

## DETERMINAN FAKTOR FUNDAMENTAL DAN NON-FUNDAMENTAL TERHADAP EARNINGS RESPONSE COEFFICIENT (ERC) DENGAN FREE CASH FLOW SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Dwi Meyliani, Suratno, Chairul Anwar

Universitas Pancasila, Jakarta, Indonesia

Email korespondensi: [dmeilyani79@gmail.com](mailto:dmeilyani79@gmail.com)

### Riwayat Artikel:

Diterima:

5 April 2022

Direvisi:

30 Juni 2022

Disetujui:

30 Juni 2022

### Klasifikasi JEL:

E31, G32

### Kata kunci:

keunggulan operasional;  
manajemen risiko perusahaan;  
minyak dan gas; reliabilitas;

### Keywords:

enterprise risk management;  
operational excellence; oil and  
gas; reliability

### Cara mensitasi:

Meyliani, D., Suratno, & Anwar, C. (2022). Determinan Faktor Fundamental dan Non-Fundamental terhadap Earnings Response Coefficient (ERC) dengan Free Cash Flow sebagai Variabel Intervening. *JIAFE (Jurnal Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi)*. 133–152. <https://doi.org/10.34204/jiafe.v8i1.5082>



### ABSTRAK

Penelitian ini untuk menguji pengaruh *current ratio*, *debt to equity ratio*, inflasi dan suku bunga terhadap *earnings response coefficient* dengan *free cash flow* sebagai variabel intervening pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman di BEI periode 2011–2017. Sampel diperoleh sebanyak 12 perusahaan yang terdaftar di BEI. Metode analisis data menggunakan analisis jalur (*path analysis*). Hasil analisis menunjukkan bahwa secara simultan jalur sub struktur 1 menghasilkan bahwa variabel *current ratio*, *debt to equity ratio*, inflasi dan suku bunga berpengaruh terhadap *free cash flow*. Secara parsial *current ratio* berpengaruh negatif terhadap *free cash flow*. Analisis jalur sub struktur 2 menunjukkan *debt to equity ratio* berpengaruh positif dan suku bunga berpengaruh negatif terhadap *earnings response coefficient*. Namun variabel *current ratio*, *debt to equity ratio*, inflasi, suku bunga, *free cash flow* secara simultan tidak berpengaruh terhadap *earnings response coefficient*. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam kinerja keuangan sebaiknya investor mempertimbangkan faktor akuntansi fundamental secara keseluruhan sebagai prediktor dalam mempengaruhi keputusan investasi.

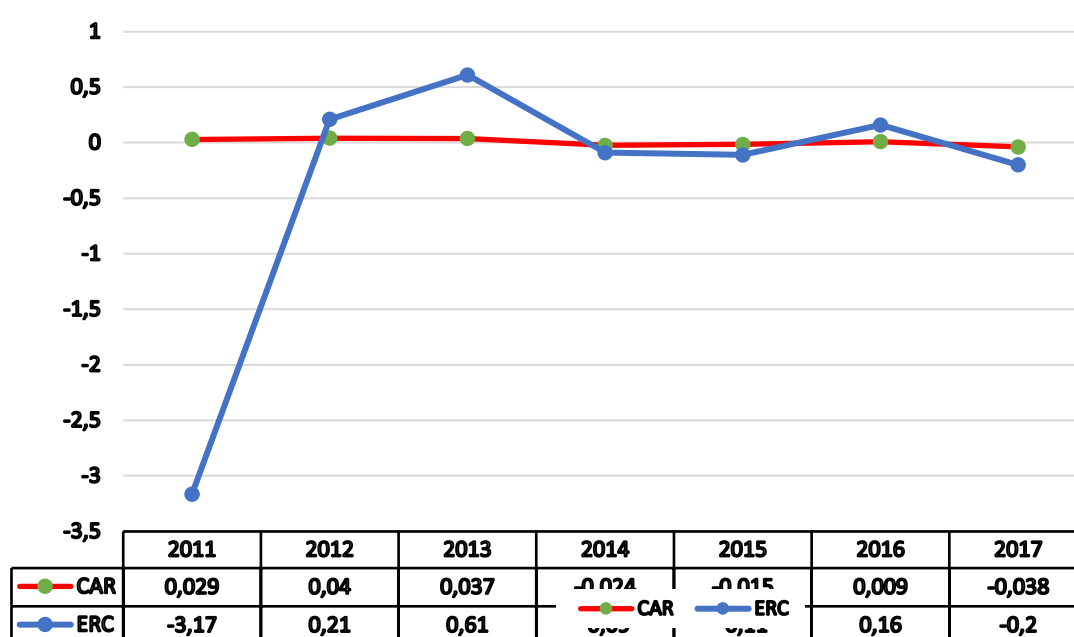
### ABSTRACT

This study examines the effect of the *current ratio*, *debt to equity ratio*, inflation and interest rates on the *earnings response coefficient* with *free cash flow* as an intervening variable in the Food and Beverage Sub-Sector Companies on the Indonesia Stock Exchange for the period 2011–2017. The sample obtained is 12 companies listed on the Indonesian Stock Exchange. BEI. Methods of data analysis using *path analysis* (*path analysis*). The results of the analysis show that the sub-structure path 1 simultaneously results in that the variables *current ratio*, *debt to equity ratio*, inflation and interest rates have a significant effect on *free cash flow*. Partially, the *current ratio* has a negative effect on *free cash flow*. The analysis of path sub structure 2 shows that the *debt to equity ratio* has a positive and significant effect and interest rates have a significant negative effect on the *earnings response coefficient*. However, the variables *current ratio*, *debt to equity ratio*, inflation, interest rates, *free cash flow* simultaneously have no effect on the *earnings response coefficient*. This indicates that in terms of financial performance, investors should consider fundamental accounting factors as a predictor in influencing investment decisions.

## PENDAHULUAN

Informasi laba merupakan komponen laporan keuangan yang disediakan untuk menilai kinerja manajemen, mengestimasi kemampuan laba yang representative dalam jangka panjang dan menaksir resiko dalam investasi dan kredit. Sehingga informasi laba sangat penting bagi pemegang saham atas pengembalian modal atau keuntungan yang harus didapatkan dari sebuah investasi. Reaksi yang diberikan terhadap informasi laba tergantung dari kualitas laba yang dihasilkan oleh perusahaan. Dengan kata lain, laba yang dilaporkan memiliki kekuatan respon (*power of respon*).

Reaksi investor diproksikan dengan *Earning Response Coefficient* (ERC) yang merupakan respon pasar atas laba yang terjadi pada perusahaan, yang terkandung dalam harga saham. ERC menggunakan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) sebagai variabel dependen dan *unexpected earnings* sebagai variabel independen. Kuatnya reaksi pasar terhadap informasi laba yang tercermin dari tingginya ERC, menunjukkan laba yang dilaporkan berkualitas (Scott, 2003).



Gambar 1. Grafik Rata-rata CAR dan ERC Pada perusahaan sub sektor Makanan dan Minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011 – 2017

Gambar 1 menunjukkan bahwa *gap* terbesar terjadi pada tahun 2011 di mana rata-rata CAR pada tahun 2011 sebesar 0,029 dengan kontribusi CAR terbesar pada emiten CEKA (0,039) yang berbanding terbalik dengan rata-rata ERC sebesar -3,17. Hal ini mengindikasikan bahwa informasi laba tidak secara signifikan direspon pasar. Respon pasar terhadap pengumuman laba dan persistensi laba tertinggi terjadi pada tahun 2012 dengan nilai ERC sebesar 0,21 dan CAR 0,04 setelah periode sebelumnya mencatatkan CAR terendah (-3,17). Hasil tersebut memberikan gambaran bahwa investor memberikan respon yang berbeda terhadap laba yang diumumkan perusahaan. Secara ideal, semakin berkualitas laba akuntansi maka semakin tinggi respon investor dan sebaliknya.

Beberapa faktor yang diduga mempengaruhi ERC, yaitu pertama rasio *leverage*. Rasio *Leverage* adalah rasio besar perusahaan yang dibiayai dengan utang. Kebijakan utang sering diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Tingginya DER akan mempengaruhi minat investor terhadap saham perusahaan, karena investor lebih tertarik pada perusahaan yang tidak menanggung terlalu banyak beban utang.

Menurut hasil penelitian Rulfah & Nur Afni (2008); Murwaningsari (2008); Subagyo & Olivia (2012) menyimpulkan bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap *earnings response coefficient*.

Kemudian faktor kedua yaitu likuiditas. Likuiditas memberi gambaran terhadap kemampuan dalam membayar utang jangka pendeknya. Variabel likuiditas diukur dengan *Current Ratio* (CR). Beberapa penelitian Irawati (2012); Sappar dkk (2015); Purnamasari dkk (2011) menyimpulkan bahwa CR berpengaruh terhadap *earnings response coefficient*. Kemudian faktor ketiga yaitu inflasi. Inflasi yang tinggi biasanya dikaitkan dengan perekonomian yang terlalu panas (*overheated*). Dalam situasi inflasi yang tinggi biasanya pemegang otoritas moneter suatu negara akan menaikkan suku bunga acuan. Hal ini dilakukan untuk menyerap likuiditas di pasar sehingga diharapkan dapat meredam laju inflasi. Suku bunga adalah pembayaran bunga tahunan dari suatu pinjaman, dalam bentuk persentase dari pinjaman yang diperoleh dari jumlah bunga yang diterima tiap tahun dibagi dengan jumlah pinjaman. Tingkat suku bunga yang tinggi akan memberatkan operasi perusahaan yang ingin melakukan investasi. Apabila terjadi kenaikan tingkat suku bunga, maka pergerakan harga saham akan menurun.

Terakhir aliran kas. Aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*). Manajer lebih menginginkan dana yang diperoleh tersebut untuk diinvestasikan lagi pada proyek-proyek perusahaan yang dapat menghasilkan keuntungan bagi perusahaan, karena alternatif ini akan meningkatkan insentif yang diterimanya. Perusahaan yang mempunyai arus kas bebas, biasanya manajer perusahaan tersebut akan mendapat tekanan dari para pemegang saham untuk membagikan deviden. Semakin besar arus kas bebas yang dibayarkan kepada pemegang saham, mengindikasikan besarnya perhatian manajer sebagai agen pemegang saham pada nilai perusahaan. Sehingga bila manajer lebih mengutamakan nilai dari perusahaan berarti manajer lebih mengutamakan kesejahteraan para pemegang saham perusahaan.

Penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi investor menarik untuk dilakukan, mengingat masih terdapat hasil yang berbeda dari setiap penelitian. Pada penelitian ini, penulis akan menguji pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) yang mewakili *Leverage* dan *Current Ratio* (CR) yang mewakili Likuiditas, inflasi & tingkat bunga terhadap ERC. Selain itu, penelitian ini menggunakan *free cash flow* sebagai variabel intervening.

## KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Pengaruh *Current Ratio* (CR) terhadap *Free Cash Flow* (FCF)

Penelitian Irawati (2012) membuktikan bahwa Likuiditas yang diukur menggunakan *current ratio* (CR) mempunyai pengaruh terhadap kualitas laba sebagai proksi ERC, karena jika suatu perusahaan memiliki kemampuan dalam membayar utang jangka pendeknya berarti perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik dalam pemenuhan utang lancar sehingga perusahaan tidak perlu melakukan praktek manipulasi laba. Berdasarkan pemaparan diatas, hipotesis yang dapat disimpulkan sebagai berikut:

**H<sub>1</sub>: *Current Ratio* (CR) berpengaruh positif terhadap *Free Cash Flow* (FCF)**

### Pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Free Cash Flow* (FCF)

Penelitian Dermawan (2013) membuktikan bahwa terdapat kaitan negatif antara FCF terhadap DER, hasil ini menunjukkan bahwa FCF masih dilihat sebagai tingkat kesehatan keuangan dan tingkat risiko perusahaan untuk keputusan pendanaan manajemen dan untuk melunasi utang-utang perusahaan sebagai bukti tingkat kemandirian perusahaan. Berdasarkan paparan tersebut, maka hipotesis yang dapat disimpulkan sebagai berikut:

**H<sub>2</sub>: *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow* (FCF)**

### **Pengaruh Inflasi terhadap *Free Cash Flow* (FCF)**

Menurut Tandelilin (2000), peningkatan inflasi secara relatif merupakan sinyal negatif bagi pemodal di pasar modal. Hal ini dikarenakan peningkatan inflasi akan menaikkan biaya produksi perusahaan. Jika peningkatan biaya produksi lebih tinggi dari peningkatan harga yang dapat dinikmati oleh perusahaan maka profitabilitas perusahaan akan turun. Hal ini diperkuat dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapar, dkk (2015), Riantani & Tambunan (2013), serta Kurniasari, dkk (2018) menyatakan bahwa Inflasi secara langsung mempengaruhi kinerja (menurunkan laba) perusahaan di sektor riil, karena meningkatkan produksi serta menurunkan daya beli masyarakat. Laju inflasi yang tinggi akan menjadi beban yang berat bagi perusahaan untuk menghasilkan imbal hasil/*return* saham bagi pemilik saham dan ini akan menurunkan *return* saham (*capital loss*) sehingga sulit bagi perusahaan untuk mendapatkan laba. Berdasarkan paparan tersebut, maka hipotesis yang dapat disimpulkan sebagai berikut:

**H<sub>3</sub>: Inflasi berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow* (FCF).**

### **Pengaruh Suku Bunga terhadap *Free Cash Flow* (FCF)**

Menurut Sunariyah (2011) tingkat suku bunga adalah tingkat keuntungan yang di dapat oleh investor atas investasi yang ditanamkan atau merupakan biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana investor tersebut. Tingkat suku bunga di suatu negara biasanya ditetapkan pemerintah yang bertujuan untuk menjaga kelangsungan perekonomian suatu negara. Tingkat bunga yang rendah akan mendorong laju investasi dan konsumsi sehingga karena ini tingkat bunga riil menjadi penentu kunci dari pengeluaran investasi bisnis. Bagi perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi, meningkatnya suku bunga akan mengakibatkan beban bunga yang semakin menggerus profitabilitas perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Kurniasari dkk (2018), Riantani & Tambunan (2013), Evendy & Isyнуwardhana (2015) menyatakan bahwa tingkat bunga yang rendah akan mendorong laju investasi dan konsumsi. Dengan adanya inflasi yang tinggi akan menyebabkan berkurangnya tingkat konsumsi riil masyarakat sebab nilai uang yang dipegang masyarakat berkurang. Ini akan menyebabkan konsumsi masyarakat atas barang yang dihasilkan perusahaan akan menurun pula. Hal ini tentu akan mengurangi tingkat pendapatan perusahaan sehingga akan mempengaruhi tingkat keuntungan perusahaan, yang pada akhirnya akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan tersebut. Berdasarkan paparan tersebut, maka hipotesis yang dapat disimpulkan sebagai berikut:

**H<sub>4</sub>: Suku Bunga berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow* (FCF).**

### **Pengaruh *Current Ratio* (CR) terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC)**

*Earnings response coefficient* (ERC) adalah reaksi atas laba yang diumumkan (*published*) oleh perusahaan (Etty, 2008). Reaksi ini mencerminkan kualitas dari laba yang dilaporkan perusahaan. Tinggi rendahnya ERC sangat ditentukan kekuatan responsif yang tercermin dari informasi yang terkandung dalam laba. Likuiditas yang diukur dengan *Curent ratio* merupakan indikator jangka pendek terhadap kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancar yang tersedia. Dengan kata lain, seberapa besar aktiva lancar yang tersedia mampu menutup dengan segera kewajiban lancarnya. *Current ratio* yang semakin tinggi menunjukkan semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendeknya. Kinerja perusahaan yang semakin baik (positif) akan memiliki dampak yang sama pada harga saham perusahaan. Jadi likuiditas berpengaruh positif terhadap kualitas laba. Pernyataan diatas bertentangan dengan hasil penelitian Asmirantho (2016), Irawati (2012) dan Sappar dkk (2015) yang menyimpulkan bahwa dalam pengambilan keputusan investasi oleh investor tidak secara konsisten memperhatikan dan memprioritaskan CR perusahaan yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki CR yang rendah. Berdasarkan pemaparan teori diatas, maka penulis mencoba merumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>5</sub>: *Current Ratio* (CR) berpengaruh positif terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC)**

#### **Pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC)**

Van Horne menyatakan bahwa *Debt to equity ratio* merupakan salah satu proksi dalam mengukur *leverage*. Tingginya DER akan mempengaruhi minat investor terhadap saham perusahaan tertentu, karena investor lebih tertarik pada perusahaan yang tidak menanggung terlalu banyak beban utang. Keadaan ini diperkirakan akan berpengaruh terhadap *return* saham (2016). Menurut Fahmi (2015), *Debt to Equity Ratio* apabila semakin rendah maka semakin baik karena aman bagi kreditor saat di likuidasi. Suatu perusahaan yang memiliki *leverage* keuangan yang tinggi berarti memiliki banyak utang pada pihak luar. Ini berarti perusahaan tersebut memiliki risiko keuangan yang tinggi karena mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) akibat utang yang tinggi. Dengan demikian jika terjadi peningkatan laba maka yang diuntungkan adalah *debtholders*, sehingga semakin baik kondisi laba perusahaan maka semakin negatif respon pemegang saham, karena pemegang saham beranggapan bahwa laba tersebut hanya menguntungkan kreditor. Penelitian Murwaningsari (2008), Rulfah (2008) dan Subagyo (2012) membuktikan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap koefisien respon laba yaitu ERC. Kesimpulan penelitian menyatakan bahwa semakin tinggi DER suatu perusahaan akan tidak semakin baik bagi kelangsungan perusahaan karena risiko atas kegagalan yang mungkin terjadi akan semakin besar. Sebaliknya, jika DER kecil maka akan baik bagi perusahaan karena risiko yang akan ditimbulkan akan semakin kecil juga. Berdasarkan pemaparan diatas, sehingga Hipotesis penelitian ini yaitu:

**H<sub>6</sub>: *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC)**

#### **Pengaruh Inflasi terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC).**

Pernyataan Tandelilin (2010) menyatakan bahwa Inflasi yang tinggi menyebabkan penurunan daya beli dan mengurangi tingkat pendapatan riil investor, sehingga merupakan sinyal negatif bagi investor. Laju inflasi yang tinggi akan mendorong kenaikan harga bahan baku dan meningkatkan berbagai biaya operasi perusahaan sehingga menyebabkan harga jual barang meningkat dan menurunkan daya beli masyarakat. Hal ini berdampak pada turunnya penjualan perusahaan, sehingga keuntungan dan kinerja keuangan perusahaan mengalami penurunan, yang pada akhirnya investor akan ragu untuk membeli saham perusahaan tersebut. Masih menurut Tandelilin, peningkatan inflasi secara relatif merupakan sinyal negatif bagi pemodal di pasar modal. Hal ini dikarenakan peningkatan inflasi akan menaikkan biaya produksi perusahaan. Jika peningkatan biaya produksi lebih tinggi dari peningkatan harga yang dapat dinikmati oleh perusahaan maka profitabilitas perusahaan akan turun. Secara langsung, inflasi mengakibatkan turunnya profitabilitas dan daya beli uang sedangkan secara tidak langsung inflasi berpengaruh melalui perubahan tingkat bunga. Hal ini diperkuat dengan penelitian oleh Kandir (2008) dan Sihalo (2013) di mana hasil penelitian mereka semuanya menghasilkan pengaruh negatif Inflasi terhadap harga saham. Berdasarkan hal tersebut diatas, maka penulis mencoba merumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>7</sub>: Inflasi berpengaruh negatif terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC)**

#### **Pengaruh Suku Bunga terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC)**

Tandelilin (2010) menyatakan tingginya tingkat bunga akan meningkatkan biaya modal perusahaan dan menyebabkan meningkatnya *return* yang disyaratkan oleh investor, suku bunga merupakan hal yang penting untuk diperhitungkan karena rata-rata para investor selalu mengharapkan hasil investasi yang lebih besar. Dengan adanya perubahan suku bunga, tingkat pengembalian hasil berbagai sarana investasi akan mengalami perubahan. Dengan demikian menaikkan bunga SBI berarti bank dan lembaga keuangan lainnya akan terdorong untuk membeli SBI. Tentunya bunga yang tinggi ini berdampak pada alokasi dana investasi para investor. Karena investor akan menjual saham-saham dan dananya kemudian akan ditempatkan di bank. Penjualan saham secara serentak akan berdampak pada penurunan harga saham

secara signifikan. Penelitian pengaruh suku bunga dilakukan oleh Watanapalachaikul (2003) dan Hykaj (2015), hasil dari penelitian tersebut bahwa nilai tukar berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Dengan adanya perubahan suku bunga, tingkat pengembalian hasil berbagai sarana investasi akan mengalami perubahan. Dengan demikian menaikkan bunga SBI berarti bank dan lembaga keuangan lainnya akan terdorong untuk membeli SBI. Tentunya bunga yang tinggi ini berdampak pada alokasi dana investasi para investor. Dengan demikian Hipotesis selanjutnya sebagai berikut:

**H<sub>8</sub>: Suku Bunga berpengaruh negatif terhadap *Earnings Response Coefficient (ERC)***

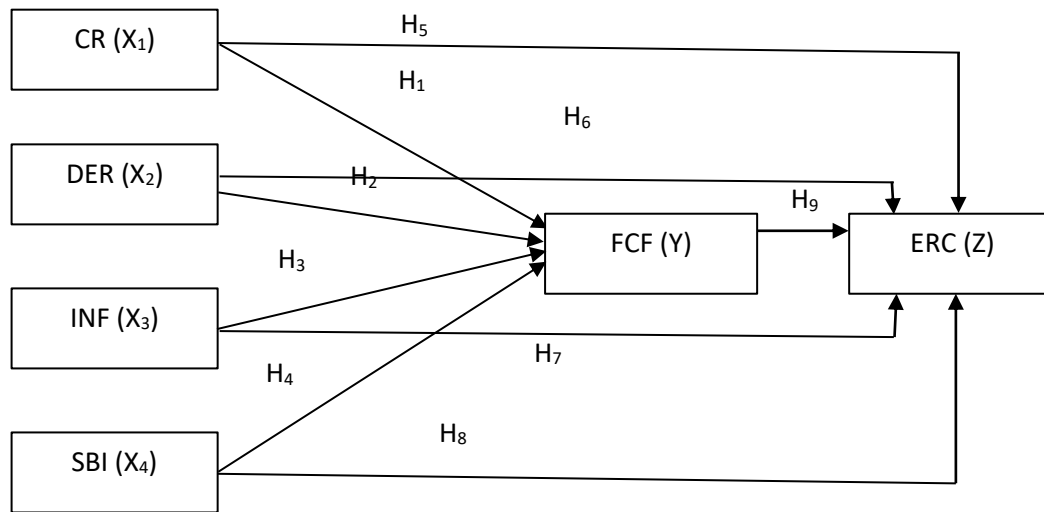
#### **Pengaruh *Free Cash Flow (FCF)* terhadap *Earnings Response Coefficient (ERC)***

Ross dkk. (2000) menyatakan aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena alternatif ini akan meningkatkan insentif yang diterimanya. Disisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan menambah kesejahteraan mereka. Jika perusahaan memiliki arus kas bebas yang tinggi, pemegang saham akan memiliki kekhawatiran apabila pihak manajemen menggunakan kas tersebut untuk kepentingan diri sendiri sehingga pemegang saham menginginkan kas tersebut dibagikan ke pemegang saham melalui dividen, namun pihak manajemen cenderung menginvestasikan kas tersebut untuk memaksimalkan operasional perusahaan. Pihak manajemen menginginkan arus kas tersebut diinvestasikan ialah untuk menghindari adanya informasi yang menyatakan bahwa pihak manajemen tidak mampu memanfaatkan kas yang tersedia untuk aktivitas investasi yang akan memberikan *bad news* pada pelaku pasar. Ini dikarenakan tanpa adanya upaya yang berkelanjutan untuk terus mempertahankan dan memperluas fasilitas operasi, perusahaan sulit untuk terus mempertahankan posisi kompetitifnya.

Hasil penelitian mengenai arus kas yang dilakukan Arieska dan Barbara (2011) menunjukkan aliran kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan pada nilai pemegang saham. Sementara Sasongko (2012) menyebutkan bahwa arus kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan pada harga saham, sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Arieska dan Barbara (2011). Sasongko (2012) juga menambahkan bahwa pengaruh negatif tersebut mengindikasikan aliran kas yang negatif atau rendah tersebut justru memberikan persepsi bahwa perusahaan menggunakan dananya untuk aktivitas investasi yang diyakini akan memberikan prospek menarik di masa depan. Penelitian lainnya dilakukan oleh Rahmandia (2013) yang menyebutkan bahwa arus kas bebas berpengaruh negatif dan tidak signifikan pada harga saham. Jadi, dapat disimpulkan bahwa arus kas bebas yang terlalu tinggi akan memberikan kekhawatiran jika pihak manajemen akan menggunakan kas tersebut untuk memperkaya diri sendiri dan dapat juga memberikan informasi bahwa pihak manajemen tidak mampu memanfaatkan kas yang tersedia untuk aktivitas investasi, maka arus kas bebas yang bernilai terlalu tinggi akan memberikan *bad news* sehingga memberikan sinyal negatif pada pelaku pasar. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa semakin tinggi arus kas bebas, maka semakin rendah pula harga saham perusahaan tersebut yang akan menyebabkan semakin rendah *return* saham yang diterima investor. Adapun rumusan hipotesisnya adalah:

**H<sub>9</sub>: *Free Cash Flow (FCF)* berpengaruh negatif terhadap *Earnings Response Coefficient (ERC)***

Penelitian ini dibangun berdasarkan kerangka pemikiran sebagai berikut.



**Gambar 2. Kerangka Konseptual Penelitian**

#### METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *explanatory survey* yang bertujuan untuk menguji hipotesis, yang umumnya merupakan penelitian yang menjelaskan fenomena dalam bentuk hubungan antar variabel. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur (*Path Analysis*) dengan bantuan program SPSS. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan sampel yang digunakan yaitu perusahaan dalam sektor industri barang konsumsi (*Consumer Good*) sub sektor makanan dan minuman. Metode sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan pemilihan sampel berdasarkan pertimbangan (*Judgement Sampling*). Adapun kriteria yang ditetapkan untuk pemilihan sampel pada penelitian ini yaitu sebagai berikut: 1) Perusahaan sub sektor makanan dan minuman yang memiliki informasi tanggal publikasi laporan keuangan selama periode pengamatan; 2) Perusahaan sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di BEI dari tahun 2011 dan masih melakukan kegiatan operasinya sampai dengan Desember 2017; 3) Melaporkan laporan keuangan dalam rupiah per 31 Desember setiap tahunnya serta memiliki data keuangan yang lengkap terutama tentang variabel yang diteliti.

**Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel**

Perusahaan <i>Consumer Good</i> yang terdaftar di BEI	37
Perusahaan sub sektor makanan & minuman yang terdaftar di BEI	14
Perusahaan yang tidak termasuk dalam kriteria nomor 1	0
Perusahaan yang tidak termasuk dalam kriteria nomor 2	2
Perusahaan yang tidak termasuk dalam kriteria nomor 3	0
Perusahaan yang dapat menjadi sampel	12

Berikut nama-nama perusahaan yang dijadikan sampel, yaitu sebagai berikut.

**Tabel 2. Daftar Sampel Penelitian**

No	Kode Saham	Nama Emiten
1	AISA	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk, PT
2	CEKA	Wilmar Cahaya Indonesia Tbk, PT (d.h Cahaya Kalbar Tbk, PT)
3	DLTA	Delta Djakarta Tbk, PT
4	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk, PT
5	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk, PT
6	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk, PT
7	MYOR	Mayora Indah Tbk, PT
8	PSDN	Prashida Aneka Niaga Tbk, PT
9	ROTI	Nippon Indosari Corporindo Tbk, PT
10	SKLT	Sekar Laut Tbk, PT
11	STTP	Siantar Top Tbk, PT
12	ULTJ	Ultrajaya Milk Industry and Trading Company Tbk, PT

#### Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu uji normalitas, uji multikolonieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Pengujian ini dilakukan agar hasil analisis regresi memenuhi kriteria BLUE (*Best, Linier, Unbiased Estimator*).

#### Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linear berganda, atau analisis jalur adalah penggunaan analisis regresi untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel (*model casual*) yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori. Pengujian analisis jalur ini dilakukan 2 (dua) kali yaitu pengujian secara keseluruhan (simultan) dan secara individu (parsial) untuk struktur yang juga terpecah menjadi 2 (dua), yaitu sub-struktur 1 dan sub-struktur 2. Hubungan antar variabel dapat digambarkan sebagai berikut:

Sub Struktur 1, yang menghubungkan antara variabel *current ratio* ( $X_1$ ), *debt to equity ratio* ( $X_2$ ), inflasi ( $X_3$ ), suku bunga ( $X_4$ ) dan *earnings response coefficient* ( $Y$ ). Adapun model analisis jalur sub struktur pertama sebagai berikut:

$$FCF = p_{CR} + p_{DER} + p_{INF} + p_{SBI} + \varepsilon_1 \quad (1)$$

Sub Struktur 2, yang menghubungkan antara variabel *current ratio* ( $X_1$ ), *debt to equity ratio* ( $X_2$ ), inflasi ( $X_3$ ), suku bunga ( $X_4$ ), *earnings response coefficient* ( $Y$ ) dan *free cash flow* ( $Z$ ). Kemudian untuk model analisis jalur sub struktur kedua sebagai berikut:

$$ERC = p_{CR} + p_{DER} + p_{INF} + p_{SBI} + p_{FCF} + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$X_1$  adalah *Current Ratio*;  $X_2$  adalah *Debt to Equity Ratio*;  $X_3$  adalah Inflasi;  $X_4$  adalah Suku Bunga;  $Z$  adalah *Free Cash Flow*;  $Y$  adalah *Earnings Response Coefficient*;  $p_{yx_1}$  adalah Koefisien jalur *Current Rasio* terhadap *Earnings Response Coefficient*;  $p_{yx_2}$  adalah Koefisien jalur *Debt to Equity Rasio* Organisasi terhadap *Earnings Response Coefficient*;  $p_{yx_3}$  adalah Koefisien jalur Inflasi terhadap *Earnings Response Coefficient*;  $p_{yx_4}$  adalah Koefisien jalur Suku Bunga terhadap *Earnings Response Coefficient*;  $p_{yz}$  adalah Koefisien jalur *Free Cash Flow* terhadap *Earnings Response Coefficient*;  $p_{zx_1}$  adalah Koefisien jalur *Current*



*Ratio* terhadap *Free Cash Flow*;  $\rho_{zx_2}$  adalah Koefisien jalur *Debt to Equity Ratio* terhadap *Free Cash Flow*;  $\rho_{zx_3}$  adalah Koefisien jalur Inflasi terhadap *Free Cash Flow*;  $\rho_{zx_4}$  adalah Koefisien jalur Suku Bunga terhadap *Free Cash Flow*; dan E adalah Pengaruh faktor lain

### Model *Trimming*

Model *trimming* adalah model yang digunakan untuk memperbaiki suatu model struktur analisis jalur dengan cara mengeluarkan dari model variabel eksogen yang koefisien jalurnya tidak signifikan (Akdon, 2013;127). Cara melakukan model *Trimming* yaitu menghitung ulang koefisien jalur tanpa menyertakan variabel eksogen yang koefisien jalurnya tidak signifikan.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Hasil Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik, variabel terikat (ERC), variabel mediasi (FCF) dan variabel bebas (CR, DER, Inflasi & suku bunga) memiliki residual yang terdistribusi normal. Data penelitian juga memenuhi asumsi multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi sehingga layak dianalisis.

### Analisis Jalur (*Path Analysis*)

#### Analisis Jalur Sub Struktur 1

#### Uji Simultan Sub Struktur 1

**Tabel 3. Hasil Uji ANOVA Sub Struktur 1 Penelitian**  
ANOVA<sup>a</sup>

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	0,103	4	0,026	2,993	0,027 <sup>b</sup>
1 Residual	0,440	51	0,009		
Total	0,544	55			

a. Dependent Variable: FCF

b. Predictors: (Constant), SBI, CR, DER, INF

Berdasarkan tabel diatas maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut.

$H_0$  = variabel *current ratio*, *debt to equity ratio*, inflasi dan suku bunga tidak berkontribusi secara signifikan terhadap *free cash flow*.

$H_a$  = variabel *current ratio*, *debt to equity ratio*, inflasi dan suku bunga berkontribusi secara signifikan terhadap *free cash flow*.

Tabel 3 di atas menunjukkan nilai probabilitas (sig.) sebesar 0,027 lebih kecil dari nilai probabilitas 0,05 (Sig.  $\leq$  0,05), sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima yang artinya pengujian secara individual dapat dilakukan.

**Tabel 4. Hasil Model Summary Sub Struktur 1 Penelitian**  
Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,436 <sup>a</sup>	0,190	0,127	0,093

a. Predictors: (Constant), SBI, CR, DER, INF

Besarnya nilai pengaruh variabel X terhadap Z dapat dilihat dari nilai *R Square* pada tabel 4 yaitu sebesar 0,190 yang menunjukkan kontribusi pengaruh CR, DER, INF dan SBI terhadap FCF adalah sebesar 19% sementara sisanya 81% merupakan kontribusi dari variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

### Uji Parsial Sub Struktur 1

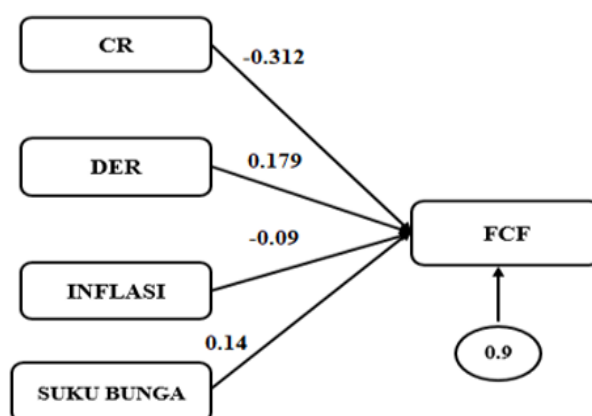
Tabel 5. Hasil Uji Koefisien Sub Struktur 1 Penelitian

Coefficients <sup>a</sup>						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-0,135	0,113		-1,202	0,235
	CR	-0,059	0,028	-0,312	-2,078	0,043
	DER	0,061	0,052	0,179	1,159	0,252
	INF	-6,658	177,980	-0,009	-0,037	0,970
	SBI	13,595	228,556	0,014	0,059	0,953

a. Dependent Variable: FCF

Berdasarkan hasil Tabel 5. maka diketahui sebagai berikut bahwa nilai sig. variabel *current ratio* (CR) adalah 0,043 lebih kecil dari nilai probabilitas ( $0,043 \leq 0,05$ ) secara parsial terbukti bahwa variabel *current ratio* berkontribusi secara signifikan terhadap *free cash flow*. Nilai sig. variabel *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,252 lebih besar dari nilai probabilitas ( $0,252 \geq 0,05$ ) sehingga secara parsial *debt to equity ratio* tidak berkontribusi secara signifikan terhadap *free cash flow*. Nilai sig. variabel inflasi sebesar 0,970 lebih besar dari nilai probabilitas ( $0,970 \geq 0,05$ ), sehingga dapat secara parsial membuktikan inflasi tidak berkontribusi secara signifikan terhadap *free cash flow*. Nilai sig. variabel suku bunga adalah 0,953 lebih besar dari nilai probabilitas ( $0,953 \geq 0,05$ ) maka secara parsial terbukti suku bunga tidak berkontribusi secara signifikan terhadap *free cash flow*.

Berdasarkan hasil di atas, diperoleh diagram jalur untuk sub struktur 1 sebagai berikut:



Gambar 3. Gambar Jalur Sub Struktur 1 Penelitian

Sehingga persamaan struktural untuk sub struktur 1 adalah sebagai berikut.

$$Z = \rho_{ZX1} + \rho_{ZX2} + \rho_{ZX3} + \rho_{ZX4} + \varepsilon_1 \quad (4)$$

$$FCF = \rho_{zx_1} CR + \rho_{zx_2} DER + \rho_{zx_3} INF + \rho_{zx_4} SBI + \epsilon_1 \quad (5)$$

$$FCF = -0.312CR + 0.179DER + (-0.09)INF + 0.14SBI + 0.9 \epsilon_1$$

### Analisis Jalur Sub Struktur 2

#### Uji Simultan Sub Struktur 2

**Tabel 6. Hasil Uji ANOVA Sub Struktur 2 Penelitian**  
ANOVA<sup>a</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	0,300	5	0,060	2,210	0,068 <sup>b</sup>
Residual	1,356	50	0,027		
Total	1,656	55			

a. Dependent Variable: ERC

b. Predictors: (Constant), FCF, SBI, DER, CR, INF

Berdasarkan Tabel 6 diatas maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut.

H<sub>0</sub> = Variabel *current ratio*, *debt to equity ratio*, inflasi dan suku bunga tidak berkontribusi secara signifikan terhadap *earnings response coefficient*.

H<sub>a</sub> = Variabel *current ratio*, *debt to equity ratio*, inflasi dan suku bunga berkontribusi secara signifikan terhadap *earnings response coefficient*.

Tabel 6 di atas menunjukkan nilai probabilitas (sig.) sebesar 0.068 lebih besar dari nilai probabilitas 0,05 (Sig. ≤ 0,05), sehingga H<sub>0</sub> diterima dan H<sub>a</sub> ditolak yang artinya tidak signifikan.

**Tabel 7. Hasil Model Summary Sub Struktur 2 Penelitian**  
Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,425 <sup>a</sup>	0,181	0,099	0,165

a. Predictors: (Constant), FCF, SBI, DER, CR, INF

Besarnya nilai *R Square* sebesar 0,181, hal ini menunjukkan bahwa kontribusi atau sumbangan pengaruh CR, DER, INF, SBI dan FCF terhadap ERC adalah sebesar 18,1% sementara sisanya 81,9% merupakan kontribusi dari variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian.

#### Uji Parsial Sub Struktur 2

Berdasarkan hasil Tabel 8 maka diketahui nilai sig. variabel *current ratio* (CR) adalah 0.355 lebih kecil dari nilai probabilitas ( $0.355 \leq 0.05$ ) secara parsial terbukti *current ratio* tidak berkontribusi secara signifikan terhadap *earnings response coefficient*. Nilai sig. variabel *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0.028 lebih besar dari nilai probabilitas ( $0.028 \leq 0.05$ ) sehingga secara parsial *debt to equity ratio* berkontribusi secara signifikan terhadap *earnings response coefficient*. Nilai sig. variabel inflasi sebesar 0.346 lebih besar dari nilai probabilitas ( $0.346 \geq 0.05$ ), sehingga dapat secara parsial membuktikan inflasi tidak berkontribusi secara signifikan terhadap *earnings response coefficient*.

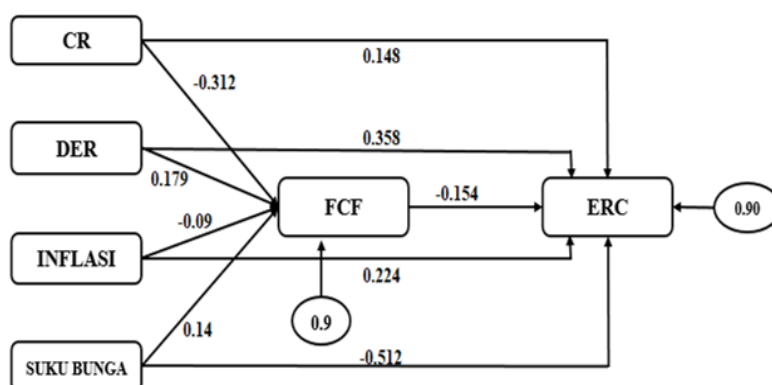
**Tabel 8. Hasil Uji Koefisien Sub Struktur 2 Penelitian**  
Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,078	0,202		0,386	0,701
CR	0,049	0,052	0,148	0,934	0,355
DER	0,212	0,094	0,358	2,257	0,028
INF	299,906	315,384	0,224	0,951	0,346
SBI	-880,632	405,013	-0,512	-2,174	0,034
FCF	-0,269	0,248	-0,154	-1,082	0,284

a. Dependent Variable: ERC

Sumber: Hasil output SPSS

Nilai sig. variabel suku bunga adalah 0,034 lebih besar dari nilai probabilitas ( $0,034 \leq 0,05$ ) maka secara parsial terbukti suku bunga berkontribusi secara signifikan terhadap *earnings response coefficient*. Nilai sig. variabel *free cash flow* adalah 0,284 lebih besar dari nilai probabilitas ( $0,284 \geq 0,050$ ) maka secara parsial terbukti *free cash flow* tidak berkontribusi secara signifikan terhadap *earnings response coefficient*. Berdasarkan hasil di atas, diperoleh diagram jalur untuk sub struktur 2 sebagai berikut.



**Gambar 4. Gambar Jalur Sub Struktur 2 Penelitian**

Persamaan struktural untuk sub struktur 2 adalah sebagai berikut :

$$Y = \rho_{yx_1}X_1 + \rho_{yx_2}X_2 + \rho_{yx_3}X_3 + \rho_{yx_4}X_4 + \rho_{yz}Z + \varepsilon_2 \quad (6)$$

$$ERC = \rho_{yx_1}CR + \rho_{yx_2}DER + \rho_{yx_3}INF + \rho_{yx_4}SBI + \rho_{yz}FCF + \varepsilon_2 \quad (7)$$

$$ERC = 0,148CR + 0,358DER + (-0,154)INF + 0,224SBI + (-0,512)FCF + 0,90 \varepsilon_2$$

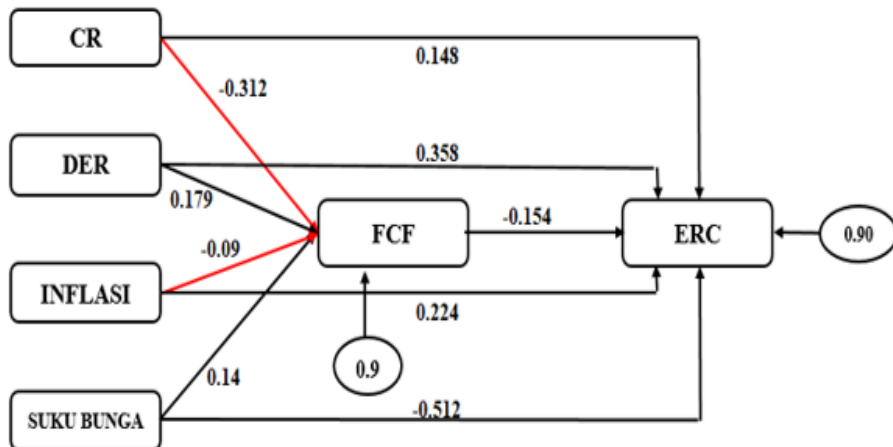
Setelah melakukan analisis sub struktur 1 dan sub struktur 2, maka dapat digambarkan struktur kausal secara lengkap, yaitu hubungan antara variabel X, Y dan Z yang mempunyai persamaan struktural sebagai berikut :

Persamaan sub struktur 1:  $FCF = -0,312 + 0,179 + (-0,09) + 0,14 + 0,9 \varepsilon_1$

Persamaan sub struktur 2:  $ERC = 0,148 + 0,358 + (-0,154) + 0,224 + (-0,512) + 0,90 \varepsilon_2$

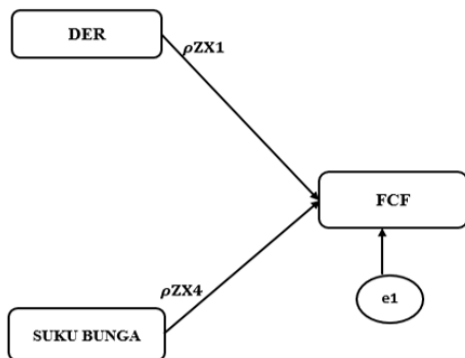
### Analisis Metode *Trimming*

Berdasarkan gambar 5 berikut, garis merah menandakan bahwa variabel eksogen (bebas) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel endogen (terikat), sedangkan garis hitam menunjukkan bahwa variabel eksogen (terikat) berpengaruh signifikan terhadap variabel endogen (terikat).

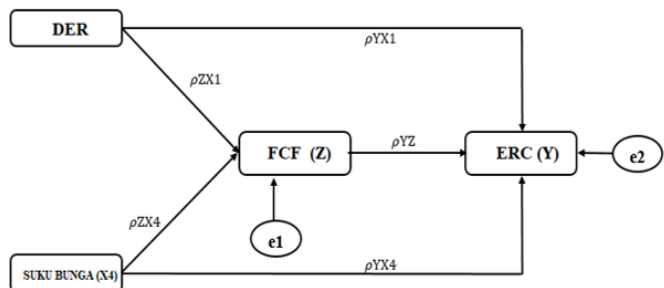


**Gambar 5. Gambar Jalur Keseluruhan Penelitian**

Dari hasil pengujian analisis jalur secara keseluruhan, didapat 2 (dua) variabel yang tidak signifikan. Berikut diagram jalur tanpa menyertakan variabel yang tidak signifikan.



**Gambar 6. Gambar Jalur Metode Trimming Sub Struktur 1**



**Gambar 7. Gambar Jalur Metode Trimming Sub Struktur 2**

Uji Simultan Metode *Trimming* Sub Struktur 1

Tabel 10. Hasil ANOVA Sub Struktur 1 Penelitian

ANOVA <sup>a</sup>					
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	,066	2	,033	3,663	,032 <sup>b</sup>
Residual	,478	53	,009		
Total	,544	55			

a. Dependent Variable: FCF

b. Predictors: (Constant), SBI, DER

Berdasarkan Tabel 10 diatas maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>0</sub> = Variabel *debt to equity ratio* dan suku bunga berkontribusi secara signifikan terhadap *free cash flow*

H<sub>a</sub> = Variabel *debt to equity ratio* dan suku bunga berkontribusi secara signifikan terhadap *free cash flow*

Tabel 10 di atas menunjukkan nilai probabilitas (sig.) sebesar 0,032 lebih kecil dari nilai probabilitas 0,05 (Sig. ≤ 0,05), sehingga H<sub>0</sub> ditolak dan H<sub>a</sub> diterima yang artinya signifikan.

Tabel 11. Hasil Model Summary Sub Struktur 1 Penelitian

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,348 <sup>a</sup>	,121	,088	,09495037

a. Predictors: (Constant), SBI, DER

Besarnya nilai *R Square* sebesar 0,121, hal ini menunjukkan bahwa kontribusi atau sumbangan pengaruh DER dan SBI terhadap FCF adalah sebesar 12,1% sementara sisanya 87,9% merupakan kontribusi dari variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian.

Uji Parsial Metode *Trimming* Sub Struktur 1

Tabel 12. Hasil Uji Koefisien Sub Struktur 1 Penelitian

Coefficients <sup>a</sup>					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-,284	,084		-3,372	,001
1 DER	,118	,045	,349	2,631	,011
SBI	-3,195	130,956	-,003	-,024	,981

a. Dependent Variable: FCF

Berdasarkan hasil Tabel 12 maka diketahui bahwa nilai sig. variabel *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,011 lebih kecil dari nilai probabilitas ( $0.011 \leq 0.05$ ) sehingga secara parsial *debt to equity ratio* berkontribusi secara signifikan terhadap *free cash flow*. Nilai sig. variabel suku bunga adalah 0.981 lebih besar dari nilai probabilitas ( $0.981 \leq 0.05$ ) maka secara parsial terbukti suku bunga tidak berkontribusi secara signifikan terhadap *free cash flow*.

**Uji Simultan Metode *Trimming* Sub Struktur 2****Tabel 13. Hasil ANOVA Sub Struktur 2 Penelitian**

ANOVA <sup>a</sup>					
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.254	3	.085	3.143
	Residual	1.401	52	.027	.033 <sup>b</sup>
	Total	1.656	55		

a. Dependent Variable: ERC

b. Predictors: (Constant), FCF, SBI, DER

Berdasarkan Tabel 13 diatas maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

H<sub>0</sub> = Variabel *debt to equity ratio* dan suku bunga tidak berkontribusi secara signifikan terhadap *earning response coefficient*.

H<sub>a</sub> = Variabel *debt to equity ratio* dan suku bunga berkontribusi secara signifikan terhadap *earnings response coefficient*.

Tabel 13 di atas menunjukkan nilai probabilitas (sig.) sebesar 0.033 lebih kecil dari nilai probabilitas 0,05 (Sig.  $\leq$  0,05), sehingga H<sub>0</sub> ditolak dan H<sub>a</sub> diterima yang artinya signifikan.

**Tabel 14. Hasil Model Summary Sub Struktur 2 Penelitian**

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.392 <sup>a</sup>	.154	.105	.16416909

a. Predictors: (Constant), FCF, SBI, DER

Besarnya nilai *R Square* sebesar 0,154, hal ini menunjukkan bahwa kontribusi atau sumbangan pengaruh DER, SBI dan FCF terhadap ERC adalah sebesar 15,4% sementara sisanya 84,6% merupakan kontribusi dari variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian.

**Uji Parsial Metode *Trimming* Sub Struktur 2**

Berdasarkan hasil Tabel 15 maka diketahui bahwa variabel *debt to equity ratio* memiliki nilai sig. sebesar 0.036 lebih kecil dari nilai probabilitas sig. 0.05 atau nilai sig.  $\leq$  0.05, pengujian secara parsial membuktikan bahwa Variabel *debt to equity ratio* berpengaruh secara signifikan terhadap *earnings response coefficient*.

**Tabel 15. Hasil Uji Koefisien Sub Struktur 2 Penelitian**

Coefficients <sup>a</sup>					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.135	.161	.838	.406
	DER	.178	.083	.301	.036
	SBI	-554,461	226,425	-,322	.018
	FCF	-,331	.237	-,190	.169

a. Dependent Variable: ERC

Suku bunga memiliki nilai sig. sebesar 0.018 lebih kecil dari nilai probabilitas sig. 0.05 atau nilai sig.  $\leq$  0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa Variabel suku bunga berpengaruh secara signifikan terhadap

*earnings response coefficient*. Variabel *free cash flow* memiliki nilai sig. sebesar 0.169 lebih besar dari nilai probabilitas sig. 0.05 atau nilai sig.  $\geq 0.05$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa Variabel *free cash flow* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *earnings response coefficient*.

## **Pembahasan**

### **Pengaruh *Current Ratio* (CR) Terhadap *Free Cash Flow* (FCF)**

Berdasarkan uji yang telah dilakukan, hasil penelitian menunjukkan *current ratio* (CR) secara signifikan berpengaruh terhadap *free cash flow*. Pada analisis regresi menunjukkan *current ratio* (CR) memiliki hubungan yang negatif terhadap FCF. Hal tersebut berarti bahwa ketersediaan *free cash flow* pada perusahaan lebih besar digunakan untuk pembagian deviden bagi pemegang saham dibandingkan untuk pengembangan dunia bisnis.

### **Pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) Terhadap *Free Cash Flow* (FCF)**

Berdasarkan pengujian, *debt to equity ratio* (DER) secara signifikan tidak berpengaruh terhadap *free cash flow* (FCF). Analisis regresi menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* (DER) memiliki hubungan yang positif terhadap FCF. Hasil yang positif menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mendanai pertumbuhan internalnya, melunasi utang-utangnya, dan dapat menikmati *financial* fleksibilitas. Hal tersebut juga menunjukkan tingkat kemandirian atau tingkat usaha kemandirian perusahaan dengan cara menggunakan *free cash flow* (FCF) untuk melunasi utang-utang perusahaan.

### **Pengaruh Inflasi Terhadap *Free Cash Flow* (FCF)**

Sesuai dengan hasil penelitian, inflasi secara signifikan tidak berpengaruh terhadap *free cash flow* (FCF). Analisis regresi menunjukkan bahwa inflasi memiliki hubungan yang negatif terhadap FCF. Laju inflasi yang tinggi akan mendorong kenaikan harga bahan baku dan meningkatkan berbagai biaya operasi perusahaan, menyebabkan harga jual barang meningkat dan menurunkan daya beli masyarakat. Hal ini berdampak pada turunnya penjualan perusahaan, sehingga keuntungan dan kinerja keuangan perusahaan mengalami penurunan yang akan berdampak terhadap *cash flow* perusahaan. Tidak stabilnya kondisi ekonomi makro akan berdampak buruk pada kinerja keuangan perusahaan secara umum.

### **Pengaruh Suku Bunga Terhadap *Free Cash Flow* (FCF)**

Hasil penelitian dalam sub struktur 1 menunjukkan bahwa suku bunga secara signifikan tidak berpengaruh terhadap *free cash flow* (FCF) baik secara simultan maupun secara parsial. Analisis regresi menunjukkan bahwa suku bunga memiliki hubungan yang positif terhadap FCF. Hasil temuan ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Watanapalachaikul (2003) tidak stabilnya kondisi ekonomi makro akan berdampak buruk pada kinerja keuangan perusahaan secara umum. Rendahnya kinerja keuangan yang tercermin dalam laporan keuangan membuat para investor mengurangi jumlah permintaan atas saham perusahaan.

### **Pengaruh *Current Ratio* (CR) Terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC)**

Hasil penelitian pada analisis jalur sub struktur 1 menunjukkan bahwa *current ratio* (CR) secara signifikan tidak berpengaruh terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC). Analisis regresi menunjukkan bahwa *current ratio* (CR) memiliki hubungan yang positif terhadap ERC. Hal ini berarti *current ratio* (CR) yang tinggi menunjukkan kinerja keuangan yang baik karena dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam melunasi utang jangka pendeknya. Selain itu dengan likuiditas yang tinggi maka perusahaan mampu menggunakan aktiva lancarnya untuk meningkatkan kapasitas operasionalnya terutama kapasitas produksi yang nantinya akan berimbas pada perolehan laba sehingga laba yang dihasilkan akan terus meningkat, dengan kata lain perusahaan yang memiliki kesempatan untuk tumbuh yang lebih besar mempunyai koefisien respon laba yang tinggi.



#### **Pengaruh *Debt Equity Ratio* (DER) Terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC)**

Berdasarkan pengujian, *debt to equity ratio* (DER) secara signifikan berpengaruh terhadap *earnings response coefficient* (ERC). Analisis regresi menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* (DER) memiliki hubungan yang positif terhadap ERC. DER yang tinggi menunjukkan bahwa dalam menjalankan aktivitas usaha lebih banyak didanai oleh utang daripada modal sendiri. Penggunaan utang akan meningkatkan harga saham perusahaan yang juga akan meningkatkan nilai perusahaan. Nilai rasio DER yang tinggi merupakan suatu sinyal positif bagi investor karena apabila perusahaan memperoleh profit yang lebih besar dari adanya penggunaan utang, maka pemegang saham juga akan memperoleh pengembalian (*return*) yang besar pula.

#### **Pengaruh Inflasi Terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC)**

Berdasarkan pengujian, inflasi secara signifikan tidak berpengaruh terhadap *earnings response coefficient* (ERC). Analisis regresi menunjukkan bahwa inflasi memiliki hubungan yang positif terhadap ERC. Hasil tersebut menunjukkan bahwa inflasi tidak berpengaruh terhadap *earnings response coefficient* (ERC) sebagai proksi dari *return* saham.

Inflasi tidak mempengaruhi perkembangan saham dan *return* sahamnya tidak memberikan kontribusi yang baik bagi perusahaan, maka ada faktor lain selain inflasi yang dapat mempengaruhi sebagai faktor makro ekonomi. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Ginting, dkk (2015), Muljono dan Setyaningrum (2016) bahwa inflasi tidak berpengaruh terhadap *earnings response coefficient* (ERC). Penelitian berbeda dihasilkan oleh Kurniasari, dkk (2018), Nasir (2011) yang menyatakan bahwa inflasi berpengaruh secara negatif.

#### **Pengaruh Suku Bunga Terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC)**

Berdasarkan hasil pengujian, suku bunga secara signifikan berpengaruh terhadap *earnings response coefficient* (ERC). Analisis regresi menunjukkan bahwa suku bunga memiliki hubungan yang negatif terhadap ERC. Hasil ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan suku bunga akan menurunkan kualitas laba sebagai proksi ERC. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Watanapalachaikul (2003) dan Hykaj (2015) bahwa dengan adanya perubahan suku bunga, tingkat pengembalian hasil berbagai sarana investasi akan mengalami perubahan. Dengan demikian menaikkan bunga SBI berarti bank dan lembaga keuangan lainnya akan terdorong untuk membeli SBI. Tentunya bunga yang tinggi ini berdampak pada alokasi dana investasi para investor.

#### **Pengaruh *Free Cash Flow* (FCF) Terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC)**

Berdasarkan hasil pengujian, *free cash flow* (FCF) secara signifikan tidak berpengaruh terhadap *earnings response coefficient* (ERC) dengan arah negatif (berlawanan arah). Arah negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi *free cash flow*, maka semakin rendah *return* saham yang dihasilkan, dan sebaliknya. Hasil yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa tinggi rendahnya *free cash flow* yang dihasilkan tidak akan mempengaruhi *return* saham perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya oleh Putriani dan Sukartha (2014) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *return* saham sebagai proksi ERC. Investor lebih menyukai melihat rasio-rasio keuangan secara umum yang telah ada untuk menilai perusahaan. Jadi, *free cash flow* bukan menjadi perhatian penting investor untuk menilai perusahaan sebelum menginvestasikan sejumlah dananya dalam bentuk saham.

#### **KESIMPULAN**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketersediaan *free cash flow* pada perusahaan lebih besar digunakan untuk pembagian deviden bagi pemegang saham dibandingkan untuk pengembangan dunia bisnis. DER

yang tinggi menunjukkan bahwa dalam menjalankan aktivitas usaha lebih banyak didanai oleh utang daripada modal sendiri. Penggunaan utang akan meningkatkan harga saham perusahaan yang juga akan meningkatkan nilai perusahaan. Nilai rasio DER yang tinggi merupakan suatu sinyal positif bagi investor karena apabila perusahaan memperoleh profit yang lebih besar dari adanya penggunaan utang, maka pemegang saham juga akan memperoleh pengembalian (*return*) yang besar pula. Profit yang tinggi mampu menimbulkan kepercayaan kreditur kepada perusahaan. Adanya kepercayaan dari kreditur untuk memberi pinjaman cukup besar akan direspon positif oleh investor sehingga harga saham di pasar modal akan meningkat. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam kinerja keuangan sebaiknya investor mempertimbangkan faktor akuntansi fundamental secara keseluruhan sebagai prediktor dalam mempengaruhi keputusan investasi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Arfan, M., & Yani, I. (2011). Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Hubungan Antara Pertumbuhan dan Ukuran Perusahaan dengan *Earnings Response Coefficients* Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Magister Akuntansi Universitas Syah Kuala*, 11(1), 50-67.
- Arfan, M., & Antasari. (2008). Pengaruh Ukuran, Pertumbuhan, dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Koefisien Respon Laba pada Emiten Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Telaah dan Riset Akuntansi*, 1(1), 50-6.
- Arieska, M., Gunawan, B. (2011). Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13(1), 13-23.
- Asmirantho, E., Mulya, Y., Firmansyah, A. D. (2016). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Makroekonomi Terhadap *Return* Saham pada Subsektor Makanan dan Minuman Periode 2011-2015. *Jurnal Ilmiah Manajemen Fakultas Ekonomi*, 2(2), 17-25.
- Cho, J.Y & K. Jung. (1991). *Earnings Response Coefficient: A Synthesis of Theory and Empirical Evidence*. *Journal of Accounting Literature*, 10(1), 85-116.
- Cheng., & Nasir, A. (2010). Earning Response Coefficients And The Financial Risks of China Commercial Bank. *International Review of Business Research Papers*, 6(3), 178-188.
- Daud, M. R., Syarifuddin, N., A. (2008). Pengaruh Corporate Social Responsibility Disclosure, Timeliness, Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Earning Response Coefficient (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Telaah & Riset Akuntansi*, 1(1), 82-101.
- Evendy., & Isyuardhana. (2015). Pengaruh Faktor Eksternal, Keputusan Internal Keuangan, Dan *Free Cash Flow* Terhadap *Return* Saham Perusahaan Yang Terdaftar Pada Indeks Kompas 100 Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2009-2013. *Jurnal Universitas Telkom*, 19(2), 171-187. <https://doi.org/10.26593/be.v19i2.1487>.
- Fahmi, Irham. 2011. *Analisis Kinerja Keuangan*. Bandung: Alfabeta
- Hykaj, K. (2015). *Analysis Of Problematics Related To The Stock Market In Albania*. *European Scientific Journal*, 11(34).
- Irawati, D. (2012). Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Laba, Ukuran Perusahaan dan Likuiditas terhadap Kualitas Laba (Studi pada Perusahaan Manufaktur di BEI). *Accounting Analysis Journal*, 1(2). <https://doi.org/10.15294/aa.v1i2.572>
- Kandir, S. Y. (2008). Variabel Makroekonomi, Karakteristik Perusahaan Dan Pengembalian Saham: Bukti Dari Turki. *Jurnal Penelitian Internasional Keuangan Dan Ekonomi*, 16 (1), 35-45.
- Murwaningsari, E. (2008, July 23-24). *Pengujian Simultan: Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Earning Response Coefficient (ERC)*. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) ke-XI, Pontianak, Indonesia.

- Putriani, N.P., & Sukartha, I.M. (2014). Pengaruh Arus Kas Bebas Dan Laba Bersih Pada Return Saham Perusahaan LQ-45. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 6(3), 390-401.
- Purnamasari, Khristina, Irene Herdijono, dan Evelyn Setiawan. 2012. Financial Risk, Growth, Earning and Stock Returns Relationship: The Case of Indonesia. *International Review of Business Research Papers*, 8(7):79-93.
- Rahmandia, F. (2013). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Harga Saham Perusahaan Di Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar di BEI Periode 2007-2011. *Calyptra*, 2(1), 1-21.
- Riantani, S., Tambunan, M. (2013, November 16). *Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi dan Indeks Global terhadap Return Saham*. Seminar Nasional Teknologi INformasi dan Komunikasi Terapan 2013 (SEMANTIK 2013), Semarang, Indonesia.
- Sappar, B., Suhadak., & Hidayat, R. (2015). Analisis Pengaruh Faktor-faktor Fundamental dan Teknikal Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 24(1).
- Safitri, A., & Tandelilin, E. (2000). Analisis Reaksi Investor Terhadap Pengumuman Right Issue di Pasar Modal Indonesia. Analysis of Investors' Reaction To Right Issue Announcements in Indonesia's Capita; Market. *Sosiohumanika*, 13(2000).
- Sasongko, H., Achsani, N. A., Sembel, R., & Kusumastanto, T. (2012). Analisis Pengaruh Sliran Kas Bebas Positif Dan Negatif, Dividen, Dan Leverage Terhadap Nilai Pemegang Saham Studi Kasus: Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2012. Institut Pertanian Bogor.
- Scott, W.R. (2003). *Financial Accounting Theory*, 2nd edition, Prentice-Hall Canada Inc., Scarborough, Ontario.
- Sihaloho, P. M. (2013). *Analisis Pengaruh Rasio Profitabilitas Terhadap Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Universitas Negeri Medan.
- Subagyo., & Olivia, C.N. (2012). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Earning Respon Coefficient (ERC). *Jurnal Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Krida Wacana*, 12(1), 539-558.
- Watanapalachaikul, S., & Islam, S. (2003). *Speculative bubbles in the Thai stock market: econometric tests and implications*. Victoria University Working Paper Series.
- Wiranto, A., Kurniasari, W., & Yusuf, M. (2018). Pengaruh Inflasi Dan Suku Bunga Terhadap Return Saham Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Di Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015. *Journal Of Accounting Science*, 2(1), 67-90. <https://doi.org/10.21070/jas.v2i1.1216>

