

# **ANALISIS PENGARUH FAKTOR EKSTERN TERHADAP KEPUTUSAN INTERN KEUANGAN, ARUS KAS BEBAS DAN PENDAPATAN SAHAM PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG LISTED DI BURSA EFEK INDONESIA**

**Widi Hidayat**

*Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga*

## **ABSTRACT**

*This study is intended to analyze the effect of external factors toward internal financing decisions, free cash flow and stock returns of manufacturing companies listed in Bursa Efek Indonesia after economic crisis since 1999 until 2002. Internal financing decisions included investment decisions, financing decision and dividend decision, external factors, free cash flow and stock returns used this model, approved Damodaran model.*

*Testing of hypotheses uses Structural Equation Modeling (SEM) with SPSS program and AMOS program. The testing Goodness of Fit Index (GFI) are feasible. Based on the data analysis, hypotheses 1,4 and 6 are really accepted. Otherwise and hypotheses 2,3 and 5 are rejected.*

*The result of the study indicates that indicators investment decision ROE, FAU, CI, MR and APR is significant; meanwhile with highest loading factor APR. The indicators of financing decisions FL, STL, and CP is significant, meanwhile the highest loading factors CP. The indicators of dividend decisions PR and ROFA is significant; meanwhile the highest loading factor PR. The indicators of external factor, inflation, interest and exchange rate is significant; meanwhile the highest loading factors are inflation and then interest rate. The indicators of free cash flow, EVA and MVA, are significant and both of them are the highest loading factors. The indicators of stock returns, PER and CAP.G, are significant; meanwhile the highest loading factors is CAP.G.*

*Key words : External Factors, Internal Financing Decisions, Free Cash Flow, Stock Returns, Manufacturing Companies listed JSE.*

## **1. PENDAHULUAN**

Sebenarnya investor mempunyai pilihan untuk berinvestasi di pasar modal yaitu obligasi dan saham. Investor obligasi menerima pendapatan yang lebih pasti berupa bunga obligasi yang dibayarkan sesuai kontrak sedangkan investor saham mengharapkan pendapatan berupa *dividend yield* maupun *capital gain* dari perubahan harga saham yang tidak pasti.

Beberapa penelitian yang telah dilakukan di Indonesia dan di negara lain menunjukkan bahwa pendapatan saham dipengaruhi oleh lingkungan eksternal dan lingkungan internal perusahaan itu sendiri sebagaimana dikemukakan oleh Usman dalam Wulan (2005). Sedangkan Gordon dan Boyton (1976) menganalisis pengaruh variabel fundamental

internal perusahaan terhadap pendapatan saham yang dilakukan untuk industri makanan dan industri mesin untuk tahun penelitian 1954-1958. O Cottnor dan Canbas et al. (1997), meneliti pengaruh internal keuangan terhadap pendapatan saham untuk 127 perusahaan selama periode 1950-1996. D Silalahi (1991) meneliti pengaruh keputusan intern keuangan terhadap pendapatan saham pada 38 perusahaan publik di BEJ periode tahun 1980-1990. Ida Bagus Made Santika (1991), mengadakan penelitian tentang pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan terhadap harga saham perusahaan yang masuk pada pasar modal di beberapa negara Asean. Penelitian dilakukan di pasar modal Indonesia tahun 1979-1987. Penelitian di pasar modal Malaysia tahun 1979-1984, penelitian di pasar modal Singapura tahun 1979/1986 dan Thailand tahun 1980-1984 sedangkan di Philipina tidak dilakukan karena negara tersebut sedang dilanda kekacauan politik. Jeffrey D. Quirin (2000), melakukan studi pada 16.328 perusahaan dalam periode 1982-1998, menggunakan variabel keputusan intern keuangan sebagai variabel yang mempengaruhi pendapatan saham.

Archer (1990) dan Damodaran (1999) berpendapat bahwa pengelolaan *free cash flow* sesungguhnya dipengaruhi oleh variabel-variabel intern perusahaan yaitu berupa kebijakan investasi, pendanaan dan dividend dan juga dipengaruhi oleh faktor ekstern perusahaan merupakan variabel makro ekonomi yaitu interest rates (tingkat / suku bunga yang berlaku umum), inflation (tingkat inflasi) dan exchange rates (kurs / nilai tukar) untuk tujuan memaksimalkan pendapatan saham.

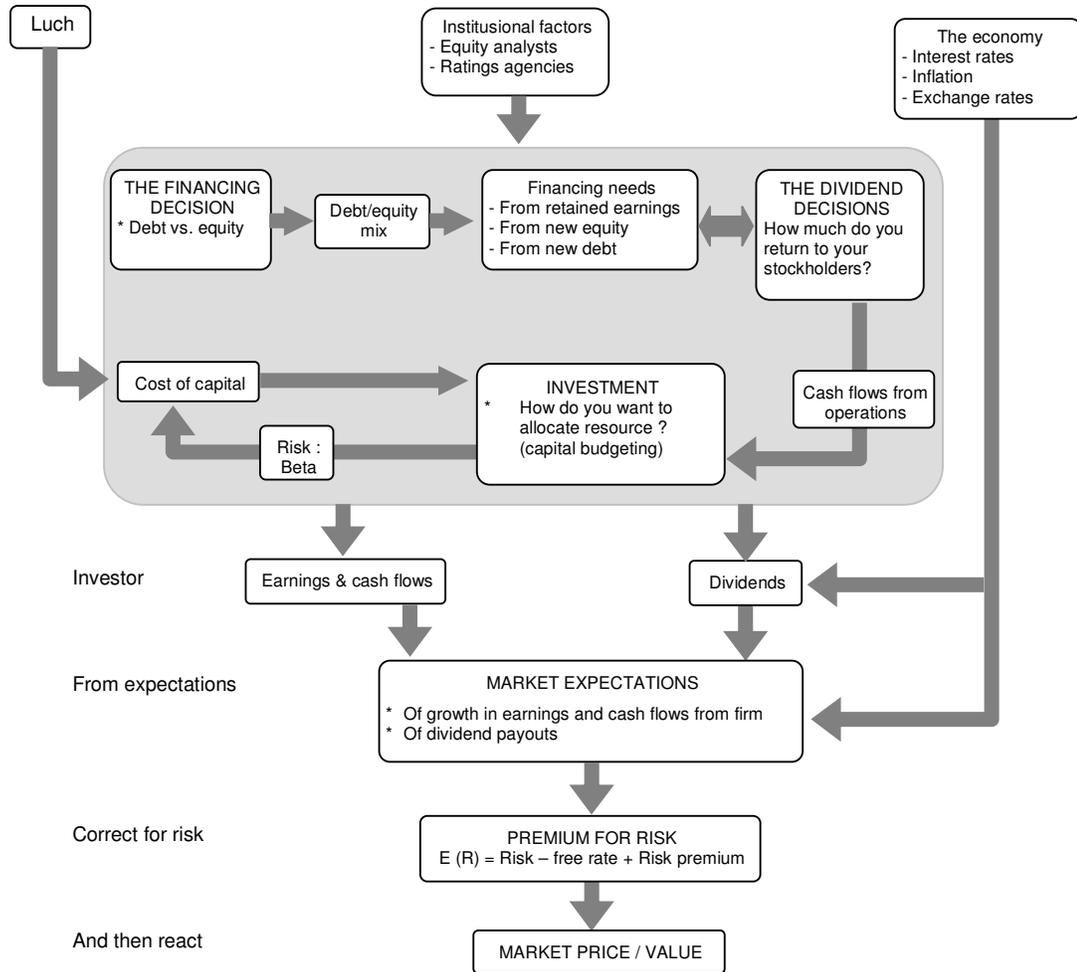
Penulis ingin mengkaji lebih mendalam pengaruh faktor ekstern terhadap keputusan intern keuangan, arus kas bebas dan pendapatan saham perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEJ. Sejumlah masalah yang akan dikaji adalah mengenai faktor ekstern yang dan pengaruhnya terhadap keputusan intern keuangan, keputusan intern keuangan dan pengaruhnya terhadap arus kas bebas, arus kas bebas dan pengaruhnya terhadap pendapatan saham, pengaruh faktor ekstern terhadap arus kas bebas, pengaruh keputusan intern keuangan terhadap pendapatan saham, pengaruh faktor ekstern signifikan terhadap pendapatan saham.

Penelitian ini dapat memberikan informasi kepada investor dalam mengambil keputusan investasi saham agar menghasilkan pendapatan saham sesuai yang diharapkan dengan mempertimbangkan hasil dari keputusan intern keuangan dan kondisi faktor ekstern yang terjadi di Indonesia.

## **2. KERANGKA TEORITIS**

### **Pengaruh Faktor Ekstern Terhadap Keputusan Intern Keuangan**

Damodaran (1997) menunjukkan bahwa faktor ekstern keuangan yaitu tingkat inflasi, tingkat bunga dan nilai tukar mempengaruhi keputusan intern keuangan yang meliputi keputusan investasi, pendanaan, dan dividen. Pemikiran Damodaran sebagai tindak lanjut dari pemikiran beberapa ahli keuangan yaitu Modigliani dan Miller, Brigham dan Houston, Gapenski dalam hal menjelaskan struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang memaksimalkan harga saham perusahaan.



Sumber : Damodaran (1997) “Corporate Finance”, p.8

**Gambar 1. The Big Picture**

Demikian pula keputusan investasi baik jangka pendek maupun jangka panjang dipengaruhi oleh faktor eksternal. Sedangkan keputusan dividen menggunakan model dividend residual (Brigham dan Houston) yaitu menjelaskan rasio pendapatan dividen yang optimal dengan mempertimbangkan maksimalisasi pendapatan saham dan arus kas bebas yang dihasilkan oleh perusahaan.

Indikator keputusan intern menggunakan rasio-rasio keuangan (Mannes dan Handerson, 1991) yaitu keputusan pendanaan dengan rasio Financial Leverage (FL), Short Term Liquidity (STL) dan Cash Position (CP). Keputusan investasi dengan rasio Return on Equity (ROE), Fixed Asset Utilization (FAU), Capital Investment (CI), Inventory Intensiveness (II), Receivable Intensiveness (RI), Margin Ratio (MR) dan Asset Profitability Ratio (APR). Keputusan dividen diukur dengan indikator Plowback Ratio

(PR), Return On Fixed Asset (ROFA). Indikator faktor ekstern menurut Damodaran yaitu tingkat inflasi, tingkat bunga dan nilai tukar.

Hasil penelitian empirik menunjukkan bahwa nilai tukar berdampak pada keputusan investasi (Premaratne dan Jayasinghe, 2005). Dikatakan pula oleh Agmon (1478), bahwa perubahan tingkat bunga, nilai tukar dan inflasi menyebabkan perusahaan harus mengatur strategi dalam memutuskan investasi dan pendanaannya. Tarkhani (2005), menyatakan bahwa perubahan nilai tukar mempengaruhi perubahan keputusan investasi, karena perubahan nilai tukar sangat signifikan menyebabkan perubahan profit margin industry. Hochman et al. (1993), pengaruh tingkat inflasi terhadap keputusan investasi tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Swan (1997), menghasilkan penelitian bahwa tingkat inflasi dan tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap keputusan dividen. Hellarstein (1997), menunjukkan bahwa tingkat inflasi berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi yang ditindaklanjuti oleh penelitian Brinson (2003). Mills (1998), menunjukkan bahwa tingkat inflasi dan tingkat bunga berpengaruh sangat signifikan terhadap keputusan intern keuangan.

Ketiga faktor ekstern tersebut di atas berpengaruh terhadap keputusan pendanaan dapat dijelaskan sebagai berikut : perubahan tingkat bunga mempengaruhi perubahan biaya modal perusahaan (*cost of capital*), demikian pula perubahan nilai tukar yang sangat signifikan akan mempengaruhi jumlah utang kepada pihak luar. Sedangkan tingkat inflasi yang meningkat menyebabkan utang industri manufaktur untuk pembelian bahan-bahan lokal juga meningkat.

#### Pengaruh Keputusan Intern Terhadap Arus Kas Bebas

Dasar teoritis dari konsep arus kas bebas yang memberikan nilai tambah ekonomis (Economic Value Added / EVA) oleh Miller dan Modigliani antara tahun 1958 – 1961 dijadikan sebagai dasar konsep Financial Accounting Standard Board (FASB) nomor 95 tahun 1987. FASB mengelompokkan arus kas menjadi arus kas dari kegiatan investasi, arus kas dari kegiatan pendanaan dan arus kas dari kegiatan operasi, dan model yang sesuai adalah EVA yang kemudian dikembangkan oleh Joel Stern dan Bennett Steward (1991). Pendapatnya juga mengemukakan bahwa kemakmuran pemegang saham adalah maksimal bilamana terjadi peningkatan yang maksimal nilai pasar ekuitas perusahaan (*market value of the firm's equity*) melebihi modal sendiri yang disetor oleh para pemegang saham atau disebut *Market Value Added* (MVA).

Berdasarkan uraian tersebut di atas secara teoritis ada pengaruh keputusan intern terhadap arus kas bebas, untuk itu perlu dukungan penelitian yang telah dilakukan sebagai penelitian empirik. Bradley (1998), Francis et al. (2000), Robertson dan Wright (2006), telah membuktikan bahwa keputusan dividen mempengaruhi arus kas bebas. Selanjutnya Seno (2006), meneliti bahwa perusahaan di Asia melakukan keputusan pendanaan pada tahun 2003 -2005 rata-rata 20% sampai dengan 35%, sedangkan pada saat krisis tahun 1998 tercatat 60% sehingga membayarkan dividen hanya \$15 billion, setelah krisis membayarkan dividen sebesar \$70 billion. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap arus kas bebas.

#### Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Pendapatan Saham

Jones (1997), menyatakan bahwa investor akan bersedia membayar lebih kepada saham yang arus kasnya relatif pasti daripada saham yang arus kasnya berisiko. Selanjutnya

Brigham dan Houston (2001), menyatakan bahwa pendapatan saham diukur dengan Price Earning Ratio (PER), Dividen Yield (D1), dan Capital Gain Yield (Cap.G) dan pendapatan saham akan meningkat, bila perusahaan mampu menghasilkan arus kas yang positif.

Anonymous (1997), membandingkan antara Cash Flow Return Off Investment (CEROI) yang populer saat itu dengan EVA, hasilnya menunjukkan bahwa EVA terbukti dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan arus kas. Bacidore et al., (1997), juga mengajukan arus kas yang lain yaitu Refined Economic Value Added (REVA), hasilnya menunjukkan bahwa REVA dapat memprediksi pendapatan saham lebih baik daripada EVA. Pendapat ini ditentang oleh Ferguson et al. (1998), yang menyatakan bahwa EVA lebih unggul. REVA tidak konsisten dengan teori manajemen keuangan dan tujuan maksimalisasi kemakmuran pemegang saham. Demikian pula John et al. (1997), mengajukan model True Economic Value Added (TEVA), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa TEVA berorientasi pada kejadian-kejadian ekonomi, sedangkan manajer keuangan berorientasi pada pengelolaan arus kas bebas, sehingga mode yang tepat adalah EVA.

Alaraini dan Stephen (1999), berpendapat bahwa laporan arus kas mempunyai tambahan kandungan informasi, demikian pula Huefner dan Tom (2002) berpendapat bahwa model akuntansi yang dapat digunakan sebagai alat untuk mengukur aktivitas ekonomi dari segi keuangan adalah model arus kas bebas dengan basis Economic Value Added (EVA), seperti pendapat Berry dan John (2002), Lovata dan Linda (2002), Adam dan Buzz (2002), Anonymous dan Erdogan (2002). Sedangkan pengaruh arus kas bebas terhadap pendapatan saham dihasilkan oleh Bacidore et al. (1997), Groth et al. (1997), Ancella dan Nuranto (2000), Alisani dan Askan (2002), Namba (2003) dan Hilsenrath (2004), yang menyatakan bahwa arus kas bebas mempengaruhi pendapatan saham.

#### Pengaruh Faktor Ekstern Terhadap Arus Kas Bebas

Secara teoritis, arus kas bebas yang berasal dari aktivitas operasional, aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan sangat dipengaruhi oleh faktor ekstern baik tingkat inflasi, tingkat bunga dan nilai tukar (Damodaran, 1997). Mills (1998), juga mendukung pendapat tersebut. Penelitian dilakukan di USA untuk memprediksi dampak utama ketidakstabilan makro ekonomi, karena pengaruh tingkat inflasi dan tingkat bung berikut nilai tukar terhadap arus kas bebas. Hasil menunjukkan bahwa tingkat inflasi dan tingkat bunga berpengaruh sangat signifikan terhadap arus kas bebas.

#### Pengaruh Keputusan Intern Terhadap Pendapatan Saham

Gordon dan Boyton (1976), menyatakan bahwa variabel fundamental internal keuangan berpengaruh signifikan terhadap pendapatan saham, demikian pula pendapat Meader dan Sprecher (1990) Silalahi (1991). Sedangkan Santika (1991), yang menggunakan pendekatan harga saham sebagai refleksi pendapatan saham, hasil penelitiannya menunjukkan bahwa keputusan intern keuangan yang merupakan fungsi manajemen pembelanjaan secara bersama-sama tidak mempengaruhi harga saham perusahaan yang masuk pada pasar modal Indonesia dan Thailand, sedangkan di negara Asean lainnya yaitu Malaysia dan Singapura berpengaruh signifikan.

Black (1993), menyatakan bahwa keputusan intern keuangan dapat digunakan untuk memprediksi expected stock return. Sulistiono (1994), Piotroski (1996) dan Quirin

(2000), berpendapat sama bahwa keputusan intern keuangan berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Sedangkan Conor dan Canbas et al. (1997), menyatakan bahwa keputusan intern keuangan perusahaan tidak berpengaruh terhadap pendapatan saham. Namun Martines dan Canbas (1997), menghasilkan penelitian bahwa informasi laporan keuangan berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Sedangkan Canbas et al. (1997), menyatakan bahwa variabel rasio keuangan yang merupakan kinerja dari keputusan intern keuangan berpengaruh terhadap pendapatan saham.

Bradley (1998), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *cash flow* perusahaan yang positif memberikan signal bahwa perusahaan mengambil keputusan dividen untuk membayarkan sebagian keuntungannya sebagai deviden. Dinyatakan pula bahwa keputusan pendanaan mempengaruhi arus kas. Frances et al. (2000), menyatakan bahwa keputusan dividen dan arus kas dapat digunakan untuk memprediksi pendapatan saham. Demikian pula Robertson dan Wright (2006), yang menyatakan bahwa perusahaan yang telah mengambil keputusan dividen dengan tepat, akan mempengaruhi arus kas dan selanjutnya mempengaruhi pendapatan saham. Sedangkan Seno (2006), menyatakan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap arus kas dan *dividend yield*.

Selain keputusan dividen dan keputusan pendanaan tersebut di atas, keputusan investasi juga mempengaruhi pendapatan saham melalui arus kas. Keputusan yang diambil oleh perusahaan seharusnya menghasilkan tambahan keuntungan sehingga menambah arus kas sehingga dengan demikian akan dapat membayarkan dividen. Informasi tersebut akan direpson positif oleh investor sehingga harga saham akan meningkat, dengan demikian Kk dan Cap.G akan meningkat.

#### Pengaruh Faktor Ekstern Terhadap Pendapatan Saham

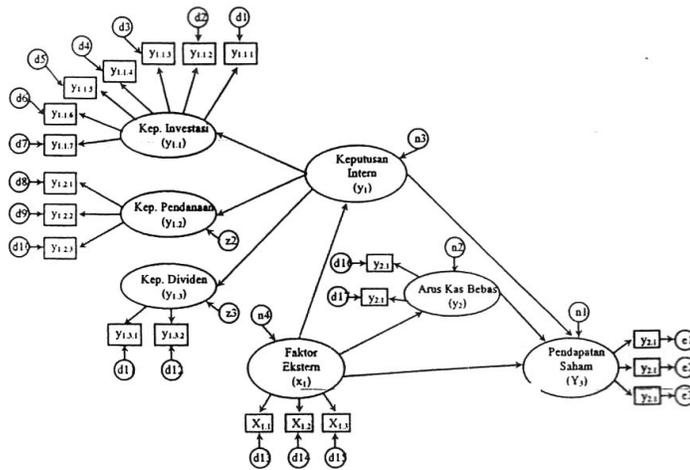
Swan (1997), hasil penelitiannya adalah bahwa tingkat inflasi dan tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap pendapatan saham, demikian pula pendapat Hellarstein (1997). Brinson (2003), menyatakan bahwa tingginya inflasi menyebabkan investor membandingkan antara pendapatan saham dengan pendapatan obligasi.

Domian et al. (1996), menunjukkan bahwa penurunan *interest rate*, mengakibatkan pendapatan saham meningkat. Akcoraoglu dan Yurdakul (2001), menyatakan bahwa nilai tukar adalah faktor yang sangat dominan mempengaruhi variasi pendapatan saham. Karatepe et al. (2001), menyatakan bahwa tingkat bunga merupakan faktor yang paling signifikan mempengaruhi pendapatan saham pada *Istanbul Stock Exchange* (ISE). Modigliani dan Cohn (2001), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa tingkat inflasi sangat dominan mempengaruhi harga saham.

Kevin (2004), menunjukkan bahwa tingkat inflasi dan tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap pendapatan saham. Premaartne dan Jayasinghe (2005), yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh antara nilai tukar dan pendapatan saham.

Secara teoritis memburuknya kondisi faktor ekstern yaitu tingkat inflasi yang tinggi, tingkat bunga yang tinggi dan nilai tukar yang rendah menyebabkan arus kas perusahaan terganggu harga saham mengalami penurunan seperti yang telah diteliti oleh Mills (1998), Wilkinson (2001), Anonymous (1997), Bacidore et al. (1997), Alisani dan Askam (2002), Huefner dan Tom (2002).

#### Pengembangan Model dan Pembangunan Jalur



**Gambar 2. Pengembangan Model dan Pembangunan Jalur**

**Hipotesis Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah, tinjauan pustaka dan kerangka konseptual, maka rumusan hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

1. Faktor ekstern berpengaruh signifikan terhadap keputusan intern keuangan.
2. Keputusan intern berpengaruh signifikan terhadap arus kas bebas.
3. Arus kas bebas berpengaruh signifikan terhadap pendapatan saham.
4. Faktor ekstern berpengaruh signifikan terhadap arus kas bebas.
5. Keputusan intern berpengaruh signifikan terhadap pendapatan saham.
6. Faktor ekstern berpengaruh signifikan terhadap pendapatan saham.

**3. METODE PENELITIAN**

**Rancangan Penelitian**

Penelitian ini menggunakan rancangan penelitian kausal (*causal studies*), (Cooper dan Emory, 1995 : 123) karena penelitian ini menguji pengaruh antara variabel-variabel yaitu menguji pengaruh faktor ekstern terhadap keputusan intern keuangan, pengaruh keputusan intern keuangan terhadap arus kas bebas, pengaruh arus kas bebas terhadap pendapatan saham, pengaruh faktor ekstern terhadap arus kas bebas, pengaruh keputusan intern terhadap pendapatan saham, dan pengaruh faktor ekstern terhadap pendapatan saham.

Penelitian ini juga merupakan penelitian penjelasan (*explanatory research*) karena tujuannya menjelaskan pengaruh antara variabel melalui pengujian hipotesis (Malhotra, 1999:212). Metode utama yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian survey, yaitu penelitian yang dilakukan dengan mengambil sampel dari populasi (Singarimbun dan Effendi, 1995:3).

**Populasi dan Sampel**

Populasi penelitian ini adalah perusahaan terbuka (*go public*) di Indonesia, yang terdiri dari industri manufaktur, industri dagang, dan industri jasa seluruhnya berjumlah 323 perusahaan. Sedangkan sampelnya adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar (*listed*) pada Bursa Efek Jakarta selama tahun 1999 sampai dengan tahun 2002, berjumlah 157 perusahaan untuk 20 kelompok jenis usaha.

#### Klasifikasi Variabel

Variabel penelitian diklasifikasikan sebagai berikut :

1. Variabel Eksogen (*exogen variable*) merupakan variabel bebas (*independent variable*) yang menjadi penyebab atau memprediksi variabel lainnya (Hair, 1992 : 438). Pada penelitian ini, yang merupakan variabel eksogen adalah faktor ekstern.
2. Variabel Endogen (*endogen variable*) merupakan variabel yang disebabkan diprediksi oleh satu atau lebih variabel lainnya (Hair, 1992 : 439). Pada penelitian ini yang merupakan variabel endogen adalah keputusan intern keuangan, arus kas bebas dan pendapatan saham.

#### Variabel Penelitian

Variabel  $X_1$  faktor ekstern

Indikator :

$X_{1,1}$  : Tingkat Inflasi (INF)

$X_{1,2}$  : Tingkat Suku Bunga (IR)

$X_{1,3}$  : Perubahan Nilai Tukar (K)

Variabel  $Y_1$  keputusan intern keuangan

$Y_{1,1}$  keputusan investasi

Indikator :

$Y_{1,1,1}$  : Return on Equity (ROE)

$Y_{1,1,2}$  : Fixed Asset Utilization (FAU)

$Y_{1,1,3}$  : Capital Investment (CI)

$Y_{1,1,4}$  : Inventory Intensiveness (II)

$Y_{1,1,5}$  : Receivable Intensiveness (RI)

$Y_{1,1,6}$  : Margin Ratio (MR)

$Y_{1,1,7}$  : Asset Profitability Ratio (APR)

$Y_{1,2}$  keputusan pendanaan

Indikator :

$Y_{1,2,1}$  : Financial Leverage (FL)

$Y_{1,2,2}$  : Shortterm Liquidity (STL)

$Y_{1,2,3}$  : Cash Position (CP)

$Y_{1,3}$  KEPUTUSAN DIVIDEN

Indikator :

$Y_{1,3,1}$  : Plowback Ratio (PR)

$Y_{1,3,2}$  : Return on Fixed Assets (ROFA)

Variabel  $Y_2$  arus kas bebas

Indikator :

Y<sub>2.1</sub> : Economic Value Added (EVA)

Y<sub>2.2</sub> : Market Value Added (MVA)

Variabel Y<sub>3</sub> pendapatan saham

Indikator :

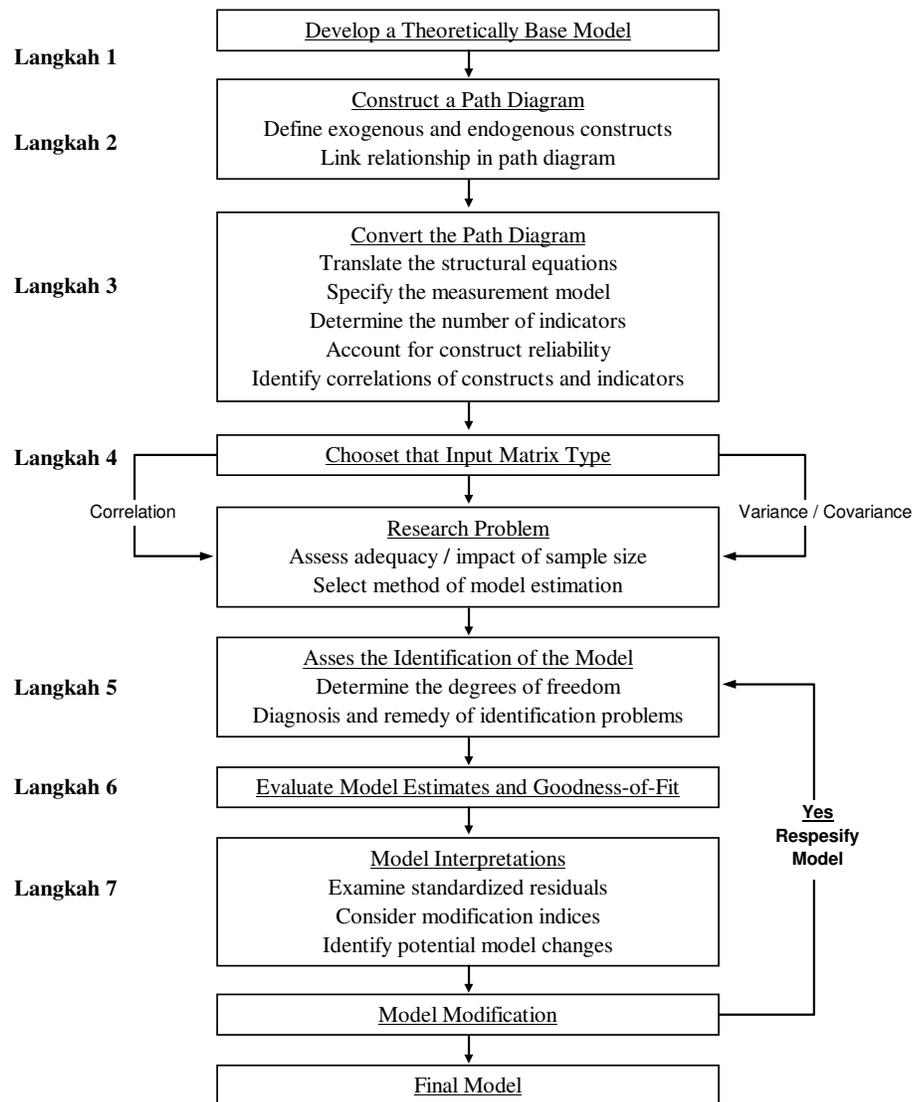
Y<sub>3.1</sub> : Price Earning Ratio (PER)

Y<sub>3.1</sub> : Dividend Yield (DY)

Y<sub>3.1</sub> : Capital Gain (Cap.G)

Metode Analisis

Mengacu pada kerangka konseptual penelitian, maka seluruh pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan model persamaan struktural (*Structural Equation Modeling*-SEM) melalui tahapan seperti Gambar 3. Adapun langkah-langkah yang dilakukan dalam permodelan ini adalah sebagai berikut :



Sumber : Hair et al., (1998) *Multivariate Data Analysis*, 5<sup>th</sup> Ed., New Jersey : Prentice-Hall, Inch., pp : 592 – 603.

**Gambar 3. Tujuh Langkah Dalam SEM**

Langkah 1, 2, dan 3 : Pengembangan Model Teoritik dan Penyusunan Diagram Jalur

Langkah 1 dan 2 dalam penelitian ini adalah mengembangkan model penelitian berdasarkan teori dan membangun diagram jalur seperti pada Gambar -2. Tahapan pertama adalah menyusun model pengembangan teori dan tahap kedua adalah mengembangkan model pengukuran untuk mendapatkan model pengukuran yang sesuai. Pada penelitian ini dikembangkan 4 (empat) model pengukuran untuk 4 (empat) variabel bentukan yang berbeda yaitu :

Langkah 4 : Memilih jenis matriks input dan mengestimasi model yang diusulkan.

Langkah 5 : Mengakses identifikasi model struktur

Langkah 6 : Mengevaluasi Kinerja Goodness of Fit

Dalam analisis SEM terdapat berbagai jenis fit index yang digunakan untuk mengukur derajat kesesuaian antara model yang dihipotesiskan (Ferdinand, 2002 : 50) terdiri dari :

1. *Chi-Square Statistic (Khi Kuadrat)*  
Model yang diuji akan dipandang baik atau memuaskan bila nilai Chi-Squarenya rendah dan model diterima berdasarkan probabilitas dengan out-off value sebesar  $p \geq 0,05$ .
2. *Goodness of Fit Index (GFI)*  
GFI adalah analog dengan  $R^2$  dalam regresi berganda dan tingkat penerimaan yang direkomendasikan adalah bila  $GFI \geq 0,90$ .
3. *The Roof Mean Square Error of Appropriation (RMSEA)*  
Nilai RMSEA menunjukkan goodness of fit yang dapat diharapkan bila model diestimasi dalam populasi. Nilai RMSEA yang  $\leq 0,08$  merupakan index untuk dapat diterimanya model yang menunjukkan sebuah close fit dari model itu berdasarkan degree of freedom.
4. *Adjusted Goodness of Fit Index (AGFI)*  
Merupakan adjusted terhadap degrees of freedom yang tersedia untuk menguji diterima tidaknya model, tingkat penerimaan yang direkomendasikan adalah bila  $AGFI \geq 0,90$ .
5. *Comparative Fit Index (CFI)*  
CFI ini tidak sensitif terhadap besar sampel dan model diterima bila  $CFI >_ 0,35$ .
6. *Tucker Lewis Index (TLI)*  
Nilai yang direkomendasikan sebagai acuan untuk diterimanya sebuah model adalah nilai kritis  $\geq 0,95$ .

**Tabel 1.**  
**Goodness of Fit Indices**

<i>Goodness of Fit</i>	<i>Cut-off Value</i>
<i>X<sup>2</sup>-Chi-Square</i>	Diharapkan kecil
<i>Significance Probability</i>	$\geq 0,05$
<i>GFI</i>	$\geq 0,90$
<i>RMSEA</i>	$\geq 0,08$
<i>AGFI</i>	$\geq 0,90$
<i>CFI</i>	$\geq 0,95$
<i>TLI</i>	$\geq 0,95$

Langkah 7 : Interpretasi dan Modifikasi Model

Setelah dilakukan estimasi model dan *Goodness-of-Fit* maka dilakukan evaluasi terhadap model tersebut. Bila memenuhi persyaratan tersebut di atas maka langsung dilakukan interpretasi terhadap model, sedangkan bila tidak memenuhi syarat dilakukan modifikasi

*indices*. Menurut prinsip, *parcimony* bila terdapat 1 (satu) kriteria yang memenuhi syarat maka dapat dikatakan bahwa model secara keseluruhan adalah layak.

Pada tahap akhir dari SEM adalah melakukan interpretasi terhadap hasil analisis. Untuk itu, SEM menyediakan dua buah informasi pertama setara dengan model struktural dan kedua sama dengan analisis path.

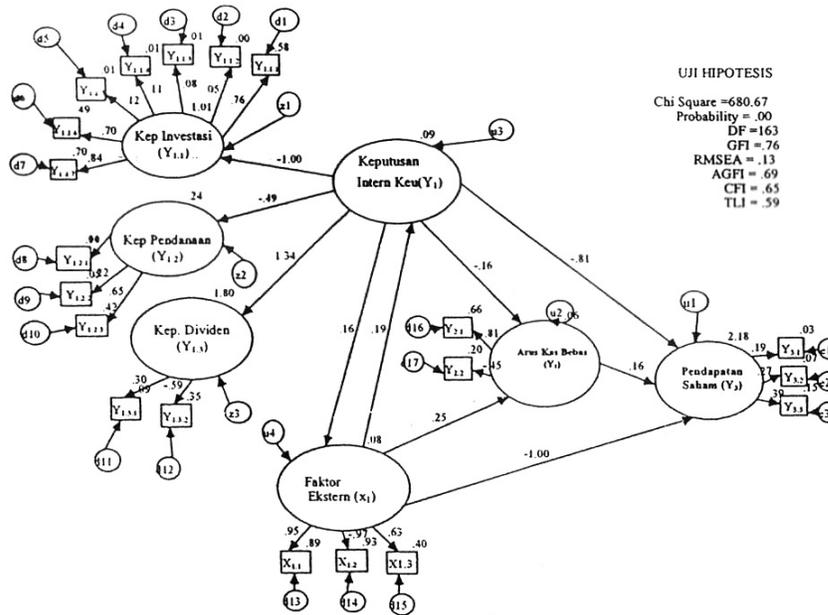
- a. Bilamana pendugaan parameter di dalam SEM menggunakan matriks *input* berupa matriks kovarians, maka hasil dari SEM adalah model struktural. Berdasarkan model struktural ini, penjelasan terhadap fenomena yang dikaji dan diteliti dapat dilakukan. Seperti di dalam analisis regresi, dengan model struktural tersebut, pelaksanaan prediksi variabel *endogen* dapat juga dilakukan.
- b. Bilamana pendugaan parameter di dalam SEM menggunakan matriks *input* berupa matriks korelasi, maka hasil dari SEM adalah analisis path. Interpretasi dapat dilakukan dengan cara melihat *direct effect*, *indirect effect* dan *total effect*. Dengan demikian analisis SEM bermanfaat sebagai analisis faktor determinan, yaitu penentuan variabel mana yang pengaruhnya dominan. Disamping itu, SEM juga dapat digunakan untuk pengujian suatu model hubungan kausal antar variabel, baik yang bersifat menguji ulang suatu konsep atau teori ataupun pengujian terhadap suatu model yang akan dikembangkan, menggunakan *theory trimming*.

#### **4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

Analisis Dan Hasil Penelitian *Structural Equation Modeling* (SEM)

Pengujian Model

Pengujian terhadap model persamaan struktural untuk melihat pengaruh keputusan intern dan faktor ekstern keuangan terhadap nilai perusahaan melalui analisis arus kas. Hasil pengujian model masing-masing disajikan dimaksudkan untuk memberi penjelasan yang lebih realistis.



**Gambar 4. Analisis Pengaruh Faktor Ekstern terhadap Keputusan Intern Keuangan Arus Kas Bebas dan Pendapatan Saham**

Berdasarkan pada Gambar 4, dapat diperjelas pada Tabel 2 mengenai evaluasi terhadap model. Model dikatakan baik apabila kriteria *goodness-of-fit*, di mana dalam penelitian ini menunjukkan bahwa Khai kuadrat 680.67 dan  $p = 0,00$ .  $GFI = 0,76$ ,  $Rti1SEA = 0,13$ ,  $AGFI = 0,69$ ,  $CFI = 0,65$ , dan  $TLI = 0,59$ , yang tidak memenuhi kriteria nilai kritis yang ditetapkan. Hal ini berarti bahwa dari seluruh kriteria yang digunakan menunjukkan adanya hasil yang kurang baik, berarti model tidak sesuai dengan data, sehingga model tidak layak digunakan.

**Tabel 2**  
**Evaluasi terhadap Model**

<i>Goodness of fit</i>	Hasil perhitungan	Nilai Kritis	Keterangan
$X^2$ -Chi-Square	680.67	Relatif Kecil	Kurang Baik
Significance Probability	0,00	$\geq 0,05$	
GFI	0,76	$\geq 0,90$	Kurang Baik
RMSEA	0,13	$\geq 0,08$	Kurang Baik
AGFI	0,69	$\geq 0,90$	Kurang Baik
CFI	0,65	$\geq 0,95$	Kurang Baik
TLI	0,59	$\geq 0,95$	Kurang Baik

Hasil yang kurang baik ini perlu dimodifikasi dengan petunjuk *modification indices*, dan hasilnya seperti tampak pada Tabel 3. Hasil modifikasi model, dapat diperjelas pada Tabel 3 mengenai evaluasi berikut. Berdasarkan pada Tabel 3 maka dapat dilihat bahwa

hasil evaluasi dalam penelitian ini menunjukkan bahwa  $X^2$ -*Chi-Square* 115,91 relatif kecil dengan *Significance Probability* = 0,13 > 0,05; GFI = 0,94 > 0,94; 0,08; AGFI = 0,88 < 0,90; CFI = 0,99 > 0,95 dan TLI = 0,98 > 0,95 yang berarti memenuhi kriteria nilai kritis yang ditetapkan.

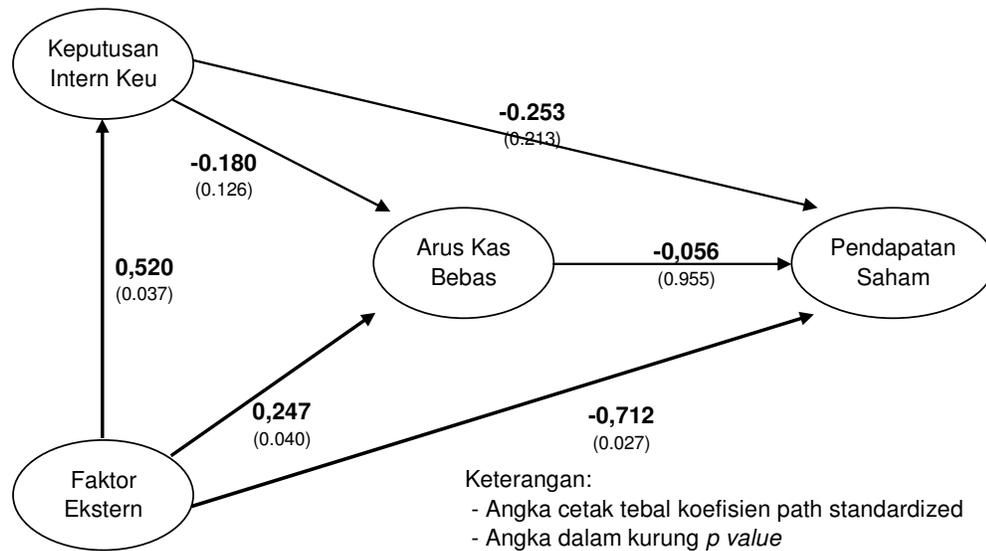
Hasil modifikasi model dalam Gambar 5, dapat diperjelas pada Tabel 3 mengenai evaluasi model sebagai berikut:

**Tabel 3**  
**Evaluasi terhadap Modifikasi Model**

<i>Goodness of fit</i>	Hasil perhitungan	Nilai Kritis	Keterangan
$X^2$ - <i>Chi-Square</i>	115.91	Relatif Kecil	Model Baik
<i>Significance Probability</i>	0,13	$\geq 0,05$	
GFI	0,94	$\geq 0.90$	Model Baik
RMSEA	0,03	$\geq 0.08$	Model Baik
AGFI	0,88	$\geq 0.90$	Model Kurang Baik
CFI	0,99	$\geq 0.95$	Model Baik
TLI	0,98	$\geq 0.95$	Model Baik

Analisis Pengaruh Faktor Ekstern Terhadap Keputusan Intern Keuangan, Arus Kas Bebas dan Pendapatan Saham

Analisis pengaruh yang diuji dengan teknik analisis SEM, disajikan untuk memberi penjelasan yang realistis, dan struktur hubungan pengaruhnya ditunjukkan dalam Gambar 5 berikut ini :



**Gambar 5. Model Struktural Pengaruh Faktor Ekstern Terhadap Keputusan Intern Keuangan, Arus Kas Bebas Dan Pendapatan Saham**

Struktur hubungan pengaruh pada Gambar 5 diperjelas mengenai pengaruh masing-masing variabel tersebut dalam Tabel 4 sebagai berikut:

**Tabel 4  
Koefisien Jalur Antar Variabel**

	Koefisien Jalur	Probabilitas	Keterangan
Kep. Intern Keu ← F. ekstern	0.520	0.037	S
Arus Kas Bebas ← K. Intern	-0.180	0.126	TS
Pend Shm ← Arus Kas Bebas	-0.056	0.955	TS
Arus Kas Bebas ← F. Ekstern	0.247	0.040	S
Pend Shm ← Kep. Intern Keu	-0.253	0.213	TS
Pend Shm ← F. Ekstern	-0.712	0.027	S

Hasilnya menunjukkan bahwa pendapatan saham dipengaruhi oleh faktor ekstern, sementara keputusan intern keuangan tidak berpengaruh. Faktor ekstern mempengaruhi keputusan intern keuangan, arus kas bebas, dan pendapatan saham, dan keputusan intern tidak mempengaruhi arus kas bebas juga tidak mempengaruhi pendapatan saham. Investor membeli saham hanya mengharapkan tanpa memperhatikan operasional perusahaan, sehingga para investor di Indonesia pada umumnya bersifat spekulatif.

**Pengujian Hipotesis Penelitian**

1. Pengujian Hipotesis 1 : Faktor Ekstern Berpengaruh Terhadap Keputusan Intern Keuangan

- Hasil penelitian ini menunjukkan hipotesis 1 terbukti bahwa faktor ekstern berpengaruh signifikan dan positif terhadap keputusan intern keuangan seperti terlihat pada Tabel 4 dengan koefisien jalur 0,520 dan probabilitas 0,037.
2. Pengujian Hipotesis 2 : Keputusan Intern Keuangan Berpengaruh Terhadap Arus Kas Bebas  
 Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis 2 tidak terbukti yaitu keputusan intern keuangan berpengaruh tidak signifikan terhadap arus kas bebas seperti terlihat pada Tabel 4 dengan koefisien jalur -0,180 dan probabilitas 0,126.
  3. Pengujian Hipotesis 3 : Arus Kas Bebas Berpengaruh Terhadap Pendapatan Saham  
 Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis 3 tidak terbukti yaitu arus kas bebas berpengaruh tidak signifikan terhadap pendapatan saham seperti terlihat pada Tabel 4 dengan koefisien jalur -0,056 dan probabilitas 0,955.
  4. Pengujian Hipotesis 4 : Faktor Ekstern Berpengaruh terhadap Arus Kas Bebas  
 Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis 4 terbukti yaitu faktor ekstern berpengaruh signifikan positif terhadap arus kas bebas seperti terlihat pada Tabel 4 dengan koefisien jalur 0,247 dan probabilitas 0,040.
  5. Pengujian Hipotesis 5 : Keputusan Intern Keuangan Berpengaruh Terhadap Pendapatan Saham  
 Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis 5 tidak terbukti yaitu keputusan intern keuangan berpengaruh tidak signifikan dan negatif terhadap pendapatan saham seperti terlihat pada Tabel 4 dengan koefisien jalur -0,253 dan probabilitas 0,213.
  6. Pengujian Hipotesis 6 : Faktor Ekstern Berpengaruh Terhadap Pendapatan Saham  
 Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis 6 terbukti faktor ekstern berpengaruh signifikan dan negatif terhadap pendapatan saham seperti terlihat pada Tabel 4 dengan koefisien jalur -0,71? dan probabilitas 0,027.

#### Analisis Hasil Penelitian

##### Pengaruh Faktor Ekstern Terhadap Keputusan Intern Keuangan

Penelitian ini telah membuktikan bahwa faktor ekstern yang diukur dengan tingkat inflasi, tingkat bunga dan nilai tukar berpengaruh signifikan dan positif terhadap keputusan intern keuangan baik keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen. Hasil studi ini mendukung Damodaran (1997).

Ketiga faktor ekstern dan keputusan intern keuangan tersebut adalah signifikan, namun loading factor yang tinggi adalah tingkat inflasi dan tingkat bunga, sedangkan loading factor yang tinggi untuk keputusan intern keuangan adalah keputusan dividen dan keputusan investasi.

Hasil studi ini mendukung Swan (1997), yang menyatakan bahwa tingkat inflasi dan tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap keputusan dividen. Demikian pula Hellarstein (1997) yang menyatakan bahwa tingkat inflasi berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, yang ditindaklanjuti oleh penelitian Brinson (2003). Mills (1998), menyatakan bahwa tingkat inflasi dan tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap keputusan intern keuangan.

Walaupun nilai tukar dan keputusan pendanaan mempunyai loading factor yang rendah, namun hasil studi juga mendukung Premaratne dan Jayasinghe (2045), Tarkhani (2005) yang menyatakan bahwa perubahan tingkat inflasi, tingkat bunga dan nilai tukar menyebabkan perusahaan harus mengatur strategi dalam memutuskan investasi dan pendanaannya.

### Pengaruh Keputusan Intern Keuangan Terhadap Arus Kas Bebas

Hasil studi ini menyatakan bahwa keputusan intern keuangan berpengaruh tidak signifikan terhadap arus kas bebas. Temuan empirik ini tidak mendukung Bradley (1998), Francis et al. (2000) dan Robertson dan Wright (2006) yang telah membuktikan bahwa keputusan dividen mempengaruhi arus kas bebas, juga tidak mendukung Seno (2006) yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan di Asia berpengaruh signifikan terhadap arus kas bebas.

Secara teoritis keputusan intern keuangan mempengaruhi arus kas bebas, namun pada studi ini tidak terbukti atau dapat dikatakan analisis fundamental tidak berpengaruh. Arus kas bebas perusahaan manufaktur yang didominasi oleh EVA tidak dipengaruhi oleh keputusan dividen dalam hal menahan laba (PR), karena tidak didukung oleh kinerja keputusan investasi yang bagus baik APR, MR dan ROE menunjukkan penurunan yang signifikan. Demikian pula dalam hal keputusan pendanaan tidak mendukung karena CP juga mengalami penurunan.

### Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Pendapatan Saham

Hasil studi ini menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh tidak signifikan terhadap pendapatan saham. Temuan empirik ini tidak mendukung pendapat Jones (1997) bahwa investor bersedia membayar lebih kepada saham yang arus kas bebasnya relatif pasti. Demikian pula Brigham dan Houston (2001) yang menyatakan bahwa pendapatan saham akan meningkat bila perusahaan mampu menghasilkan arus kas bebas yang positif. Tidak mendukung pula pendapat Bacidore et al. (1997), Groth et al. (1997), Ancella dan Nuranto (2000), Alisani dan Aksan (2002), Namba (2003), dan Hilsenrath (2004) yang menyatakan bahwa arus kas bebas mempengaruhi pendapatan saham.

Pendapatan saham dengan indikator yang signifikan yaitu Cap.G dan PER menunjukkan bahwa harga saham yang dibayar oleh investor sebenarnya tidak dipengaruhi oleh arus kas bebas. Hal ini konsisten dengan temuan empirik studi ini yang menunjukkan bahwa keputusan intern keuangan berpengaruh tidak signifikan terhadap arus kas bebas.

### Pengaruh Faktor Ekstern Terhadap Arus Kas Bebas

Hasil studi ini membuktikan bahwa faktor ekstern berpengaruh terhadap arus kas bebas, mendukung pendapat Mills (1998) yang menyatakan bahwa tingkat inflasi dan tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap arus kas bebas. Ketiga faktor ekstern adalah signifikan, namun indikator dengan loading factor tertinggi adalah tingkat inflasi berikutnya tingkat bunga sedangkan arus kas bebas didominasi oleh EVA sehingga kinerja EVA perusahaan manufaktur yang negatif dalam arti NOPAT tidak dapat menutup biaya modal (*cost of capital*) perusahaan selama periode penelitian terutama disebabkan oleh meningkatnya inflasi dan tingkat bunga rata-rata.

### Pengaruh Keputusan Intern Keuangan Terhadap Pendapatan Saham

Hasil studi ini menunjukkan bahwa keputusan intern keuangan berpengaruh tidak signifikan terhadap pendapatan saham, mendukung pendapat Santika (1991), Conon dan Canbas et al. (1997), menyatakan bahwa keputusan intern keuangan yang merupakan fungsi manajemen pembelanjaan secara bersama-sama tidak mempengaruhi harga saham perusahaan. Temuan empirik tidak mendukung Gordon dan Boyton (1976), Meader dan Sprecher (1990), Silalahi (1991), Black (1993), Sulistiono (1994), Piotroski (1996), Martines dan Canbas (1997) dan Quirin (2000) yang menyatakan bahwa keputusan intern keuangan berpengaruh signifikan terhadap pendapatan saham.

Pendapatan saham berupa Cap.G yang ditunjukkan dengan kenaikan harga saham dan PER tidak dipengaruhi oleh kinerja keputusan intern keuangan terutama keputusan dividen dan keputusan investasi. Hal ini disebabkan karena kinerja keputusan dividen yang ditunjukkan dengan meningkatkan PR dalam arti perusahaan menahan laba untuk tujuan reinvestasi namun kinerja keputusan investasi tidak mendukung baik APR, MR dan ROE menunjukkan penurunan yang signifikan sehingga harga saham perusahaan manufaktur tidak dipengaruhi oleh keputusan intern keuangan tersebut.

#### Pengaruh Faktor Ekstern Terhadap Pendapatan Saham

Hasil studi ini menunjukkan bahwa faktor ekstern berpengaruh terhadap pendapatan saham. Temuan empirik ini membuktikan bahwa faktor ekstern yang didominasi oleh tingkat inflasi dan tingkat bunga mendukung hasil penelitian Swan (1997), Hellarstein (1997), Kevin (2004) yang menyatakan bahwa tingkat inflasi dan tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap pendapatan saham. Sedangkan Modigliani dan Cohn (2001), Brinson (2003) berpendapat bahwa tingkat inflasi sangat dominan mempengaruhi harga saham. Domian et al. (1996), Karatepe et al. (2001), menyatakan bahwa tingkat bunga merupakan faktor yang saling signifikan mempengaruhi pendapatan saham.

Walaupun *loading factor*-nya kecil, nilai tukar juga berpengaruh signifikan terhadap pendapatan saham. Temuan empirik ini mendukung Akcoraoglu dan Yurdakul (2001), yang menyatakan bahwa nilai tukar adalah faktor dominan mempengaruhi variasi pendapatan saham dan tidak mendukung Premaratne dan Jayasinghe (2005), yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh antara nilai tukar dengan pendapatan saham.

Temuan empirik ini juga mendukung penelitian yang telah dilakukan untuk ketiga faktor ekstern terhadap harga saham yaitu menurut Mills (1998), Anonymous (1997), Bacidore et al. (1997), Wilkinson (2001), Alisani dan Askam (2002), Huefner dan Tom (2002).

Cap.G maupun PER terutama dipengaruhi oleh tingkat inflasi dan tingkat bunga. Bila tingkat inflasi tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba akan turun sedangkan bila tingkat bunga tinggi maka investor lebih memilih menyimpan uangnya di bank daripada investasi saham karena lebih menguntungkan, sehingga diprediksi harga saham akan turun. Dengan demikian analisis teknikal untuk variabel makro ekonomi dalam hal ini tingkat inflasi dan tingkat bunga sangat mempengaruhi harga saham.

## 5. SIMPULAN

### Bagi Perspektif Pengembangan Teori

Dari perspektif pengembangan teori, studi ini dapat dianggap sebagai pengkajian teori manajemen keuangan khususnya dalam mengkonfirmasi analisis fundamental yaitu keputusan intern keuangan, analisis teknikal untuk variabel faktor ekstern, arus kas bebas dan pendapatan saham. Kontribusi temuan empirik ini terhadap pengembangan teori manajemen keuangan adalah pendapatan saham dipengaruhi tidak signifikan oleh keputusan intern keuangan maupun arus kas bebas. Atau dengan kata lain pendapatan saham dipengaruhi tidak signifikan oleh analisis fundamental. Sedangkan analisis teknikal untuk variabel faktor ekstern berpengaruh signifikan terhadap keputusan intern keuangan, arus kas bebas dan pendapatan saham.

Studi yang telah dilakukan menggunakan model analisis regresi berganda yang tidak menguji analisis jalur dan analisis faktor. Sedangkan studi ini menggunakan model SEM dengan variabel laten faktor ekstern, keputusan intern keuangan, arus kas bebas dan

pendapatan saham. Model keseluruhan penelitian ini belum pernah dilakukan namun untuk pengujian partial telah banyak dilakukan.

Hasil studi ini mengkonfirmasi penelitian Agmon (1978), Santika (1991), Conor dan Canbas *et al.* (1997). Premaratne dan Jayasinghe (2005), Tarkahi (2005), Tarkani (2005), Hochman *et al.* (1993), Swan (1997), Hellarstein (1997), Brinson (2003), Mills (1998), Domian *et al.* (1996), Akcoraoglu dan Yurdakul (2001), Karatepe *et al.* (2001), Modigliani dan Cohn (2001), Kevin (2004), Anonymous (1997), Alisani dan Askam (2002), Huefier dan Tom (2002).

Sedangkan temuan empirik ini tidak mengkonfirmasi hasil penelitian Bradley (1998), Francis *et al.* (2000), Robertson dan Wright (2006), Seno (2006), Jones (1997), Bacidore *et al.* (1997), Groth *et al.* (1997), Ancella dan Nuranto (1990), Silalahi (1991), Black (1993), Sulistiono (1994), Piotroski (1996), Quirin (2000), Martines dan Canbas (1997), Damodaran (1997).

#### Bagi Implikasi Praktik

Para pengambil keputusan di bidang keuangan untuk perusahaan manufaktur tersebut lebih dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi yang disebut dengan faktor ekstern. Oleh karena itu, pemerintah selaku pengambil kebijakan di bidang moneter perlu selalu mengendalikan tingkat inflasi untuk meningkatkan *purchasing power parity* atau daya beli. Sedangkan suku bunga pinjaman yang merupakan alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan manufaktur sangat diharapkan tidak memberatkan perusahaan manufaktur baik dari segi likuiditas dan solvabilitas. Kurs yang stabil diperlukan untuk menjaga gejolak kenaikan upah minimum dan pemutusan hubungan kerja apabila perusahaan merasa masyarakat tidak mempunyai daya beli sehingga produksi perusahaan manufaktur dengan studi menunjukkan bahwa semua kinerja faktor ekstern, keputusan intern keuangan, arus kas bebas dan pendapatan saham perusahaan selama periode penelitian mengalami penurunan.

### DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Adam, Buzz, 2002. Creating Value With An Instant Close. *Journal Strategic Finance*, Vol. 84, pp 15-18.
- Akcoraoglu, 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.
- Ancella dan Nuranto, 2000. Pengaruh Informasi Arus Kas Terhadap Return Saham,. *Artikel Simposium Nasional Akuntansi*, halaman 21.
- Anonymous, 1997. A Star To Sail By?. *Internal The Economist*, Vol. 344, pp 53-56.
- Alaraini dan Stephen, 1999. Pengaruh Bid Ask Rate Terhadap Volum Perdagangan Saham. *Artikel Simposium Nasional Akuntansi*, halaman 55-58.
- 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.

- 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*, 5<sup>th</sup> edition, Chicago : Irwin, R.D, Inc.
- Damodaran, Aswath, 1997. *Corporate Finance, Theory and Practice*, New York : John Willey & Sons.
- Gordon dan Boyton, 1976. Pengaruh Variabel Fundamental dan Teknikal Terhadap Harga Saham, *Journal Ekofeum Online*, pp 1-7.
- Kevin, 2004. Inflation Induced Valuation Errors in The Stock Market. *FRBSF Economic*, No.30, p.1.
- 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.
- 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.
- 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.