dana internal yaitu laba bersih setelah pajak. Namun, cenderung turunnya *Asset Profitability Ratio (APR)* tersebut menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur lebih banyak menggunakan dana eksternal, apakah berupa hutang atau penjualan saham.

Keputusan investasi yang diukur dengan indikator ROE, FAU, CI, II, RI, MR dan APR menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang terbuka pada tahun 1999 sampai dengan tahun 2002 menunjukkan kecenderungan penurunan di dalam indikator-indikator tersebut. Kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih setelah pajak terhadap total asset yang digunakan semakin menurun demikian pula pemanfaatan asetnya juga semakin menurun. Sumber dana jangka pendek perusahaan manufaktur banyak tersimpan pada persediaan barang dan piutang usaha serta umurnya lebih lama. Demikian pula kemampuan perusahaan menghasilkan laba kotor juga semakin menurun dan mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur dari sisi investasi mengalami *financial distress*.

Melihat keputusan keuangan pada bidang investasi yang cukup berat tersebut, maka perlu dikaji keputusan pendanaan (*financial decision*) yang merupakan keputusan yang harus diambil oleh perusahaan manufaktur di dalam hal sumber dana untuk mendanai investasi perusahaan tersebut.

Keputusan Pendanaan (*Financing Decision*)

Beberapa indikator yang digunakan untuk mengukur keputusan pendanaan bagi perusahaan manufaktur adalah financial leverage atau FL yaitu $Y_{1.2.1}$, $Y_{1.2.2}$ (*Short Term Leverage* atau STL) dan $Y_{1.2.3}$ (*Cash Position* atau CP), perkembangan indikator-indikator tersebut dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2002 dan secara rata-rata dapat dilihat pada Tabel 4 berikut ini.

1. *Financial Leverage (FL)*

$Y_{1.2.1}$ merupakan indikator keputusan pendanaan yaitu *Financial Leverage* atau FL yang menunjukkan penurunan dari tahun 1999 sebesar 119,50% menjadi 80,10% pada tahun 2002 atau rata-rata *Financial Leverage (FL)* tinggi yaitu 94,80% namun pada tahun 2002 sudah menunjukkan penurunan yang berarti dari 106,45% pada tahun 2001 menjadi 80,10% pada tahun 2002.

Tabel 4

INDIKATOR KEPUTUSAN PENDANAAN

No.	Indikator	Tahun				Rata-rata
		1999	2000	2001	2002	
		(%)	(%)	(%)	(%)	
1.	X _{1.2.1} (FL)	119.50	73.16	106.45	80.10	94.80
2.	X _{1.2.2} (STL)	206.97	197.13	187.25	130.03	180.35
3.	X _{1.2.3} (CP)	21.01	28.74	13.13	8.79	17.92

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* diolah penulis.

Bila perusahaan manufaktur mendanai total asetnya menggunakan sumber dana yang berasal dari hutang yang sangat tinggi, ini akan memberatkan perusahaan, karena harus menanggung beban tetap yaitu bunga bank, dimana bila tingkat bunga bank naik, maka beban bunga yang harus ditanggung perusahaan juga naik.

2. *Short Term Liquidity (STL)*

Short Term Liquidity atau STL merupakan likuiditas perusahaan manufaktur jangka pendek, artinya kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek (*Short Term Debt*) yang diharapkan dijamin oleh aktiva lancar (*Current Asset*) kecuali persediaan barangnya (*Inventory*).

Y_{1.2.2} atau *Short Term Liquidity (STL)*, cenderung menurun dari 206,97% pada tahun 1999 menjadi 130,03% pada tahun 2002. Hal ini menunjukkan bahwa likuiditas jangka pendek perusahaan manufaktur pada tahun 2002 semakin menurun. Batasan likuiditas ini 100%, bila kurang dari 100%, berarti untuk memenuhi kewajiban jangka pendek perusahaan harus menjual sebagian *fired asset*-nya (aktiva tetapnya) atau dipenuhi dari hutang baru atau dari penjualan sahamnya. Oleh karena itu, diharapkan

STL perusahaan manufaktur selalu di atas atau minimal 100%, dan rata-rata selama empat tahun adalah 180,35%.

3. *Cash Position (CP)*

$Y_{1.2.3}$ yaitu posisi saldo kas dan bank atau *Cash Position (CP)* terdapat kecenderungan yang makin menurun dari tahun 1999 sebesar 21,01% menjadi 8,79% pada tahun 2002, walaupun secara rata-rata menunjukkan 17,92%.

Kas dan bank merupakan aktiva lancar yang paling likuid, sehingga bila persentasenya kecil, maka berarti dana jangka pendek yang bersumber dari hutang jangka pendek banyak tersimpan pada persediaan barang dan piutang usaha. Tingkat putaran persediaan barang dan piutang usaha semakin kecil, hal ini berarti dana yang tersimpan pada persediaan barang dan piutang usaha semakin lama.

Keputusan pendanaan (*financing decision*) yang diukur dengan indikator FL, STL dan CP, ketiganya menunjukkan kecenderungan penurunan. Perusahaan manufaktur terbuka sudah berusaha untuk mendanai investasinya bukan dari hutang (*debt*) melainkan berasal dari ekuitas (modal sendiri) yaitu dari menahan laba (*retained earnings*), sedangkan likuiditas dan posisi kasnya cukup berat, oleh sebab itu perlu dikaji lebih lanjut tentang keputusan keuangan dalam hal kebijakan dividen. Melihat kondisi pendanaan perusahaan manufaktur juga menunjukkan indikasi perusahaan manufaktur mengalami *financial distress*.

Keputusan Dividen (*Dividend Decision*)

Indikator yang digunakan untuk mengukur keputusan dividen bagi perusahaan manufaktur adalah *Plowback Ratio (PR)* yaitu $Y_{1.3.1}$ dan *Return On Fixed Asset (ROFA)* sebagai $Y_{1.3.2}$.

Plowback Ratio merupakan ratio dari earning after tax yang ditahan oleh perusahaan manufaktur terbuka, dengan tujuan untuk mendanai investasinya, hal ini berarti mengurangi pembagian dividen (*Dividend Payout Ratio / DPR*). Pemegang saham menyetujui penundaan pembayaran dividen dengan harapan investasi baru menghasilkan keuntungan atau return. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan return atau *earning after tax* terhadap *fixed asset* atau ROFA dan *plowback ratio* {PR}, dapat dilihat pada Tabel 5 di bawah ini.

Tabel 5

INDIKATOR KEPUTUSAN DIVIDEN

No.	Indikator	Tahun				Rata-rata
		1999	2000	2001	2002	
		(%)	(%)	(%)	(%)	
1.	X _{1.3.1} (PR)	66.57	77.26	84.12	92.31	80.07
2.	X _{1.3.2} (ROFA)	36.56	40.38	15.20	14.62	26.19

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* diolah penulis.

1. *Plowback Ratio* (PR)

Y_{1.3.1} yaitu *plowback ratio* (PR) rata-rata selama empat tahun adalah 80,07%, namun cenderung meningkat mulai dari tahun 1999 sebesar 66,57% menjadi 92,31% pada tahun 2002, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur lebih banyak menahan laba, daripada membagikan sebagai dividen, dengan harapan dana tersebut digunakan untuk investasi baru yang menguntungkan.

2. *Return On Fixed Asset* (ROFA)

Y_{1.3.2} yaitu *Return On Fixed Asset* (ROFA) menunjukkan kecenderungan penurunan dari 34,56% pada tahun 1999 menjadi 14,62% pada tahun 2002 atau rata-rata 26,19% selama empat tahun. Penurunan ROFA tersebut menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih setelah pajak terhadap fixed asset yang digunakan semakin menurun, sedangkan perusahaan sudah menahan laba untuk kepentingan investasi.

Keputusan dividen yang diambil oleh perusahaan manufaktur dengan menahan laba untuk tujuan investasi atau mengurangi pembagian dividen, perlu dianalisis lebih lanjut karena ternyata *Return On Fixed Asset* (ROFA) menunjukkan penurunan, hal ini perlu dikaji pula pengaruh faktor ekstern yaitu tingkat inflasi, tingkat bunga dan perubahan kurs.

Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Indikator yang digunakan untuk mengukur arus kas bebas adalah *Plowback Ratio* (PR) yaitu *Economic Value Added* (EVA) dan $Y_{1.3.1}$ yaitu *Market Value Added* (MVA).

EVA merupakan selisih antara *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT) dengan *Capital Cost* yaitu biaya modal perusahaan dalam rangka mendanai investasinya, sedangkan MVA merupakan selisih antara harga pasar ekuitas dengan *Total Common Equity*.

EVA dan MVA perusahaan manufaktur terbuka selama empat tahun dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2002, dapat dilihat pada Tabel 6 berikut ini.

1. *Economic Value Added* (EVA)

$Y_{1.2}$ yaitu *Economic Value Added* (EVA) dari tahun 1999 sebesar Rp. 231.032,50 menunjukkan penurunan menjadi - Rp. 48.273,86 pada tahun 2002 dan rata-rata selama empat tahun adalah - Rp. 107.643,68. EVA yang negatif menunjukkan bahwa *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT) tidak cukup untuk menutupi *capital cost*.

Tabel 6

INDIKATOR ARUS KAS BEBAS (*FREE CASH FLOW*)

No.	Indikator	Tahun				Rata Rata
		1999	2000	2001	2002	
		Jutaan Rp.	Jutaan Rp.	Jutaan Rp.	Jutaan Rp.	Jutaan Rp.
1.	$Y_{2.1}$ (EVA)	- 231.032,50	-25.714,96	-12.553,39	-48.273,86	-107.643,68
2.	$Y_{2.2}$ (MVA)	311.848,00	-18.207,19	341.125,53	-32.718,40	150.514,49

Sumber: Indonesian Capital Market Directory dan Bank Indonesia, diolah penulis.

2. Market Value Added (MVA)

Y_{2.2} yaitu Market Value Added (MVA) dari tahun 1999 sebesar Rp 311.848,00 menunjukkan penurunan menjadi - Rp 32.748,40 pada tahun 2002 dan rata-rata selama empat tahun adalah Rp 150.514,40. MVA yang negatif menunjukkan bahwa harga pasar ekuitas lebih rendah daripada total common equity, hal ini disebabkan karena harga pasar saham (*stock price*) turun.

Baik EVA maupun MVA perusahaan manufaktur selama tahun 1999 sampai dengan tahun 2002 masih menunjukkan hasil yang negatif, hal ini disebabkan karena pada tahun 1999 dan 2000, kondisi keuangan perusahaan tersebut masih terkena dampak krisis ekonomi.

Pendapatan Saham

Indikator yang digunakan untuk mengukur pendapatan saham yaitu Y_{3.1} merupakan Price Earning Ratio (PER), Y_{3.2} yaitu Dividend Yield (DY) dan Y_{3.3} yaitu Capital Gain (Cap.G).

Tabel 7

INDIKATOR PENDAPATAN SAHAM

No.	Indikator	Tahun				Rata
		1999	2000	2001	2002	Rata
		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
1.	Y _{3.1} (PER)	13.88	3.45	7.75	3.44	7.13
2.	Y _{3.2} (DY)	3.08	5.37	3.00	1.47	3.23
3.	Y _{3.3} (Cap.G)	130.25	-18.27	18.07	-7.45	30.65

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* diolah penulis.

Y_{3.1} yaitu *Price Earning Ratio* (PER) menunjukkan penurunan yang signifikan dari 13,88% pada tahun 1999 menjadi 3,44% pada tahun 2002 atau rata-rata selama empat tahun adalah 7,13%. Hal ini menunjukkan bahwa rasio harga saham terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih per lembar saham cenderung menurun.

Y_{3.2}, yaitu *Dividend Yield* (DY) juga menunjukkan penurunan dari 3,08% pada tahun 1999 menjadi hanya 1,47% pada tahun 2002, atau rata-rata selama empat tahun adalah 3,23%. Hal ini juga menunjukkan bahwa keuntungan investor atau para pemegang saham berupa *dividend yield* mengalami penurunan.

Y_{3.3}, yaitu *Capital Gain Yield* (CAP.G) menunjukkan penurunan yang berarti dari 130,25% pada tahun 1999 menjadi -7,45% pada tahun 2002 atau rata-rata selama empat tahun adalah 30,65% menunjukkan bahwa kesejahteraan / kemakmuran pemegang saham atau investor berupa *capital gain* juga mengalami penurunan.

Pendapatan saham menunjukkan penurunan baik PER, DY maupun CAP.G, bahkan perusahaan manufaktur terbuka di Indonesia pada tahun 2002 rata-rata menderita *capital loss*. Hal ini disebabkan karena turunnya harga saham dan perusahaan manufaktur mengalami *financial distress*.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini mempunyai keterbatasan sebagai berikut :

1. Obyek penelitian adalah perusahaan yang bergerak dalam bidang manufaktur, tidak termasuk perusahaan dagang (*trading*) dan perusahaan jasa (*service*).
2. Perusahaan manufaktur yang diteliti adalah perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI, sehingga belum menjangkau perusahaan manufaktur yang belum *go public* baik perusahaan manufaktur yang berskala kecil, menengah, dan besar.

Kesimpulan Dan Saran

Kesimpulan

1. Krisis ekonomi Asia berdampak terhadap peningkatan faktor eksternal yaitu tingkat inflasi, tingkat bunga, dan perubahan kurs.
2. Indikator faktor ekstern yaitu tingkat inflasi, tingkat bunga dan perubahan kurs ketiganya sangat memberatkan perusahaan manufaktur walaupun perusahaan tersebut berskala besar dan perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia sehingga perusahaan mengalami *financial distress*, serta memberatkan masyarakat sebagai konsumen karena harga pokok produksi perusahaan menjadi tinggi dan harga jual juga tinggi.
3. Akibat pengaruh faktor ekstern tersebut, maka keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan manufaktur dalam kondisi yang tidak menguntungkan, hal ini ditunjukkan dengan indikator kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit, pemanfaatan aset tetapnya, intensifnya modal, persediaan barang dan piutang dagang, semuanya menunjukkan penurunan yang sangat signifikan.
4. Dalam hal keputusan pendanaan walaupun menunjukkan penurunan, namun masih cukup tinggi hutangnya baik jangka panjang maupun jangka pendek.
5. Keputusan dividen menunjukkan peningkatan dalam hal *plowback ratio* yaitu rasio yang ditahan ini berarti terjadi penurunan kemakmuran para pemegang saham, didukung dengan penurunan arus kas bebas dan penurunan *dividen yield* serta penurunan *capital gain yield*.

Saran

1. Bagi perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI diharapkan mengatur kembali strategi keuangannya, karena sudah mengalami *financial distress* baik keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen yang berdampak kepada *free cash flow* dan pendapatan sahamnya, akibat krisis ekonomi Asia.

2. Bagi pemegang saham, dimana kemakmuran *shareholder* yang ditunjukkan dengan indikator pendapatan saham mengalami penurunan yang sangat signifikan dan risiko investasi menjadi tinggi, maka harus cermat dalam memilih saham-saham perusahaan manufaktur.
3. Pemerintah tetap berusaha menstabilkan tingkat inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar misalnya dengan membuat kontrak kerjasama penggunaan mata uang antara RI dengan Cina.

Daftar Pustaka

- Akcorauglu, Alpaslan and Yurdakul, Funda, 2001. Global Factors, and Stock Returns. Empirical Evidence From The Istanbul Stock Exchange. *ISE Review*, Vol. 6. No. 21. p.1.
- Alaraini dan Stephen, 1999. Pengaruh Bid Ask Rate Terhadap Volume Perdagangan Saham. *Artikel Simposium Nasional Akuntansi*, halaman 55-58.
- Altman, Edward I, 1968. "Financial Distress and Financial Ratios".
- Ancella dan Nuranto, 2000. Pengaruh Informasi Arus Kas Terhadap Return Saham,. *Artikel Simposium Nasional Akuntansi*, halaman 21.
- Black, Fisher. 1993. Estimating Expected Return. *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, pp 36-39.
- Bradley, Michael, 1998. Dividend Policy and Cash Flow Uncertainty. *Real Estate Economics*, Vol.26, pp 555-581.
- Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F, 2001. *Manajemen Keuangan*, Terjemahan, Edisi Kedelapan, Jakarta : Penerbit Erlangga.
- Brigham, Eugene F., Davis, 2004, "Intermediate Financial Management," HBC International Edition, The Dryden Press.
- Connor, O dan Canbas, 1997. *Pengaruh Variabel Fundamental dan Teknikal Terhadap Harga Saham*. *Journal Ekofeum Online*, pp 1-7.
- Cooper, D.R. and C.W. Emory, 1995. *Business Research Methods*, 5th edition, Chicago : Irwin, R.D, Inc.

- Damodaran, Aswath, 1997. *Corporate Finance, Theory and Practice*, New York : John Willey & Sons.
- Dumairy, 1999. “Perekonomian Indonesia”, Yogyakarta : Erlangga.
- Gordon dan Boyton, 1976. Pengaruh Variabel Fundamental dan Teknikal Terhadap Harga Saham, *Journal Ekofeum Online*, pp 1-7.
- Indonesial Capital Market Directory, Annual Report, Bursa Efek Jakarta, 1997 – 2001.
- Kevin, 2004. Inflation Induced Valuation Errors in The Stock Market. *FRBSF Economic*, No.30, p.1.
- Maness, Terry S., dan James W. Henderson, 1991, “Financial Analysis and Forecasting, A Software System, “International Edition, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Mills, John.R., 1998. The Power of Cash Flow Ratio. *Journal of Accountancy*, Vol.186, p.7.
- Premaratne dan Jayasinghe, 2005. Exchange Rate Exposure of Stock Returns at Firm Level. *IDEAS, REPEC, DATA*, p.1.
- Santika, Ida Bagus Made, 1991. Pengaruh Variabel Fundamental dan Teknikal Terhadap Harga Saham. *Journal Ekofeum Online*, pp 1-7.
- Seno, Alexandra A., 2006. Asian Dividend Shopping. *Institutional Investor New York*, pp 1-10.
- Swan, Bob, 1997. Conceptually Fragile Inflation. *Back to Investor’s Corner*, pp 1-3.
- Tambunan, Tulus T.H, 1998. “Krisis Ekonomi dan Masa Depan Reformasi”, Jakarta : Lembaga Penerbitan Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Tarkhani, Faouzi, 2005. Study : Impact of the Exchange Rate in Investment. *The Daily*, pp 1-3.
- Thaker, Keyur, 2001. Financial Management Analysis of Knowledge Capital and Earning with Reference to Selected Companies in India. *Journal of Financial Management & Analysis*, Vol. 14, p.21.
- The International Financial Corporation (IFC) Indexes, Methodology Definitions and Practices, 1994.

Weston, J. Fred and Copeland, 1986. *Managerial Finance*. Eight Edition, CBS International Edition: The Dryden Press.

Wijaya Tunggal, Amin. 2001. *Economic Value Added*. Jakarta : Harvindo