

RELEVANSI KANDUNGAN INFORMASI ANTARA *CASH FLOW* DAN *EARNINGS* PADA PERUSAHAAN YANG MENGALAMI FASE *DECLINE*

Lies Nurhaini

Magister Akuntansi Universitas Sebelas Maret
e-mail: lies_nurhaini@yahoo.co.id

Y Anni Aryani

Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret
e-mail: y_anniar@yahoo.com

Anas Wibawa

Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret
e-mail: admin@anaswibawa.net

ABSTRACT

Statement in the financial press and recent research suggest that controversy exist as to which accounting measure is more value-relevant: earnings or cash flow. This study examines the relative value relevance of earnings and cash flow measures in decline stage of a firm. Another aim of this study is to predict financial distress condition in that stage. Cash flow is expected to be more value-relevant in the decline stage. In addition, it is argue that the firms in the decline stage are predicted having financial distress. The analysis sample consists of 30 firms in the decline stage. The entire sample member listed on the Indonesian Stock Exchange (IDX) during the period of 2007-2010 is selected using purposive sampling method. Evidence supports the hypothesis that cash flow is more value-relevant than earnings. Another result of this study shows that just 11 from 30 firms in the decline stage experience financial distress condition.

Keywords: *decline, value relevance, cash flow, earnings, financial distress*

PENDAHULUAN

Kinerja perusahaan yang mendapat perhatian utama dari investor dan kreditor dari laporan keuangan adalah *earnings* dan *cash flow*. Pada saat dihadapkan pada dua ukuran kinerja akuntansi keuangan tersebut, investor dan kreditor harus yakin bahwa ukuran kinerja yang menjadi fokus perhatian mereka adalah ukuran kinerja yang mampu menggambarkan kondisi ekonomi perusahaan serta prospek pertumbuhan di masa depan dengan lebih baik.

Banyak peneliti yang telah menguji tentang ruang lingkup *earnings* dan *cash flow* termasuk dengan menggunakan siklus hidup untuk mengklasifikasikan tingkatan perusahaan (Rohman, 2005, Supratikno dan Jogiyanto, 2005, Juniarti dan Limanjaya, 2005, Susanto dan Erni, 2006, Aharony, Falk dan Yehuda, 2006, Gumanti dan Puspitasari, 2008, Dickinson, 2009). Informasi tentang *cash flow* perusahaan memberikan nilai tambah bagi pemakai laporan keuangan (Mardiati dalam Rohman, 2005, Rahmawati, 2005, Dahler, Febrianto dan Erna, 2006). Namun, masih sangat sedikit penelitian yang memfokuskan hasil penelitiannya pada fase *decline*. Penelitian-penelitian sebelumnya menguji relevansi di setiap tahapan siklus hidup, mulai dari fase *start up* hingga *decline*. Pada umumnya hasil penelitian tersebut lebih fokus pada fase *growth* dan *mature*. Kebanyakan investor pun lebih memilih berinvestasi pada kedua fase tersebut karena lebih menjanjikan *return* yang lebih baik bagi mereka berupa *earnings* ataupun dividen. Dari hasil penelitian-penelitian terdahulu, pada fase *decline*, *cash flow* yang lebih relevan dibandingkan dengan *earnings* (Aharony *et. al*, 2006, Susanto dan Erni, 2006), sedangkan Juniarti dan Limanjaya (2005) tidak dapat melakukan hipotesis karena keterbatasan sampel. Di sisi lain Atmini dan Wuryana (2005) membuktikan bahwa model *earnings* lebih baik daripada model *cash flow* dalam memprediksi perusahaan yang mengalami kondisi *financial distress*.

Permasalahan dalam penelitian sebelumnya belum konklusif menganalisis informasi yang lebih superior antara *earnings* dan *cash flow* pada perusahaan yang mengalami fase *decline* dan pada perusahaan yang mengalami kondisi *financial distress*. Penelitian ini fokus pada fase *decline* karena perusahaan pada fase tersebut dengan segala karakteristik dan keterbatasannya, seharusnya memiliki daya tarik tersendiri untuk diteliti lebih lanjut. Banyak hal dapat dikemukakan untuk menarik minat investor agar dapat berinvestasi pada perusahaan yang mengalami fase *decline*. Perusahaan yang mengalami fase *decline* memiliki *growth opportunities* terbatas. Pada fase ini permintaan akan produk yang diproduksi sangat rendah dan mengalami penurunan penjualan secara signifikan sehingga mengakibatkan kerugian serta terhentinya pembayaran dividen (Juniarti dan Limanjaya, 2005), namun perusahaan pada fase ini masih memiliki kesempatan untuk tumbuh dan berkembang, kembali menuju fase *growth/mature* serta mengantisipasi terjadinya kondisi *financial distress*. Salah satunya dengan memperbaiki kinerja dan pihak-pihak yang berkepentingan lebih memprioritaskan perhatiannya pada perusahaan yang berada pada fase *decline* ini.

Ketidak konklusifan penelitian terdahulu memotivasi peneliti untuk melakukan penelitian tentang relevansi kandungan informasi antara *cash flow* dan *earnings* pada perusahaan yang mengalami fase *decline*. Dengan menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di BEI antara tahun 2007-2010 yang mengalami fase *decline* berdasarkan klasifikasi Dickinson (2009), penelitian ini menemukan bahwa pada perusahaan yang berada pada fase *decline*, *cash flow* dapat dibuktikan lebih mempunyai relevansi nilai dibandingkan dengan *earnings*. Penelitian ini juga menemukan bahwa tidak semua perusahaan yang berada pada fase *decline* mengalami kondisi *financial distress*.

Bagian berikutnya pada paper ini akan diorganisasi sebagai berikut. Bagian kedua menyajikan tinjauan pustaka dan perumusan hipotesis, dilanjutkan dengan uraian singkat dengan metode penelitian pada bagian ketiga. Pada bagian ke empat diuraikan hasil penelitian, yang kemudian akan ditutup dengan simpulan, keterbatasan, implikasi dan penelitian lanjutan pada bagian ke lima.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Dalam pasar modal terdapat banyak

sekali informasi yang tersedia bagi para investor. Informasi merupakan kebutuhan yang mendasar bagi para investor dalam mengambil keputusan. Penggunaan informasi keuangan melalui laporan keuangan oleh pihak luar yaitu untuk membuat keputusan investasi dalam menentukan sumber daya yang akan diinvestasikan, dan juga upaya untuk memutuskan pemberian kredit oleh kreditor. Laporan keuangan sebagai sumber informasi utama informasi akuntansi disusun sebagai tujuan untuk memenuhi kebutuhan pemakai. Seorang investor sebelum melakukan suatu investasi, mereka akan mencari sumber informasi yang relevan dan reliabel. Hal itu karena seorang investor ingin mengetahui kemampuan perusahaan dalam memberinya *return* (tingkat kembalian atas investasi yang ditanamkan). Parameter kinerja perusahaan yang mendapat perhatian utama dari investor dan kreditor adalah *earnings* dan *cash flow* (Supratikno dan Jogiyanto, 2005, Rahmawati, 2005, Juniarti dan Limanjaya 2005, Rohman, 2005, Susanto dan Erni, 2006, Karsana, 2008).

Kreitner dalam Juniarti dan Limanjaya (2005) mengemukakan bahwa kriteria yang dipakai untuk mengevaluasi kesuksesan suatu organisasi akan berbeda di setiap tahapan siklus hidupnya. Umumnya, pengklasifikasikan siklus hidup perusahaan mulai tahap *start up (introduction)*, *growth*, *mature* dan *decline*. Rohman (2005), Susanto dan Erni (2006), Supratikno dan Jogiyanto (2005), Juniarti dan Limanjaya (2005), Aharony *et al.* (2006), Gumanti dan Puspitasari (2008), Dickinson (2009) merupakan beberapa peneliti yang memasukkan faktor siklus hidup perusahaan dalam penelitian mereka. Namun, penelitian tersebut lebih menjelaskan fase *growth* dan *mature*.

Fase *decline* dengan segala karakteristik dan keterbatasannya seharusnya memiliki daya tarik tersendiri untuk diteliti lebih lanjut. Banyak hal dapat dikemukakan untuk menarik minat investor agar dapat berinvestasi pada perusahaan yang berada pada fase *decline* ini. Perusahaan pada fase ini masih memiliki kesempatan untuk tumbuh dan berkembang, kembali dalam fase *growth/mature*. Kondisi perusahaan pada fase *decline* didefinisikan (Dickinson, 2009, Juniarti dan Limanjaya, 2005) ditandai dengan penurunan pertumbuhan dan harga produk, terjadi penglikuidasian pada aset utang, dan tidak lagi berfokus pada pendanaan kegiatan operasional, melainkan berfokus pada pembiayaan utang dan negosiasi hutang. Hal ini memiliki kemiripan pengertian dengan perusahaan yang mengalami *financial distress* yang digambarkan dalam situasi di mana suatu perusahaan menghadapi masalah kesulitan keuangan (Atmini dan Wuryana, 2005).

Informasi keuangan yang lebih superior dan sistem peringatan untuk mengantisipasi adanya *financial distress* pada perusahaan yang mengalami fase *decline* perlu dikembangkan. Hal itu dapat digunakan sebagai sarana untuk mengidentifikasi bahkan untuk memperbaiki kondisi sebelum sampai pada kebangkrutan (Almilia dan Kristijadi, 2003). Dari hasil penelitian-penelitian terdahulu, pada fase *decline*, *cash flow* yang lebih relevan dibandingkan dengan *earnings* (Aharony *et al.*, 2006, Susanto dan Erni, 2006), sedangkan Juniarti dan Limanjaya (2005) tidak dapat melakukan hipotesis karena keterbatasan sampel. Di sisi lain Atmini dan Wuryana (2005) membuktikan bahwa model *earnings* lebih baik daripada model *cash flow* dalam memprediksi perusahaan yang mengalami kondisi *financial distress*. Adanya kemiripan pengertian antara *financial distress* dengan perusahaan yang berada pada fase *decline*, menimbulkan pertanyaan apakah perusahaan yang berada pada fase *decline* pasti mengalami *financial distress*. Apabila hal tersebut memang terbukti, investor dan kreditor berkepentingan hanya perlu melihat satu sumber informasi, apakah itu *cash flow* atau *earnings*, untuk mengetahui informasi yang lebih superior dan lebih bermanfaat guna mengevaluasi kinerja perusahaan pada fase *decline*. Hal ini menjadi penting karena perusahaan yang berada pada fase *decline* masih memiliki kesempatan untuk tumbuh dan berkembang, sehingga diperlukan penanganan yang cepat, tepat, dan akurat dari pihak-pihak yang berkepentingan agar tidak terjadi kebangkrutan.

RELEVANSI *EARNINGS* DAN *CASH FLOW* PADA FASE *DECLINE*

Laporan *cash flow* sebagai bagian dari laporan keuangan merupakan salah satu sumber informasi yang juga mendapatkan perhatian dari investor selain *earnings*. Tujuan dari laporan *cash flow* adalah memberikan informasi (1) mengenai penerimaan dan pembayaran kas suatu kesatuan selama satu periode, (2) atas dasar *cash flow* mengenai aktivitas operasi, investasi dan pendanaan (Bandi dan Rahmawati, 2005). Data *cash flow* mempunyai manfaat potensial dalam berbagai keputusan, seperti (1) prediksi kegagalan, (2) penaksiran resiko, (3) prediksi pemberian pinjaman, (4) penilaian perusahaan, dan (5) memberikan informasi tambahan pada pasar modal.

Namun demikian, Black (1998) mengemukakan bahwa perusahaan yang berada dalam tahap siklus hidup yang berbeda memiliki karakteristik yang berbeda, seperti *earnings* dan *cash flow*. Perbedaan tahap siklus hidup antar perusahaan juga harus dipertimbangkan pada saat menghitung nilai perusahaan. Nilai perusahaan terdiri dari dua komponen, yaitu *assets in place* dan kesempatan tumbuh (*growth opportunities*). Proporsi kedua komponen tersebut berbeda antar tahap siklus hidup perusahaan. Dalam tahap awal, kesempatan tumbuh merupakan komponen yang lebih besar, sedangkan pada tahap akhir siklus, *assets in place* menjadi komponen yang lebih besar. Karena proporsi kedua komponen tersebut berbeda antar tahap siklus hidup perusahaan, informasi ukuran kinerja akuntansi yang disediakan pada masing-masing tahap siklus hidup untuk masing-masing komponen juga berbeda, demikian pula *value-relevance* ukuran kinerja akuntansi tersebut.

Black (1998), Aharony *et al.* (2006) dan Susanto dan Erni (2006) melakukan pengujian nilai tambah kandungan informasi *earnings* dan *cash flow* dengan mempertimbangkan siklus hidup perusahaan. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa *cash flow* memberikan nilai prediksi yang lebih relevan pada perusahaan yang mengalami penurunan (*decline*). Berdasarkan pembahasan di atas maka hipotesis pertama dalam penelitian ini dinyatakan sebagai berikut:

H₁: *Cash flow* memberikan informasi yang lebih relevan pada perusahaan yang mengalami fase *decline*.

FASE *DECLINE* DAN *FINANCIAL DISTRESS*

Perusahaan pada tahap *decline* memiliki *growth opportunities* yang terbatas, karena menghadapi persaingan yang semakin tajam dan kejenuhan akan permintaan barang. Perusahaan menghadapi banyak kompetitor yang menawarkan barang-barang pengganti yang lebih diminati konsumen. Permintaan akan produk yang diproduksi pun sangat rendah. Oleh karena terbatasnya *market share*, perusahaan terutama yang berada pada akhir tahap *decline* mengalami penurunan penjualan secara signifikan sehingga mengakibatkan kerugian dan terhentinya pembayaran dividen (Juniarti dan Limanjaya, 2005, Gepp dan Kumar, 2008).

Bisnis selalu mempunyai tendensi untuk mengalami kesulitan bahkan kegagalan finansial. Bentuk paling buruk dari kegagalan finansial adalah kebangkrutan (Atmini dan Wuryana, 2005, Almilia dan Kristijadi, 2003). *Financial distress* merupakan kondisi dimana keuangan perusahaan dalam keadaan tidak sehat atau krisis. Kondisi *financial distress* terjadi sebelum perusahaan mengalami kebangkrutan (Theodossiou, Kahya, Saidi dan Philippatos, 1996, Almilia dan Kristijadi, 2003). Banyak faktor yang dapat menyebabkan perusahaan menghadapi *financial distress* yaitu antara lain karena kenaikan biaya operasi, ekspansi berlebihan, ketinggalan teknologi, kondisi persaingan, kondisi ekonomi, kelemahan manajemen perusahaan dan penurunan aktivitas perdagangan industri (Opler

dan Titman, 1994, Andrade dan Kaplan, 1997, Fachrudin, 2008). Berdasarkan definisi di atas, keadaan perusahaan pada fase *decline* memiliki kemiripan definisi dengan kondisi *financial distress*. Oleh karena itu, hipotesis kedua dalam penelitian ini dinyatakan sebagai berikut:

H₂: Perusahaan yang berada pada fase *decline* mengalami *financial distress* (kesulitan keuangan)

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2010 yang mengalami fase *decline*. Perusahaan tergolong pada perusahaan yang mengalami fase *decline* diklasifikasikan berdasarkan *cash flow pattern* (pola arus kas) sesuai dengan klasifikasi Dickinson (2009). Klasifikasi perusahaan yang berada dalam fase *decline* adalah memiliki posisi *Cash flow* Operasi negatif dan *Cash flow* Investasi positif, sedangkan *Cash flow* Pendanaan bisa negatif ataupun positif (Dickinson, 2009). Dalam hal ini sampel perusahaan diperoleh 30 perusahaan yang dipilih berdasarkan pada kriteria yang telah ditentukan. Adapun kriteria-kriterianya adalah sebagai berikut:

- a Perusahaan sampel berasal dari sektor industri manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2007-2010.
- b Perusahaan sampel menerbitkan laporan keuangan tahunan untuk periode 31 Desember 2007 sampai dengan 31 Desember 2010.
- c Perusahaan memiliki kelengkapan data yang diperlukan selama berlangsungnya penelitian.

Data dalam penelitian ini merupakan data sekunder berupa data laporan keuangan dan data harga saham tahun berjalan yang dapat diperoleh di www.idx.co.id, dan www.finance.yahoo.com.

DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL

EARNINGS

Earnings merupakan kenaikan kemakmuran dalam suatu periode yang dapat dinikmati sebagai hasil dari kegiatan produksi. Sebagaimana penelitian Juniarti dan Limanjaya (2005) dan Aharony *et al.* (2006), penelitian ini menggunakan variabel *net income* yaitu *earnings* atau rugi sebelum pajak yang diperoleh dari hasil kegiatan operasi perusahaan. *Earnings* bersih (*net income*) adalah angka yang menunjukkan selisih antara seluruh pendapatan yang operatif maupun tidak dan seluruh biaya-operatif maupun tidak (Febrianto dan Widiastuty, 2005). Dengan demikian, sesungguhnya *earnings* bersih ini adalah *earnings* yang menunjukkan bagian *earnings* yang akan ditahan di dalam perusahaan dan yang akan dibagikan sebagai dividen.

CASH FLOW

Penelitian ini menggunakan total *Cash flow* yang diperoleh dari penjumlahan *Cash flow* Operasi, *Cash flow* Investasi dan *Cash flow* Pendanaan.

RETURN

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi (Hartono, 2010). Pasar dikatakan efisien jika satu atau beberapa pelaku pasar dapat menikmati *abnormal return* dalam jangka waktu yang cukup panjang. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasian (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *abnormal return* merupakan selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasian yang dinotasikan dalam rumus sebagai berikut:

$$RTNi.t = Ri.t - E[Ri.t] \quad (1)$$

Keterangan:

$RTNi.t$ = *abnormal return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t,

$Ri.t$ = *return* realisasian yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t, dan

$E[Ri.t]$ = *return* ekspektasian sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

Perhitungan *return* ekspektasian dalam penelitian ini menggunakan *mean-adjusted model* (Hartono, 2010). Model ini menganggap bahwa *return* ekspektasian bernilai konstan yang sama dengan *return* realisasian sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*), sebagai berikut:

$$E[Ri.t] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{i,j}}{T} \quad (2)$$

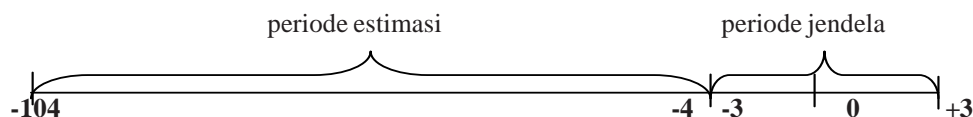
Keterangan:

$E[Ri.t]$ = *return* ekspektasian sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t,

$R_{i,j}$ = *return* realisasian sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j, dan

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai dengan t_2 .

Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data harian. Periode jendela (*event windows*) yang digunakan dalam penelitian ini adalah tujuh hari periode jendela diambilkan dari tiga hari sebelum tanggal peristiwa (hari -3) sampai tiga hari setelah tanggal peristiwa (hari +3). Periode jendela sebagai periode pengamatan merupakan periode yang dihitung nilai *abnormal return*-nya. Untuk tujuh hari periode jendela, *abnormal return* dihitung pada hari -3, -2, -1 (untuk mengetahui ada tidaknya kebocoran informasi), hari 0 (reaksi pasar pada tanggal pengumuman), dan hari +1, +2, +3 (untuk mengetahui kecepatan reaksi pasar). Tidak ada patokan untuk lamanya periode estimasi (T) ini. Lama periode estimasi yang umum digunakan adalah berkisar 100 hari sampai dengan 250 hari untuk data harian (Hartono, 2010). Karena keterbatasan sampel, panjang periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 100 hari. Periode jendela dan periode estimasi dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Akumulasi *Return Tak Normal* (ARTN) atau *Cumulative Abnormal Return* (CAR) merupakan penjumlahan *return* tak normal hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas sebagai berikut:

$$CAR_{it} = \sum_{a=t3}^t RTN_{i,t} \quad (3)$$

Keterangan:

CAR_{it} = akumulasi *return* tak normal (*cumulative abnormal return*) sekuritas ke-i pada hari ke-t, yang diakumulasi dari *return* taknormal (RTN) sekuritas ke-i mulai hari awal periode peristiwa (t3) sampai hari ke-t, dan

RTN_{it} = *return* taknormal (*abnormal return*) untuk hari ke-i pada hari ke-a, yaitu mulai t3 (hari awal periode jendela) sampai hari ke-t.

RASIO-RASIO KEUANGAN

Pengukuran kemungkinan terjadinya *financial distress* menggunakan analisis laporan keuangan dalam bentuk rasio-rasio keuangan (Theodossiou *et al.* 1996, Altman, 2000, Almlia dan Kristijadi, 2003, Atmini dan Wuryana, 2005, Fachrudin, 2008, Salehi dan Abedini, 2009). Ada 14 rasio keuangan yang terbagi ke dalam rasio likuiditas, aktivitas, profitabilitas, solvabilitas, dan rasio pasar. Keempat belas rasio tersebut akan dijelaskan sebagai berikut:

RASIO LIKUIDITAS

a) *current ratio*

Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana kemampuan perusahaan dapat melunasi hutang jangka pendek dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki. Rasio ini diperoleh dengan penghitungan sebagai berikut

$$Current\ ratio = \frac{Current\ assets}{Current\ liabilities} \quad (4)$$

b) *quick ratio*

Rasio ini digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan untuk membayar kembali hutang lancar perusahaan dengan menggunakan aktiva lancar perusahaan dengan menggunakan aktiva lancar atau mengukur likuiditas perusahaan. *Quick ratio* tidak memasukkan persediaan dalam hitungan karena persediaan tidak cukup *liquid* untuk dikonversikan segera dalam bentuk kas.

$$Quick\ ratio = \frac{Current\ assets - inventory}{Current\ liabilities} \quad (5)$$

c) *working capital to asset ratio*

Rasio ini digunakan untuk mengukur likuiditas dari total aktiva dan posisi modal kerja bersih. Rasio ini dapat dicari dengan mengkurangkan aktiva lancar dengan hutang lancar selanjutnya dibagi dengan jumlah aktiva.

$$\text{Working capital to total assets ratio} = \frac{\text{Current assets} - \text{current liabilities}}{\text{Total assets}} \quad (6)$$

RASIO AKTIVITAS

a) *inventory turnover ratio*

Rasio ini menunjukkan seberapa cepat perputaran persediaan dalam siklus produksi normal. Rasio ini diperoleh dengan penghitungan sebagai berikut:

$$\text{Inventory Turnover ratio} = \frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{Inventory}} \quad (7)$$

b) *assets turnover ratio*

Rasio ini menggambarkan perputaran total aktiva diukur dari volume penjualan. Dengan kata lain untuk mengukur seberapa jauh kemampuan seluruh aktiva menciptakan penjualan.

$$\text{Assets Turnover ratio} = \frac{\text{Net Sales}}{\text{Total Assets}} \quad (8)$$

c) *working capital turnover ratio*

Rasio ini digunakan untuk mengukur likuiditas dari total aktiva dan posisi modal kerja bersih. Rasio ini dapat dicari dengan mengkurangkan aktiva lancar dengan hutang lancar selanjutnya dibagi dengan jumlah aktiva.

$$\text{Working capital turnover ratio} = \frac{\text{Net Sales}}{\text{Current Assets} - \text{current liability}} \quad (9)$$

RASIO SOLVABILITAS

a) *Debt to Equity ratio*

Rasio ini menggambarkan seberapa besar hutang yang akan digunakan untuk pendanaan operasi atau kegiatan perusahaan dibandingkan dengan modal sendiri. Rasio ini diperoleh dengan penghitungan sebagai berikut:

$$\text{Debt to Equity ratio} = \frac{\text{Total Liability}}{\text{Total Equity}} \quad (10)$$

b) Debt ratio

Rasio ini digunakan untuk mengukur jumlah aktiva perusahaan yang dibiayai oleh hutang. Rasio ini diperoleh dengan membagi total kewajiban dengan total aktiva.

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{Total Liability}}{\text{Total Assets}} \quad (11)$$

c) Long Term Debt to Equity ratio

Rasio ini digunakan untuk mengukur bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk hutang jangka panjang.

$$\text{Long Term Debt to Equity ratio} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Equity}} \quad (12)$$

RASIO PROFITABILITAS

a) Net Profit Margin

Rasio ini menunjukkan seberapa besar prosentase pendapatan bersih yang diperoleh dari setiap penjualan. Rasio ini diperoleh dengan penghitungan sebagai berikut:

$$\text{Net Profit Margin ratio} = \frac{\text{Net Profit} \times 100\%}{\text{Net Sales}} \quad (13)$$

b) Return on Equity ratio

Rasio ini memperlihatkan sejauh mana perusahaan mengelola modal sendiri secara efektif serta mengukur tingkat keuntungan dari investasi yang telah dilakukan pemilik modal. ROE diperoleh dari hasil membagi *earnings* bersih dengan ekuitas.

$$\text{Return on Equity ratio} = \frac{\text{Net Profit} \times 100\%}{\text{Equity}} \quad (14)$$

c) Return on Assets ratio

Rasio ini memperlihatkan efektivitas perusahaan mengelola aktiva. ROA diperoleh dari hasil membagi *earnings* bersih dengan total aktiva.

$$\text{Return on Assets ratio} = \frac{\text{Net Profit} \times 100\%}{\text{Total Assets}} \quad (15)$$

RASIO PASAR

a) Price Earning Ratio

Rasio ini menunjukkan perbandingan dan Rahmawatingan antara harga pasar saham dengan

pendapatan yang diterima. Rasio ini diperoleh dengan penghitungan sebagai berikut:

$$\text{Price Earning Ratio} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Earning Per Share}} \quad (16)$$

b) Price Book Value ratio

Rasio ini merupakan informasi yang tercantum dalam bagian modal dari suatu rencana perusahaan dan diperlukan para investor maupun calon investor serta manajemen sebagai bahan untuk dianalisa.

$$\text{Price Book Value ratio} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Equity per Share}} \quad (17)$$

TEKNIK ANALISIS

Hipotesis pertama dirumuskan bahwa *cash flow* diduga memberikan informasi yang lebih relevan daripada *earnings* perusahaan yang mengalami fase *decline*. Untuk menguji hipotesis tersebut dilakukan langkah-langkah sebagai berikut:

- a. Menentukan sampel penelitian menggunakan *purposive sampling*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang mengalami fase *decline* periode tahun 2007-2010 sesuai dengan pengklasifikasian Dickinson (2009), mengalami *cash flow* operasi negatif dan *cash flow* investasi positif.
- b. Melakukan uji hipotesis dengan analisis regresi linear.
Relevansi nilai dalam penelitian ini didefinisikan sebagai kemampuan untuk menjelaskan *return* saham. Model analisis statistik ini dipilih karena penelitian ini dirancang untuk mengetahui hubungan antara dua variabel (Ghozali, 2002). Uji asumsi klasik dilakukan sebelum analisis regresi. Untuk dapat menjawab hipotesis yang diajukan mengenai manakah yang lebih mempunyai relevansi nilai, apakah *earnings* atau *cash flow*, dilakukan analisis terhadap koefisien beta pada perusahaan yang mengalami fase *decline*. Apabila nilai koefisien beta variabel *cash flow* (TotAK) yang diperoleh lebih besar, maka H_1 diterima, begitu juga sebaliknya. Adapun persamaan linear untuk menguji relevansi nilai *earnings* dan *cash flow* terhadap *return* saham pada tahap *decline* adalah sebagai berikut

$$\text{CAR}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{NI} + \alpha_2 \text{TotAK} + \epsilon_{it} \quad (18)$$

Keterangan:

- CAR_{it} = Return pada perusahaan i pada tahun t,
 NI = *Net Income* pada perusahaan i pada tahun t,
 TotAK = Total *Cash flow* pada perusahaan i pada periode t,
 α = koefisien konstanta, dan
 ε_{it} = variabel gangguan perusahaan i pada periode t.

- c. Melakukan analisis sensitivitas.
Untuk memperoleh hasil analisis yang *robust*, maka analisis ini melakukan analisis regresi dengan memecah *net income* menjadi kas dari operasi dan akrual dan menggunakan *earnings* akrual sebagai salah satu variabel independennya.

Hipotesis kedua dirumuskan bahwa perusahaan yang berada pada fase *decline* diduga mengalami *financial distress* (kesulitan keuangan). Untuk menguji hipotesis tersebut dilakukan langkah-langkah sebagai berikut:

- a. Melakukan analisis laporan keuangan dengan cara menghitung berbagai rasio-rasio keuangan.
b. Melakukan uji hipotesis dengan menggunakan *Model Discriminant Analyze (MDA)* (Altman, 2000). Diskriminan analisis merupakan bentuk regresi dengan variabel terikat berbentuk non-metrik atau kategori (Ghozali, 2002). Adapun tahap-tahapnya adalah sebagai berikut:

1) *Test of Equality of Group Means*

Tujuan dari uji ini adalah untuk melihat perbedaan antara kelompok *failed* (mengalami *financial distress*) dan *non-failed* (tidak mengalami *financial distress*). Uji ini dilakukan secara *univariate* (yang diuji bukan berupa vektor), dengan bantuan Tabel *Test of Equality of Groups Means*.

2) Uji *Box's M*

Diharapkan dari uji ini H_2 ditolak ($H_2: \hat{\sigma}_1^2 \neq \hat{\sigma}_2^2$). Hipotesis dua (H_2) ditolak karena nilai *p-value* kurang dari 0,05. Tujuannya agar data penelitian diperoleh dari populasi yang mempunyai matriks *varians-covarians* yang sama.

3) Mencari variabel-variabel yang paling dominan dalam memprediksi kondisi *financial distress* dengan metode *stepwise* uji *Wilks' Lambda* dan *Eigenvalues*.

4) Menentukan fungsi diskriminan *Z-Score* dengan *canonical discriminant function coefficients*, sehingga akan diperoleh notasi sebagai berikut:

$$Z\text{-Score} = \alpha + W_1 X_1 + W_2 X_2 + W_3 X_3 + \dots + W_n X_n \quad (19)$$

Keterangan

Z-Score = nilai diskriminan dari perusahaan,

α = intersep,

W_n = koefisien diskriminan, dan

X_n = nilai variabel independen.

5) Menentukan nilai *cut-off* pengelompokan perusahaan yang mengalami *financial distress* melalui fungsi *centroids (functions at group centroids)*.

Nilai *cut-off* merupakan dasar untuk menentukan suatu obyek masuk kelompok mana dengan membandingkannya dengan rata-rata (*centroid*) dan nilai *Z-Score* masing-masing perusahaan. Pada penelitian *function at group centroid* digunakan untuk menentukan *cut-off*. Nilai *optimal cutting point* memberikan *Z-Score Discriminant* untuk mengelompokkan kasus perusahaan yang mengalami *financial distress*. Besarnya *cut-off* dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$Cut\text{-off} = NaZb + NbZa / 2 \quad (20)$$

(apabila belum diketahui jumlah perusahaan yang mengalami *financial distress* dan tidak mengalami *financial distress*)

$$Cut-off = NaZb + NbZa / Na + Nb \quad (21)$$

(apabila diketahui jumlah perusahaan yang mengalami *financial distress* dan tidak mengalami *financial distress*)

Keterangan:

Cut-off = nilai kritis,

Na = jumlah sampel di dalam a,

Nb = jumlah sampel di dalam b,

Za = *centroid* untuk a, dan

Zb = *centroid* untuk b.

Sebuah perusahaan akan tergolong dalam kelompok a jika *Z-Score* < *Cut-off* berarti perusahaan mengalami *financial distress*. Sebaliknya, sebuah perusahaan akan tergolong dalam kelompok b jika *Z-Score* > *Cut-off* yang artinya perusahaan tidak mengalami *financial distress*.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Pengumpulan Data

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya pada obyek penelitian, diperoleh sampel penelitian sebanyak 30 perusahaan seperti dalam Tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1
Hasil Pengambilan Sampel

Keterangan	Jumlah Sampel
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2007-2010 yang mengalami fase <i>decline</i>	32
Data tidak lengkap	<u>2</u>
Jumlah sampel akhir	30

Sumber: Data diolah

Pengujian Hipotesis 1

Tabel 2
Koefisien Determinasi

ANOVA(b)						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.720	2	2.360	3.638	.000(a)
	Residual	24.153	27	.895		
	Total	28.872	29			

a Predictors: (Constant), TotAK, NI

b Dependent Variabel: CAR

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

Tabel 3
Hasil Uji t Statistik

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.064	.737		-.339	.000
	NI	-3.18E-012	.310	-.2182	-1.036	.190
	TotAK	-2.28E-011	.046	-.369	-2.093	.000

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

Hasil pengujian regresi dapat dilihat pada Table 2 dan Tabel 3. Dari uji ANOVA atau *F test* (Tabel 2), di dapat *F* hitung 3,638 dengan tingkat probabilitas 0,00 (signifikansi). Karena probabilitas jauh lebih kecil dari 0,05 maka dapat dikatakan bahwa *Net Income* (NI) dan *Total Cash flow* (TotAK) secara bersama-sama berpengaruh terhadap CAR. Dari kedua variabel yang dimasukkan dalam regresi, variabel TotAK memiliki nilai koefisien beta -3,69 dan signifikan pada 0,00 (Tabel 3). Hasil koefisien beta negatif karena perusahaan berada pada fase *decline* dengan *cash flow* operasi negatif dan *cash flow* investasi positif. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa H_1 diterima, variabel TotAK lebih relevan dalam menggambarkan CAR dibandingkan dengan NI. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Black (1998), Aharony *et al.* (2006) dan Susanto dan Erni (2006) yang dalam penelitiannya telah membuktikan bahwa pada perusahaan *decline*, *cash flow* lebih memiliki *value relevant* dibandingkan dengan *earnings*.

Pengujian Analisis Sensitivitas

Untuk memperoleh hasil analisis yang *robust*, maka dilakukan analisis regresi dengan memecah *net income* menjadi kas dari operasi dan akrual dan menggunakan *earnings* akrual sebagai salah satu variabel independennya. Hasil analisis tersebut disajikan dalam Tabel 4 dan Tabel 5 berikut ini.

Tabel 4
Koefisien Determinasi

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,011	2	,006	18,078	,000(a)
	Residual	,008	27	,000		
	Total	,019	29			

a Predictors: (Constant), TotAK, Akrual

b Dependent Variabel: CAR

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

Tabel 5
Hasil Uji t Statistik

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,002	,003		,523	,000
AkruaI	-1,14E-014	,000	-,081	,246	,005
TotAK	-1,21E-012	,000	-,056	6,010	,000

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

Hasil uji sensitivitas (Tabel 5) dengan variabel akruaI memberi penguatan pada hasil uji H₁ bahwa informasi *cash flow* (-0,056) lebih mampu menggambarkan *return* (CAR) dibandingkan dengan *earnings* (-0,081). Hasil regresi tersebut dapat disimpulkan dengan persamaan:

$$CAR = 0,002 - 1,14E-014 \text{ AkruaI} - 1,21E-012 \text{ TotAK} + \square$$

Hasil tersebut senada dengan Sloan (1996) yang menyatakan bahwa semakin tinggi nilai *earnings* (akruaI), maka semakin rendah nilai *return* (CAR) dan demikian juga semakin tinggi nilai *cash flow* (TotAK), maka semakin rendah nilai *return* (CAR). Begitu pula sebaliknya, semakin rendah nilai *earnings* (akruaI), maka semakin tinggi nilai *return* (CAR) dan semakin rendah nilai *cash flow* (TotAK), maka semakin tinggi nilai *return* (CAR).

Pengujian Hipotesis 2

Berdasarkan hasil pengujian asumsi klasik, dapat disimpulkan bahwa data terbebas dari asumsi klasik. Penelitian ini menggunakan 14 rasio keuangan sebagai variabel untuk memprediksi kondisi *financial distress* pada perusahaan yang mengalami fase *decline*.

Tabel 6
Tests of Equality of Group Means

	Wilks'				
	Lambda	F	df1	df2	Sig.
CURRENT	.947	1.469	1	26	.236
QUICK	.960	1.083	1	26	.308
WCTA	.811	6.059	1	26	.001
ITO	.934	1.846	1	26	.186
ATO	.950	1.365	1	26	.253
WCTO	.947	1.445	1	26	.240
DiE	.964	.972	1	26	.333
DR	.921	2.221	1	26	.148
LTDiE	.834	1.836	1	26	.001

PM	.890	3.209	1	26	.085
ROE	.999	.016	1	26	.900
ROA	1.000	.002	1	26	.964
PER	.937	1.756	1	26	.197
PBV	.911	2.555	1	26	.122

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

Persamaan rata-rata kelompok (Tabel 6) digunakan untuk melihat apakah secara *univariate* ada perbedaan pendekatan antara perusahaan *failed* (mengalami *financial distress*) dan *nonfailed* (tidak mengalami *financial distress*) yang dilihat dari 14 variabel independen, ternyata variabel WCTA dan LTDtE mampu membedakan (mendiskriminate) pendekatan antara perusahaan *failed* dan perusahaan *non-failed*. Hal ini dapat dilihat dari *Wilks' Lambda* yang memiliki signifikansi di bawah 0,05. Sedangkan dua belas variabel lainnya tidak mampu membedakan pendekatan perusahaan *failed* dan *non-failed*.

Tabel 7
Log Determinants

FIRM	Rank	Log Determinant
1.00	2	-6.206
2.00	2	-2.279
Pooled within-groups	2	-2.482

The ranks and natural logarithms of determinants printed are those of the group covariance matrices.

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

Semakin besar Log Determinants (Tabel 7) semakin tinggi perbedaan *group covariance matrix*. Kolom: "Rank" menunjukkan jumlah variabel independen pada penelitian ada 2 (dua). Oleh karena analisis diskriminan berasumsi bahwa terdapat *homogenitas matrix covariance* antar kelompok, maka kita dapat melihat uji asumsi ini pada uji Box's M (Ghozali, 2002).

Tabel 8
Test Results

Box's M		30.072
F	Approx.	9.069
	df1	3
	df2	9345.253
	Sig.	.000

Tests null hypothesis of equal population covariance matrices.

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

Hasil uji asumsi *Box's M* (Tabel 8) menunjukkan bahwa nilai *F* sebesar 9,069 dengan signifikansi 0,000 dan probabilitas di bawah 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa matrik *covariance* antar kelompok memang berbeda dan hal ini menyalahi asumsi diskriminan. Namun demikian, analisis diskriminan tetap *robust* walaupun asumsi *homogeneity of covariance* tidak terpenuhi dengan syarat data tidak *outlier*.

Tabel 9
Wilks' Lambda

Step	Number of Variabels	Lambda	df1	df2	df3	Exact F			
						Statistic	df1	df2	Sig.
1	1	.811	1	1	26	6.059	1	26.000	.001
2	2	.682	2	1	26	5.822	2	25.000	.000

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

Oleh karena tujuan penelitian adalah untuk mencari variabel-variabel yang paling dominan dalam memprediksi kondisi *financial distress* antara perusahaan *failed* dan *non-failed*. Metode *stepwise* digunakan pada penelitian dengan memaksimumkan nilai *mahalanobis distance* (Tabel 9) guna menentukan variabel yang memiliki kekuatan terbesar dalam mendiskriminasikan. Prosedur *stepwise* dimulai dengan memasukkan variabel yang akan memaksimumkan *mahalanobis distance* antar kelompok perusahaan *failed* dan *non-failed*. Dalam hal ini minimum *significant value* 0,05 digunakan sebagai syarat *entry* variabel dan *mahalanobis distance* digunakan untuk memilih variabel yang memiliki kekuatan terbesar dalam mendiskriminasikan. Hasil dari metode *stepwise* pada penelitian ditemukan 2 (dua) variabel yang signifikan yaitu WCTA dan LTDtE. Variabel-variabel ini mampu mendiskriminasikan kelompok antara perusahaan *failed* dan *non-failed* berdasarkan pada nilai *Wilk's Lambda* (Tabel 9) dan nilai minimum *significant value* 0,05.

Tabel 10
Eigenvalues

Function	Eigenvalue	% of Variance	Cumulative %	Canonical Correlation
1	.466(a)	100.0	100.0	.564

a First 1 canonical discriminant functions were used in the analysis.

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

Hasil Uji *Eigenvalue* (Tabel 10) menunjukkan bahwa besarnya *canonical correlation* adalah sebesar 0,564. Jadi, dapat disimpulkan bahwa variasi antar kelompok perusahaan *failed* dan *non-failed* sebesar 56,4 persen dapat dijelaskan dengan variabel diskriminan yaitu WCTA dan LTDtE.

Tabel 11
Wilks' Lambda

Test of Function(s)	Wilks' Lambda	Chi-square	df	Sig.
1	.682	9.559	2	.000

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

Besarnya nilai *Wilks' Lambda* (Tabel 11) sebesar 0,682 atau sama dengan *Z-value* dari *Chi-square* 9,559 mempunyai nilai *p-value* signifikan pada 0,000, maka dapat disimpulkan bahwa fungsi diskriminan signifikan secara statistik yang berarti nilai means (rata-rata) *Score* diskriminan untuk kedua kelompok perusahaan berbeda secara statistik.

Tabel 12
Canonical Discriminant Function Coefficients

	Function
	1
WCTA	2.091
LTDtE	1.162
(Constant)	-.016

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

Berdasarkan nilai fungsi diskriminan *Z-Score* (Tabel 12) dapat dituliskan persamaan fungsi diskriminan sebagai berikut:

$$Z\text{-Score} = -0,16 + 2,091WCTA + 1,162 LTDtE$$

Keterangan:

1. WCTA = $(Current\ assets - current\ liability) / Total\ assets$, dan
2. LTDtE = $Long\ Term\ Debt / Equity$.

Tabel 13
Functions at Group Centroids

FIRM	Function
	1
1.00	-.882
2.00	.490

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

Fungsi *centroids* pada Tabel 13 di atas digunakan untuk menentukan nilai *cut-off* pengelompokan perusahaan yang mengalami *financial distress*. Penghitungan *cut-off* berasumsi jumlah sampel kedua kelompok sama. Besarnya *cut-off* dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Cut-off} = Z_a + Z_b / 2 \quad (24)$$

$$\text{Cut-off} = -0,882 + 0,490 / 2$$

$$\text{Cut-off} = -0,196$$

Jadi artinya, jika *Z-Score* < -0,196 maka dikelompokkan sebagai perusahaan *non-failed* dan jika *Z-Score* > -0,196 maka dikelompokkan sebagai perusahaan yang *failed*. Dari penghitungan *Z-Score* pada sampel perusahaan, diperoleh hasil 36,67% (11 sampel) perusahaan yang berada pada fase *decline* mengalami kondisi *financial distress*, sedangkan sisanya (19 perusahaan) berada pada kondisi sehat. Ketepatan klasifikasi analisis diskriminan (Tabel 8) bahwa analisis diskriminan mampu memprediksi kondisi *financial distress* sebesar 70%.

Tabel 4.23
Classification Results(b,c)

FIRM		Predicted Group Membership		Total	
		1.00	2.00		
Original	Count	1.00	6	4	10
		2.00	5	15	20
	%	1.00	60.0	40.0	100.0
		2.00	25.0	75.0	100.0
Cross-validated(a)	Count	1.00	6	4	10
		2.00	4	16	20
	%	1.00	60.0	40.0	100.0
		2.00	20.0	80.0	100.0

a Cross validation is done only for those cases in the analysis. In cross validation, each case is classified by the functions derived from all cases other than that case.

b 70.0% of original grouped cases correctly classified.

c 73.3% of cross-validated grouped cases correctly classified.

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan SPSS 15

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

1. Relevansi *cash flow* dan *earnings* pada perusahaan yang mengalami fase *decline*. Laporan *cash flow* memiliki nilai prediktif dan nilai konfirmasi yang jauh lebih baik dibandingkan dengan informasi *earnings* dalam menggambarkan kondisi perusahaan yang sesungguhnya. Laporan *cash flow* digunakan oleh pihak manajemen untuk mengevaluasi kegiatan operasional yang telah berlangsung dan merencanakan aktivitas investasi dan pembiayaan di masa mendatang. Laporan ini memberikan informasi mengenai kinerja perusahaan selama periode tertentu, meliputi

kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari aktivitas operasi, melakukan investasi, melunasi kewajiban, dan membayar dividen.

Secara teori, semakin tinggi *cash flow* operasi, investasi dan pendanaan perusahaan maka semakin tinggi tingkat kepercayaan investor, sehingga semakin besar pula nilai *expected return* saham (Sinaga dan Pamudji, 2010). Begitu pula dengan nilai Total *Cash flow* (TotAK), semakin tinggi TotAK maka semakin tinggi pula tingkat kepercayaan investor. Meski hasil penelitian ini menyatakan bahwa TotAK signifikan dalam menjelaskan *return* saham (CAR), namun apabila ditemukan nilai TotAK yang sama dengan nilai komponen (*Cash flow* Operasi, *Cash flow* Investasi, *Cash flow* Pendanaan) yang berbeda, maka investor perlu memperhatikan pula faktor-faktor lain di luar *cash flow* yang digunakan sebagai pedoman investor dalam berinvestasi. Hal tersebut senada dengan hasil penelitian Rohman (2005) dan Supratikno dan Jogyanto, (2005) yang mengemukakan bahwa investor cenderung memperhatikan informasi lain di luar *earnings* dan *cash flow* sebelum mengambil keputusan berinvestasi, salah satunya dengan melakukan analisis fundamental dan analisis teknikal (Lestari, Lufti dan Syahyunan, 2007). Hasil penelitian Lestari dkk (2007) menyatakan *leverage ratio*, *operating profit margin*, *price book value* (sebagai faktor fundamental) dan volume perdagangan serta indeks harga saham individu (sebagai faktor teknikal) memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham. Kekuatan analisis investor dalam menilai harga saham dapat berpengaruh terhadap keuntungan yang akan diterima. Kekuatan analisis ini akan memberikan informasi kepada investor tentang waktu yang tepat membeli saham tertentu dan kapan menjual saham atau keluar dari pasar.

2. Dugaan terjadinya *financial distress* pada perusahaan yang mengalami fase *decline*. *Financial distress* terjadi karena perusahaan tidak mampu mengelola dan menjaga kestabilan kinerja keuangan perusahaannya yang bermula dari kegagalan dalam mempromosikan produk yang dibuatnya. Hal tersebut menyebabkan turunnya penjualan sehingga dengan pendapatan yang menurun, memungkinkan perusahaan mengalami kerugian operasional dan kerugian bersih tahun berjalan. Lebih lanjut, dari kerugian yang terjadi akan mengakibatkan defisiensi modal dikarenakan penurunan nilai saldo *earnings* yang terpakai untuk melakukan pembayaran dividen, sehingga total ekuitas secara keseluruhan pun akan mengalami defisiensi. Jika hal ini terus terjadi, maka tidak akan mustahil bahwa suatu perusahaan memiliki total kewajiban melebihi total aktiva yang dimilikinya. Hal tersebut memiliki kemiripan pengertian dengan kondisi perusahaan yang mengalami fase *decline*.

Pengertian tersebutlah yang mendasari adanya penelitian ini. Penelitian ini ingin menguji apakah perusahaan yang berada pada fase *decline* dapat diartikan bahwa perusahaan tersebut mengalami *financial distress*. Berdasarkan hasil penelitian, tidak semua perusahaan yang berada pada fase *decline* mengalami *financial distress*. Terbukti hanya 11 dari 30 perusahaan yang berada pada fase *decline* mengalami *financial distress*. Berbeda dengan perusahaan yang mengalami fase *decline*, Theodossiou *et al.* (1996) dan Atmini dan Wuryana (2005) memberikan bukti bahwa informasi *earnings* pada perusahaan yang mengalami *financial distress* merupakan informasi yang lebih relevan dibandingkan dengan informasi *cash flow*.

Meski memiliki kemiripan definisi dan apabila keduanya digambarkan pada sebuah kurva, fase *decline* dan kondisi *financial distress* sama-sama berada pada fase penurunan, namun ternyata perusahaan yang berada pada fase *decline* tidak sama dengan perusahaan yang mengalami *financial distress*. Kondisi *decline* pada sebuah perusahaan lebih terfokus pada

produk. Perusahaan yang mengalami fase *decline* mengalami *growth opportunities* yang terbatas, menghadapi persaingan yang semakin tajam, pangsa pasar potensial yang semakin sempit, dan ekspansi yang semakin tidak menguntungkan. Perusahaan tidak selalu akan gagal. Perusahaan pada fase ini masih dapat memenuhi kewajiban-kewajibannya, masih ada kemungkinan memperoleh *earnings* dan membayar dividen, walau mungkin mengalami penurunan dibanding dengan periode sebelumnya. Hal tersebut terbukti dari pengujian analisis sensitivitas di atas. Apabila perusahaan yang berada pada fase *decline* melakukan investasi pada lini produk atau teknologi baru, operasional perusahaan akan mengalami peningkatan dan tidak menutup kemungkinan perusahaan tersebut dapat kembali bangkit ke tahap *growth* atau *mature*. Sebaliknya, apabila perusahaan tidak segera melakukan perubahan (tetap *stagnant*), maka perusahaan yang berada pada fase *decline* akan mengalami kegagalan, kesulitan keuangan (*financial distress*) dan bahkan kebangkrutan.

Dengan perusahaan yang berada pada fase *decline*, kondisi *financial distress* suatu perusahaan dilihat dari posisi keuangannya. Perusahaan yang mengalami kondisi *financial distress* mengalami masalah yang lebih serius dibandingkan dengan perusahaan yang berada dalam fase *decline*. Perusahaan yang mengalami *financial distress* benar-benar dalam kondisi kesulitan keuangan, hampir bangkrut, hampir pailit. Perusahaan sudah tidak mampu lagi menghasilkan *earnings*, apalagi untuk membayar dividen kepada investor dan melunasi kewajiban-kewajibannya. Hal itu dikarenakan perusahaan mengalami masalah likuiditas dengan kinerja dan kekayaan bersih yang negatif.

Komponen utama sebagai indikator dalam menghasilkan prediksi *financial distress* adalah rasio-rasio keuangan. Tidak semua rasio keuangan digunakan dalam prediksi *financial distress* yang dibuktikan dengan *Test of Equality of Group Means*. Dalam penelitian ini variabel pertama yang terpilih adalah *working capital to total assets ratio (WCTA)* dengan nilai Wilks' Lambda 0,811 dan signifikan pada 0,001. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Altman (2000) dan Salehi dan Abedini (2009). Koefisien positif menunjukkan bahwa semakin besar rasio ini semakin besar pula skor diskriminan, sehingga semakin besar *working capital to total assets ratio* semakin besar pula kemungkinan perusahaan terhindar dari kesulitan keuangan.

Rasio Solvabilitas yang terpilih adalah *long term debt to equity ratio* dengan nilai Wilks' Lambda 0,834 dan signifikan pada 0,001. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Almlia dan Kristijadi (2003). Variabel *long term debt to equity ratio* memiliki hubungan positif terhadap kemungkinan perusahaan akan mengalami *financial distress*. Semakin besar rasio ini, maka semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*.

SIMPULAN

Berdasarkan pembahasan yang telah dilakukan sebelumnya, dalam penelitian ini dapat disimpulkan bahwa *Cash flow (TotAK)* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Black (1998), Aharony et. al. (2006), serta Susanto dan Erni (2006). Selain itu, penelitian ini memberikan bukti bahwa tidak semua perusahaan yang berada pada fase *decline* mengalami *financial distress*. Hal tersebut telah dibuktikan dengan uji analisis diskriminan yang menyatakan bahwa 11 dari 30 perusahaan sampel mengalami kondisi tidak sehat (*financial distress*) sedangkan 19 lainnya sehat (tidak mengalami kesulitan keuangan/ hampir bangkrut).

Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa siklus hidup perusahaan mempengaruhi *incremental value relevance* informasi *earnings* dan *cash flow*, terutama pada perusahaan yang mengalami fase *decline*. Petunjuk ini dapat dijadikan dasar bagi investor, kreditor, dan pemakai laporan keuangan lainnya untuk dapat menentukan informasi yang relevan sebelum pengambilan keputusan. Hasil penelitian ini juga memberikan bukti bahwa tidak semua perusahaan yang berada pada fase *decline* mengalami kondisi *financial distress*. Hal ini dapat dijadikan dasar bagi para investor untuk mencoba berinvestasi pada perusahaan yang mengalami fase *decline* dan membantu mereka untuk kembali ke fase *growth* ataupun *mature*.

Penelitian ini mengandung beberapa kelemahan, diantaranya adalah sampel yang terpilih dalam penelitian ini jumlahnya relatif kecil dikarenakan periode penelitian yang diambil relatif singkat, hanya 4 tahun. Selain kelemahan tersebut penelitian ini hanya terfokus pada perusahaan manufaktur, sehingga perlu kehati-hatian dalam menggeneralisir hasilnya.

Dengan memperhatikan hasil dan keterbatasan pada penelitian ini, maka penelitian berikutnya diharapkan dapat memperpanjang periode penelitian sehingga akan didapatkan sampel yang lebih banyak. Pada penelitian selanjutnya dapat ditambahkan jenis perusahaan lainnya sehingga hasilnya lebih kompleks. Namun harus diperhatikan mengenai perbedaan karakter tiap jenis perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini juga membuktikan bahwa variabel yang digunakan dalam penelitian ini masih memberikan kegunaan yang terbatas dalam penelitian ini, untuk itu diharapkan pada penelitian berikutnya dapat menggunakan variabel akuntansi yang lain yang lebih informatif seperti pengeluaran untuk penelitian dan pengembangan (R & D) serta aktiva tidak berwujud, seperti teknologi atau sumber daya manusia (Black, 1998).

REFERENSI

- Aharony, Joseph, Haim Falk dan Nir Yehuda (2006). "Corporate Life Cycle and the Relative Value-Relevance of Cash Flow versus Accrual Financial Information". <http://ssrn.com> diunduh September 2011.
- Almilia, Luciana Spica dan Kristijadi (2003). "Analisa Rasio Keuangan Untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur yang Terdapat di Bursa Efek Jakarta". *JAAI. Vol 7 No. 2*.
- Altman, Edward I (2000). "Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting The Z-Score And Zeta Models". Diunduh <http://google.com/> tanggal 7 November 2011.
- Andrade, Gregor dan Stayen N. Kaplan (1997). "How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed". Diunduh dari <http://google.com/> Juni 2011
- Atmini dan Wuryana (2005). "Manfaat Laba dan Arus Kas Untuk Memprediksi Kondisi *Financial Distress* Pada Perusahaan *Textile Mill Products* dan *Apparel And Other Textile Products* Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". *SNA VIII Solo 15-16 September 2005*.

- Bandi dan Rahmawati (2005). "Relevansi Kandungan Informasi Komponen Arus Kas dan Laba dalam Mempredikasi Arus Kas Masa Depan". *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 5, No. 1. Pebruari 2005:27-42.
- Black, Ervin L. (1998). "Which Is More Value Relevant: Earnings Or Cash Flow? A Life Cycle Examinations". <http://ssrn.com/> diunduh 2 Desember 2011.
- Dahler, Yolanda , Rahmat Febrianto dan Erna (2006). "Kemampuan Prediktif *Earnings* dan Arus Kas Dalam Memprediksi Arus Kas Masa Depan". *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Dickinson, Victoria (2009). "Cash Flow Pattern as a Proxy for Firm Life Cycle". <http://ssrn.com/abstract=755804>.
- Fachrudin, Khaira Amalia (2008). *Kesulitan Keuangan Perusahaan dan Personal*. USU Press.
- Febrianto, Rahmat dan Erna Widiastuty (2005). "Tiga Angka Laba: Mana yang Lebih Bermakna Bagi Investor?" *SNA VIII Solo, 15-16 September 2005*.
- Geep, Adrian, dan Kuldeep Kumar (2008). "The Role of Survival Analysis in Financial Distress Prediction". *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 16.
- Ghozali, Imam (2002). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gumanti, Tatang Ary dan Novi Puspitasari (2008). "Siklus Kehidupan Perusahaan dan Kaitannya Dengan Investment Opportunity Set, Resiko dan Kinerja Financial". *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 8 No. 2: 139-150.
- Hartono, Jogiyanto (2010). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Ketujuh*. Yogyakarta: BPFE
- Juniarti dan Rini Limanjaya (2005). "Mana yang lebih relevan Value-Relevant: Net Income atau Cash Flows (Studi Terhadap Siklus Hidup Organisasi)". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 7, No. 1: 22- 42.
- Karsana, Yusef Widya (2008). "Reaksi Investor terhadap Komponen Transitori dan Peningkatan Kandungan Informasi *Cash flow*". *Jurnal Manajemen Bisnis*. Vol. XVI, No. 1: 26-36.
- Lestari, Annio Indah, Muslich Lufti dan Syahyunan (2007). "Pengaruh Faktor Fundamental dan Teknikal Terhadap Harga Saham Properti yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". <http://google.com/> diunduh Juni 2011.
- Opler, Tim C. dan Sheridan Titman (1994). "Financial Distress and Corporate Performance". *The Journal of Financing*. Vol. 2 No. 2.

- Rahmawati (2005). "Relevansi Nilai Informasi Akuntansi Dengan Pendekatan Terintegrasi: Hubungan Nonlinier". *Simposium Nasional Akuntansi VIII Solo*.
- Rohman, Abdul (2005). "Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Arus Kas dan Laba Terhadap Volume Perdagangan Saham Pada EMiten Di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Akuntansi dan Auditing*. Vol. 1, No. 2: 95-111.
- Salehi, Mahdi and Bizhan Abedini. (2009). "Financial distress Prediction in Emerging Market: Empirical Evidence from Iran". *Business Intelligence Journal*. Vol. 2 No. 2.
- Sinaga, Hardian Hariono dan Sugeng Pamudji (2010). "Pengaruh Total Arus Kas, Komponen Arus Kas, Laba Akuntansi Terhadap Return Saham". <http://google.com/> diunduh Februari 2012.
- Sloan, G. Richard (1996). "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?" *The Accounting Review*. Vol. 71, No. 3: ABI/INFORM Global hal. 289.
- Supratikno, Novi Indriana dan Jogiyanto Hartono (2005). "Pengaruh Atribut Perusahaan Terhadap Relevansi Laba dan Arus Kas". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 8, No. 3: 211-234.
- Susanto, San dan Erni Ekawati (2006). "Relevansi Nilai Informasi Laba Dan Aliran Kas Terhadap Harga Saham Dalam Kaitannya Dengan Siklus Hidup Perusahaan". *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Theodossiou, Panayiotis, Emel Kahya, Reza Saidi dan George Philippatos (1996). "Financial Distress and Corporate Acquisitions: Further Empirical Evidence". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 23 No. 5 & 6: 0306-686X.