

**PENGARUH *EARNINGS* DAN ARUS KAS TERHADAP  
*RETURN SAHAM* TERKAIT  
DENGAN SIKLUS HIDUP PERUSAHAAN  
(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ Tahun 2001 - 2005)**

***Bayu Giri Prakosa***

Magister Akuntansi FE UNS  
email: bayu\_giria@yahoo.com

**ABSTRACT**

*The purpose of this study is to find whether the differences in life-cycle stages affect the usefulness of accounting performance measures, such as earnings and cash flow. Corporate life cycle consists of four stages: start-up, growth, mature and decline. Using financial data of companies listed in Jakarta Stock Exchange (JSE) from periods of 2001 to 2005, classified by pooled cross-sectional method, and tested by double regression - Ordinary Least Square (OLS) model, the study finds that stock return of start-up, growth, mature, and decline firms are influenced by earnings per share (EPS). Cash flows from finance activities have relevance to stock return in the decline stage. Overall, this study provides evidence that corporate life cycle influence the incremental value-relevance of earnings and cash flows.*

**Keywords:** *Earnings, Cash Flows, Corporate life cycle, Stock Return and Value-relevance.*

**PENDAHULUAN**

Ketika dihadapkan pada dua ukuran kinerja akuntansi – laba dan arus kas, investor dan kreditur harus merasa yakin bahwa informasi yang ada dalam laba dan arus kas tersebut mencerminkan kinerja perusahaan yang sesungguhnya (dapat dijadikan parameter kinerja perusahaan) sehingga investor dan kreditur dapat meramalkan kondisi perusahaan dimasa depan (perusahaan akan mengalami peningkatan atau penurunan). Penelitian Linda dan Syam, (2005) menyatakan bahwa harga atau *return* saham dapat digunakan untuk mengukur kinerja dan dapat menggambarkan kondisi ekonomi suatu perusahaan yang pada akhirnya dapat digunakan oleh investor untuk peramalan arus kas masa depan. Hasil akhir penelitian yang dilakukan Dechow, (1994) menyatakan bahwa *earnings* lebih memberikan informasi dari pada arus kas terkait dengan kinerja perusahaan untuk jangka pendek, karena *earnings* dapat terhindar dari masalah *timing* dan *matching*.

Ukuran perusahaan, tingkat hutang, dan siklus hidup perusahaan dapat digunakan untuk mewakili karakteristik perusahaan – Soepratiko dan Hartono, (2005). Lehavý dan Sloan, (2006)

menyatakan bahwa pengetahuan investor terkait pengetahuan tentang laba, arus kas, dan siklus hidup perusahaan memiliki hubungan positif dengan *return* saham. Sebaliknya, penelitian Manurung, (1998) menyatakan bahwa arus kas (aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan) tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap harga saham pada perusahaan di BEJ.

Perbedaan tahap siklus hidup antar perusahaan juga harus dipertimbangkan pada saat menghitung nilai perusahaan. Nilai perusahaan terdiri dari dua komponen, yaitu *asset in place* dan kesempatan untuk tumbuh (*growth opportunities*). Proporsi kedua komponen tersebut berbeda antar tahap siklus hidup perusahaan. Dalam tahap awal (*start-up* dan *growth*) kesempatan tumbuh (*value of growth opportunities*) merupakan komponen yang lebih besar, sedangkan pada tahap akhir siklus (*decline*), *asset in place* menjadi komponen yang lebih besar – (Black, 1998).

Penelitian yang dilakukan oleh Susanto dan Ekawati, (2006) – siklus hidup perusahaan mempengaruhi relevansi laba dan aliran kas. Aliran kas investasi dan aliran kas pendanaan mempunyai *value-relevance* pada tahap *start-up* sedangkan laba, aliran kas operasi, aliran kas pendanaan mempunyai *value-relevance* pada tahap *growth*. Pada tahap *mature* laba dan komponen aliran kas mempunyai *value-relevance* tetapi pada tahap *decline* hanya aliran kas operasi dan aliran kas pendanaan yang mempunyai *value-relevance*.

Peneliti tertarik untuk melakukan pengembangan dari penelitian Susanto dan Ekawati, (2006) tentang “relevansi nilai informasi laba dan aliran kas terhadap harga saham dalam kaitannya dengan siklus hidup perusahaan”. Tetapi dalam hal ini peneliti akan mengganti harga saham dengan *return* saham.

Alasan peneliti mengganti harga saham dengan *return* saham karena, *return* saham dapat memberikan informasi secara historis (*return* saham mengukur tingkat perubahan harga saham – harga awal dan harga akhir saham) dan *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi sehingga investor dapat membandingkan keuntungan aktual ataupun keuntungan yang diharapkan disediakan oleh berbagai saham pada tingkatan pengembalian yang diinginkan, lebih jauh lagi Linda dan Syam, (2005) menyatakan bahwa *return* memiliki peran yang sangat signifikan didalam menentukan nilai dari harga saham hal ini didukung oleh: Durnev et al., (2001), mereka menyatakan bahwa hasil perhitungan *return* saham dapat digunakan untuk meramalkan harga saham perusahaan dimasa depan (jika *return* saham memiliki kecenderungan naik/semakin tinggi maka harga saham dimasa depan memiliki kemungkinan besar untuk naik/stabil). Kusuma dan Diana, (2004) berpendapat bahwa model *return* jika dilihat dari segi ekonometri dapat menghindarkan masalah pada pengujian asumsi klasik – *Heteroskedastisitas*, pendapat ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Kothari dan Jerold, (1995).

Sedangkan dengan menggunakan harga saham, informasi perubahan harga saham kurang terdeteksi – hanya menggunakan harga saham akhir (*closing price*), sehingga harga saham tidak dapat mencerminkan nilai informasi perusahaan secara historis. Informasi yang terkandung dalam harga saham akan menyebabkan bias jika perusahaan yang bersangkutan melakukan *stock split* (karena harga saham berubah secara signifikan), tetapi informasi yang ditunjukkan oleh *return* saham tetap masih dapat diandalkan, karena *return* saham tidak terpengaruh oleh adanya *stock split* (Sutrisno, Yuniartha, dan Susilowati – 1997). Jika dalam kondisi harga dapat memprediksi laba maka model *level* -(harga saham) akan terjadi *missing* dalam variabel independennya yang akan menjelaskan variasi dalam harga – Triyono dan Hartono, (2000).

Uraian diatas menjelaskan bahwa siklus hidup perusahaan mempengaruhi *value-relevance* arus kas dan *earnings* sebagai komponen dari laporan keuangan, maka dari itu penulis ingin melakukan

penelitian apakah terdapat hubungan antara arus kas dan *earnings* terhadap *return* saham terkait dengan siklus hidup perusahaan?

Bagian berikutnya pada paper ini adalah bagian kedua yang membahas tentang kerangka teoritis dan hipotesis, uraian singkat metodologi penelitian pada bagian ketiga. Bagian keempat akan membahas tentang hasil penelitian beserta pembahasannya, yang akan ditutup dengan kesimpulan, keterbatasan, implikasi dan penelitian lanjutan pada bagian kelima.

## **RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **Laporan Keuangan**

SFAC No. 1 (FASB 1978) menjelaskan bahwa tujuan pertama pelaporan keuangan adalah menyediakan informasi untuk membantu investor dan investor potensial, kreditor dan pemakai lainnya dalam pembuatan keputusan investasi, kredit, dan keputusan sejenis secara rasional.

Tujuan kedua dari pelaporan keuangan adalah menyediakan informasi untuk membantu investor, kreditor, dan pemakai lainnya baik yang sekarang maupun yang potensial dalam menilai jumlah, waktu dan ketidakpastian penerimaan kas dari deviden dan bunga di masa yang akan datang. Tujuan kedua dari pelaporan keuangan ini dimaksudkan untuk memberikan informasi mengenai hasil dan risiko atas investasi yang akan dilakukan.

### **Siklus Hidup Perusahaan**

Salah satu faktor yang berpengaruh terhadap *value-relevancenya* informasi laporan keuangan adalah tahapan/tahap hidup perusahaan (*life-cycle*), karena pada tahap hidup yang berbeda kandungan nilai informasi laporan keuangan juga akan sangat berbeda. Black, (1998) mengelompokkan tahap hidup perusahaan kedalam empat tahap, yaitu: *start-up*, *growth*, *mature*, dan *decline*. Penelitian ini mengelompokkan perusahaan kedalam siklus hidupnya berdasar pada: *dividend payout*, *sales growth*, dan *firm age*.

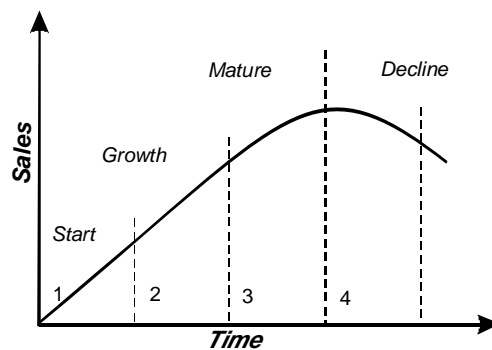
Penentuan siklus hidup perusahaan – pada tahap apa perusahaan sedang berada dapat diukur dari *sales growth* (dapat dilihat di gambar 1), umur perusahaan, dan *dividend payout*. Dalam pengelompokan perusahaan kedalam siklus hidupnya, paper ini akan menggunakan *sales growth* perusahaan yang bersangkutan selama lima tahun berturut-turut (2001 – 2005) – pengelompokan siklus hidup perusahaan dapat dilihat di tabel I. Penjelasan tentang tahapan siklus hidup perusahaan adalah sebagai berikut:

1. *Start-up period*, merupakan tahap dimana perusahaan akan mengalami pertumbuhan penjualan yang paling tinggi, tetapi keuntungan yang relatif lamban karena selain perusahaan adalah sebagai pendatang baru didalam industri, perusahaan yang bersangkutan juga masih dalam tahap pengenalan produk, oleh karena itu pada tahap ini dinamakan sebagai *experimentation period*.
2. *Growth Stage*, perusahaan mengalami peningkatan penjualan (tetapi pertumbuhan penjualannya tidak setinggi pada tahap *start-up*), pada tahap ini perusahaan sudah dapat menghasilkan keuntungan, likuiditas, dan peningkatan rasio ekuitas terhadap utang, serta mulai membayar deviden. Selain itu perusahaan juga mulai melakukan diversifikasi dalam lini produk yang berhubungan erat. Ditahap ini dinamakan sebagai *exploitation period*.
3. *Mature Stage*, pada tahap ini perusahaan mengalami puncak penjualan (tetapi tingkat pertumbuhan penjualan dibawah tahap *start-up* dan *growth*), tingkat likuiditas yang tinggi, serta kesetabilan ekonomi. Pangsa pasar ditahap ini semakin kuat, oleh karena itu pada tahap ini

perusahaan diharapkan mampu menghasilkan *net income* yang positif dalam jumlah besar. Perusahaan juga membayar deviden yang tinggi. Disamping itu, perusahaan diharapkan mampu menghasilkan arus kas operasional yang semakin besar.

4. *Decline Stage*, tahap *decline* memiliki *growth opportunities* yang terbatas dan penjualan yang menurun, karena perusahaan menghadapi persaingan yang semakin kuat dan kejenuhan akan permintaan barang, tetapi pada tahap ini perusahaan memiliki *asset in place* yang besar. Perusahaan menghadapi banyak *competitor* yang menawarkan barang-barang pengganti yang lebih diminati oleh konsumen. Selain itu, pangsa pasar potensial semakin sempit, dan terjadi ekspansi yang semakin tidak menguntungkan. Permintaan akan produk yang diproduksi perusahaan sangat rendah. Perusahaan juga menghadapi keusangan manajerial dan teknologi. Perusahaan yang berada pada tahap akhir (*decline*) mengalami penurunan penjualan secara signifikan – Robert dan David, (2000:122), sehingga sangat dimungkinkan untuk terjadi kerugian dan pembayaran devidenpun akan terhenti. Tetapi terdapat kemungkinan pada tahap ini perusahaan dapat bangkit atau kembali lagi ke tahap *start-up* atau *growth*, jika perusahaan dapat mempertahankan posisinya dalam persaingan pasar serta melakukan inovasi-inovasi.

Siklus hidup perusahaan (*start-up*, *growth*, *mature*, dan *decline*) jika dihubungkan dengan penjualan akan tampak seperti gambar dibawah ini:



Gambar 1, Siklus Hidup Perusahaan (Black, 1998)

## RETURN SAHAM

Sutopo, (2001) dan Cheng et al., (1996) menemukan bahwa kandungan informasi arus kas lebih baik jika dalam pengujiannya menggunakan model regresi *cross-sectional* tidak mengasumsikan hubungan linier antara arus kas dengan return saham. Penelitian ini menguji kandungan informasi arus kas dengan menggunakan *earnings-price ratio* sebagai variabel pemoderasi (*moderating variabel*). Gantjowati, (2001) menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara arus kas dari aktivitas operasi dengan *return* saham.

## EARNINGS (LABA)

Swardjono, (2005) mendefinisikan Earnings atau laba sebagai selisih pengukuran pendapatan dan biaya secara *accrual*, selain itu kebermanfaatan laba dapat diukur dari hubungan antara laba dan

harga saham. Dalam penelitian ini peneliti akan menggunakan istilah laba dalam menjelaskan *earnings*, karena menurut Swardjono (2005) istilah laba merupakan terjemahan dari *earnings*.

Laba akuntansi adalah laba dari kaca mata perekayasa akuntansi atau kesatuan usaha karena keperluan untuk menyajikan informasi secara objektif dan terandalkan. Oleh karena itu, laba akuntansi didasarkan pada data yang telah terjadi bukan data hipotesis yang dapat berupa kos kesempatan (*opportunity cost*) Swardjono, (2005). Laba akuntansi dalam laporan keuangan merupakan salah satu parameter kinerja perusahaan yang mendapat perhatian utama dari investor. Pentingnya informasi laba dalam *Statement of Financial Accounting Concept (SFAC)* No. 1 bahwa laba memiliki manfaat untuk menilai kinerja manajemen, membantu mengestimasi kemampuan laba yang representatif dalam jangka panjang, memprediksi laba dan menaksir risiko dalam investasi atau kredit.

Laba yang digunakan dalam penelitian ini adalah laba per lembar saham (*earnings per share*) – jumlah laba pada suatu periode yang tersedia untuk setiap saham biasa yang beredar selama periode laporan. Alasan penggunaan laba per lembar saham (LPS) karena laba yang dikaitkan dengan harga pasar saham (*price-earnings ratio*) bisa memberikan gambaran tentang kinerja perusahaan dibanding dengan uang yang ditanam pemilik perusahaan.

#### **NILAI INFORMASI PADA LABA**

Pada saat tahap *start-up*, laba perusahaan cenderung untuk negatif, karena perusahaan akan banyak mengeluarkan kas untuk pengembangan produk, pengembangan pasar, promosi, dan perluasan pasar (ekspansi). Perusahaan masih berusaha untuk mendapatkan pangsa pasar sehingga belum memperoleh banyak pendapatan – Anthony dan Ramesh, (1992). Tapi dengan laba negatif, perusahaan akan memiliki kemampuan untuk tumbuh dimasa depan, sehingga diharapkan *return* saham perusahaan akan naik (mengingat adanya *growth opportunity*).

**H<sub>1a</sub>**: Informasi laba perusahaan pada tahap start-up berpengaruh negatif dengan return saham.

Setelah tahap *start-up* perusahaan akan berkembang (*growth*), pada tahap ini perusahaan mulai mendapat aliran kas masuk dari penjualan (setelah memiliki pangsa pasar yang kuat), sehingga *asset in place* pada tahap ini akan lebih banyak dari tahap sebelumnya karena aliran kas masuk perusahaan digunakan untuk investasi. Perusahaan pada tahap *growth* masih akan memiliki kesempatan untuk tumbuh yang tinggi (lebih tinggi) dari *start-up* – didukung dengan *asset in place* yang lebih banyak, maka untuk itu *return* saham diharapkan akan tinggi.

**H<sub>2a</sub>**: Informasi laba perusahaan pada tahap growth berpengaruh positif dengan return saham.

Pada tahap *mature* perusahaan akan lebih matang (*solid*), karena perusahaan telah memiliki aliran kas masuk yang lebih banyak – penjualan yang tinggi, sehingga pada tahap ini laba perusahaan akan lebih besar dari dua tahap sebelumnya. Dengan laba yang tinggi/positif (dibandingkan dua tahap sebelumnya) perusahaan akan cenderung untuk membagikan deviden pada para pemegang saham sehingga *return* saham akan tinggi pula. Black (1998) menyatakan bahwa laba memiliki hubungan positif dengan nilai pasar ekuitas.

**H<sub>3a</sub>**: Informasi laba perusahaan pada tahap mature berpengaruh positif dengan return saham.

Tahap terakhir dalam perusahaan adalah tahap *decline*, pada tahapan ini kesempatan untuk tumbuh perusahaan akan semakin kecil karena volume penjualan yang turun (tingginya tingkat persaingan dari *competitor*). Walaupun pada saat *decline* laba perusahaan akan kecil (laba akan mengalami penurunan yang signifikan dibandingkan pada tahap *mature*), perusahaan tetap masih mempunyai kesempatan untuk tumbuh, Robert dan David, (2000). *Return* saham pada tahap ini akan tinggi karena perusahaan akan memiliki kesempatan tumbuh yang besar (seperti pada tahap *start-up* dan *growth*) – dengan melakukan inovasi.

**H<sub>4a</sub>**: Informasi laba perusahaan pada tahap *decline* berpengaruh negatif dengan return saham.

## **ARUS KAS**

Informasi laporan arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas, serta memungkinkan pemakai mengembangkan model untuk menilai dan membandingkan nilai sekarang dari arus kas masa depan dari berbagai perusahaan. Informasi ini juga meningkatkan daya banding kinerja operasi berbagai perusahaan karena meniadakan pengaruh penggunaan perlakuan akuntansi yang berbeda terhadap peristiwa dan transaksi yang sama – Gunawan dan Bandi, (2000).

## **NILAI INFORMASI PADA ALIRAN KAS**

### **Aliran Kas dari Aktivitas Operasi (AKO)**

Pada saat *start-up* AKO perusahaan akan negatif, karena perusahaan belum menghasilkan arus kas masuk dan perusahaan banyak mengeluarkan kas untuk pengembangan produk dan pemerolehan pangsa pasar. Tetapi dengan AKO yang negatif *return* saham diharapkan akan tinggi karena perusahaan memiliki kesempatan untuk tumbuh yang tinggi, sejalan dengan Susanto dan Ekawati (2006).

**H<sub>1b</sub>**: Informasi AKO perusahaan pada tahap *start-up* berpengaruh negatif dengan return saham.

Pada saat *growth*, AKO perusahaan sudah positif (walapun sangat kecil) karena perusahaan sudah mendapat aliran kas masuk, pada tahap ini kesempatan perusahaan untuk tumbuh akan lebih besar dari tahap *start-up* maka *return* saham akan menjadi tinggi.

**H<sub>2b</sub>**: Informasi AKO perusahaan pada tahap *growth* berpengaruh positif dengan return saham.

AKO perusahaan pada tahap *mature* akan sangat positif, karena perusahaan telah mendapat aliran kas masuk yang sangat besar – volume penjualan yang tinggi (ditunjang dengan pangsa pasar yang kuat dan pengembangan produksi yang berhasil), maka *return* saham pada tahap ini juga akan tinggi, Black (1998) menyatakan bahwa AKO berhubungan positif dengan nilai pasar ekuitas, hal ini sejalan dengan Susanto dan Ekawati (2006).

**H<sub>3b</sub>**: Informasi AKO perusahaan pada tahap *mature* berpengaruh positif dengan return saham.

AKO perusahaan pada tahap *decline* akan mengalami penurunan, karena perusahaan kesulitan untuk bersaing, yang akan berdampak kecilnya aliran kas masuk. Dengan AKO yang turun maka *return* saham pun juga akan rendah (turun), sejalan dengan Susanto dan Ekawati (2006).

**H<sub>4b</sub>**: Informasi AKO perusahaan pada tahap decline berpengaruh positif dengan return saham.

#### **Aliran Kas dari Aktivitas Investasi (AKI)**

Pada tahap *start-up* AKI perusahaan akan negatif karena perusahaan mengeluarkan kas untuk investasi yang besar, tetapi dengan adanya investasi yang besar perusahaan akan memiliki kesempatan untuk tumbuh yang besar pula, hal ini menyebabkan *return* saham yang tinggi, sejalan dengan Susanto dan Ekawati (2006).

**H<sub>1c</sub>**: Informasi AKI perusahaan pada tahap start-up berpengaruh negatif dengan return saham.

Pada tahap *growth*, AKI perusahaan masih negatif (sangat kecil) karena perusahaan akan tetap mempertahankan pangsa pasar dan melakukan pengembangan produksi dan teknologi, maka untuk itu pada tahap *growth* kesempatan perusahaan untuk tumbuh dan berkembang sangat tinggi, maka dari itu *return* saham perusahaan diharapkan akan tinggi, sejalan dengan Susanto dan Ekawati (2006) dan Black (1998).

**H<sub>2c</sub>**: Informasi AKI perusahaan pada tahap growth berpengaruh negatif dengan return saham.

Setelah mencapai suatu tahap kematangan dan keberhasilan perusahaan akan melakukan perluasan/ekspansi yang menyebabkan AKI mengalami penurunan, tetapi dengan adanya ekspansi ini perusahaan akan memiliki prospek yang baik dimasa depan yang akan membawa *return* saham perusahaan yang tinggi, hal ini sejalan dengan Susanto dan Ekawati (2006) dan Black (1998).

**H<sub>3c</sub>**: Informasi AKI perusahaan pada tahap mature berpengaruh negatif dengan return saham.

AKI pada tahap *decline* akan bernilai positif, karena perusahaan akan banyak menjual investasi-investasi yang kurang produktif sehingga AKI akan positif (Susanto dan Ekawati, 2006). Dengan kebijakan manajer untuk menjual investasi yang kurang produktif investor beranggapan bahwa perusahaan akan kembali ketahap awal (*growth* atau *mature*) sehingga *return* saham akan tinggi.

**H<sub>4c</sub>**: Informasi AKI perusahaan pada tahap decline berpengaruh positif dengan return saham.

#### **Aliran Kas dari Aktivitas Pendanaan (AKP)**

Pada tahap *start-up* perusahaan akan membutuhkan dana besar untuk memulai usahanya, maka AKP perusahaan akan positif (banyak dana yang masuk). Dengan AKP positif diharapkan perusahaan akan dapat mengembangkan usahanya, hal ini akan membawa pengaruh pada *return* saham yang tinggi, hal ini sejalan dengan Susanto dan Ekawati (2006).



**H<sub>1a</sub>**: Informasi AKP perusahaan pada tahap start-up berpengaruh positif dengan return saham.

AKP pada saat *growth* masih positif, Black (1998), sebab perusahaan masih membutuhkan dana untuk pengembangan usahanya dan pembayaran deviden kepada pemegang saham juga masih rendah. AKP positif akan memberikan harapan bahwa perusahaan akan masih dapat tumbuh dengan baik – *return* saham juga akan tinggi.

**H<sub>2a</sub>**: Informasi AKP perusahaan pada tahap growth berpengaruh positif dengan return saham.

Pada tahap *mature* perusahaan mempunyai kesetabilan usaha, maka untuk meningkatkan usahanya perusahaan membutuhkan dana yang besar untuk ekspansi usahanya, sehingga AKP perusahaan akan positif. Dengan adanya ekspansi, perusahaan diharapkan akan memiliki prospek yang baik dimasa depan sehingga *return* saham akan tinggi, hal ini sejalan dengan Susanto dan Ekawati (2006) dan Black (1998).

**H<sub>3a</sub>**: Informasi AKP perusahaan pada tahap mature berpengaruh positif dengan return saham.

Pada tahap *decline*, perusahaan memiliki kesempatan tumbuh yang terbatas, Robert dan David (2000). Investor dan kreditur memandang perusahaan sudah mengalami penurunan dan kemungkinan besar akan gagal sehingga sangat membatasi pengucuran dana. Hal ini mengakibatkan AKP akan mengalami penurunan. Kondisi ini mencerminkan realitas ekonomi perusahaan yang buruk sehingga *return* saham diharapkan rendah. AKP diharapkan berhubungan positif dengan *return* sahamnya.

**H<sub>4a</sub>**: Informasi AKP perusahaan pada tahap decline berpengaruh positif dengan return saham.

## METODOLOGI PENELITIAN

Model analisis data yang digunakan adalah model regresi linear berganda yaitu menggunakan *ordinary least square* (OLS) dan pengelompokan data menggunakan *pooled cross-sectional*. Relevansi nilai dalam penelitian ini didefinisikan sebagai kemampuan untuk menjelaskan variasi *cross-sectional return* saham. Untuk pengujian hipotesis, penulis menggunakan tingkat signifikansi antara satu persen dan lima persen sama dengan penelitian sebelumnya, Susanto dan Ekawati, (2006). Adapun persamaan penelitiannya adalah sebagai berikut:

$$\text{Model I: } R_{it} = \alpha + \beta_1 \text{EPS}_{it} + \beta_2 \text{CFOPS}_{it} + \beta_3 \text{CFIPS}_{it} + \beta_4 \text{CFFPS}_{it} + e$$

Untuk menguji pengaruh EPS, CFOPS, CFIPS, dan CFFPS terhadap *return* saham pada tahap *start-up*.

$$\text{Model II: } R_{it} = \alpha + \gamma_1 \text{EPS}_{it} + \gamma_2 \text{CFOPS}_{it} + \gamma_3 \text{CFIPS}_{it} + \gamma_4 \text{CFFPS}_{it} + e$$

Untuk menguji pengaruh EPS, CFOPS, CFIPS, dan CFFPS terhadap *return* saham pada tahap *growth*.

$$\text{Model III: } R_{it} = \alpha + \lambda_1 \text{EPS}_{it} + \lambda_2 \text{CFOPS}_{it} + \lambda_3 \text{CFIPS}_{it} + \lambda_4 \text{CFFPS}_{it} + e$$

Untuk menguji pengaruh EPS, CFOPS, CFIPS, dan CFFPS terhadap *return* saham pada tahap *mature*.



$$\text{Model IV: } R_{it} = \alpha + \mu_1 \text{EPS}_{it} + \mu_2 \text{CFOPS}_{it} + \mu_3 \text{CFIPS}_{it} + \mu_4 \text{CFFPS}_{it} + e$$

Untuk menguji pengaruh EPS, CFOPS, CFIPS, dan CFFPS terhadap *return* saham pada tahap *decline*.

Keterangan:

$R_{it}$  = *Return* saham perusahaan *i* pada periode pengamatan *t*.

$\text{EPS}_{it}$  = Laba per lembar saham perusahaan *i* pada periode pengamatan *t*.

$\text{CFOPS}_{it}$  = Aliran kas operasi per lembar saham perusahaan *i* pada periode pengamatan *t*.

$\text{CFIPS}_{it}$  = Aliran kas investasi per lembar saham perusahaan *i* pada periode pengamatan *t*.

$\text{CFFPS}_{it}$  = Aliran kas pendanaan per lembar saham perusahaan *i* pada periode pengamatan *t*.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  = Koefisien variabel *independent* pada tahap *start-up*.

$\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4$  = Koefisien variabel *independent* pada tahap *growth*.

$\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \lambda_4$  = Koefisien variabel *independent* pada tahap *mature*.

$\mu_1, \mu_2, \mu_3, \mu_4$  = Koefisien variabel *independent* pada tahap *decline*.

### Data dan Kriteria Sampel

Data dalam penelitian ini diperoleh dari data publikasi laporan keuangan perusahaan sampel (industri manufaktur) yang *listing* di BEJ. Data publikasi laporan keuangan tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), media yang mempublikasikan laporan keuangan, internet, publikasi laporan keuangan dari surat kabar yang terbit di Indonesia, serta Pojok BEJ – UNS dan Perpustakaan UGM. Data tentang penjualan (untuk menentukan siklus hidup perusahaan), arus kas dan *earnings* diperoleh dari JSX Statistic. *Return* diperoleh dari PPA UGM.

Pemilihan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu dengan memilih sampel yang memenuhi kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan industri manufaktur.
2. Perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta.
3. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan untuk periode 1 Januari 2001 – 31 Desember 2005.
4. Perusahaan memiliki kelengkapan data yang diperlukan selama berlangsungnya penelitian.
5. Perusahaan tidak melakukan *delisting*, *merger*, dan akuisisi selama periode penelitian.

### Variabel Penelitian dan Pengukuran

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Variabel *Independent*:
  - a) Laba (EPS), variabel ini diambil dari angka yang ada dalam laporan Laba/Rugi, laba yang digunakan dalam penelitian ini adalah laba bersih, yang kemudian dibagi dengan jumlah lembar saham perusahaan sampel yang beredar (*earnings per share*), sejalan dengan Susanto dan Ekawati (2006)
  - b) Arus kas, variabel ini diambil dari angka yang ada dalam semua komponen arus kas (aktivitas operasi, aktivitas investasi, dan aktivitas pendanaan), kemudian dibagi dengan jumlah lembar saham perusahaan sampel yang beredar, sesuai dengan Susanto dan Ekawati (2006).
2. Variabel *Dependent*:  
*Return* saham, *return* yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *return* tidak normal

(*abnormal return*). Untuk menghitung *abnormal return* peneliti akan menggunakan *market mode*. Beta ( $\hat{\alpha}$ ) dihitung dengan menggunakan metode Fowler dan Roke, peneliti menggunakan periode empat *lag* dan empat *lead*, karena hasil koreksi yang dilakukan Hartono, (2000) menunjukkan bahwa metode yang paling tepat digunakan adalah metode Fowler dan Rorke dengan menggunakan empat *lag* dan empat *lead* koreksi.

3. Variabel Kontrol:

Siklus Hidup Perusahaan, siklus hidup perusahaan dikelompokkan berdasarkan *sales growth* (pertumbuhan penjualan per tahun) selama lima tahun, seperti pengelompokan siklus hidup perusahaan yang dilakukan oleh Anthony dan Ramesh (1992), kemudian perusahaan yang terpilih diurutkan berdasarkan nilai pertumbuhan penjualannya selama lima tahun. Adapun pengelompokan perusahaan ketahapan siklusnya dapat dilihat dalam tabel I.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Pembahasan dan Hasil Pengujian

Total populasi perusahaan manufaktur yang tercatat pada *Capital Market Directory Indonesia* dari tahun 2001 -2005 adalah 144 perusahaan (terbagi dalam 19 kategori industri manufaktur yang berbeda-beda). Sampel yang diambil untuk penelitian ini adalah 38 perusahaan – setelah disesuaikan dengan kriteria penelitian.

### Hasil Analisis Regresi Berganda (tabel II)

Hasil analisis regresi berganda menunjukkan bahwa pada tahap *star-up* EPS memiliki pengaruh yang signifikan (dibawah 1%) tetapi memiliki hubungan yang negatif dengan *return* saham, sehingga H1a diterima. Hubungan negatif tersebut diakibatkan karena pada tahap ini perusahaan belum mampu mendapatkan laba, tetapi investor beranggapan bahwa pada tahap ini perusahaan memiliki *growth opportunities* yang tinggi.

Pada tahap *growth*, dan *mature* EPS memiliki pengaruh yang signifikan (dibawah 5%) dan searah terhadap *return* saham, sehingga H2a, dan H3a diterima. Hubungan positif ini disebabkan pada tahap ini perusahaan sudah dapat menghasilkan laba yang lebih besar dari pada fase sebelumnya dan sudah terjadi kestabilan ekonomi pada tahap *mature*, hasil ini sesuai dengan penelitian, Susanto dan Ekawati, (2006).

Hasil regresi menunjukkan bahwa pada tahap *decline* EPS memiliki pengaruh dan searah dengan *return* saham, sehingga H4a ditolak. Hubungan positif tersebut diakibatkan karena perusahaan masih dapat menghasilkan laba walaupun relative kecil, hasil ini sesuai dengan penelitian Susanto dan Ekawati, (2006).

Hasil regresi pada tahap *start-up* dan *growth* menunjukkan bahwa arus kas operasi, arus kas investasi, dan arus kas pendanaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham sehingga H1b, H1c, H1d, H2b, H2c, dan H3d ditolak, hal ini disebabkan karena investor lebih cenderung untuk melihat EPS sebagai bahan pertimbangan dalam berinvestasi, karena pada tahap ini delta penjualan – pertumbuhan penjualan relatif tinggi sehingga investor beranggapan dengan delta penjualan yang tinggi mereka akan mendapatkan *return* yang tinggi pula – sejalan dengan Dechow, (1994) dan Soepartiko dan Hartono, (2005).

Pada tahap *mature* arus kas operasi, arus kas investasi, dan arus kas pendanaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, sehingga H3b, H3c, dan H4d ditolak. Komponen arus kas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham karena investor lebih memilih EPS sebagai bahan pertimbangan dalam berinvestasi – EPS lebih mencerminkan kondisi perusahaan karena pada tahap *mature* perusahaan sudah memiliki posisi keuangan yang bagus, walaupun delta penjualan lebih rendah dari pada tahap *start-up* dan *growth* tetapi besarnya pendapatan yang maksimal ada pada tahap ini, sejalan dengan penelitian Soepartiko dan Hartono, (2005) dan Black, (1998).

Pada tahap *decline*, arus kas operasi dan investasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham sehingga H4b dan H4c ditolak. AKO tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham karena pada tahap ini aliran kas masuk relatif sedikit sehingga informasi yang terkandung dalam AKO kurang dapat menggambarkan pergerakan dari *return* saham, selain itu AKI juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham karena pada tahap *decline* perusahaan akan lebih memaksimalkan *asset* yang ada daripada melakukan investasi, hasil ini tidak sesuai dengan Susanto dan Ekawati, (2006).

Arus kas pendanaan pada tahap *decline* memiliki hubungan yang signifikan (dibawah 5%) tetapi tidak searah dengan *return* saham, sehingga H4d ditolak. Berlawanan arah memiliki arti bahwa jika AKP turun maka *return* saham akan naik, dan sebaliknya. Ketika AKP turun dapat diasumsikan bahwa perusahaan menggunakan dananya untuk membayar deviden pada pemegang saham, sehingga investor akan mengaggap bahwa perusahaan masih dapat bertahan atau akan dapat kembali ke fase *start-up* atau *growth* – tidak sejalan dengan Susanto dan Ekawati, (2006).

## DAFTAR TABEL

*Tabel I*  
*Pengelompokan Siklus Hidup Perusahaan*

Kelompok	Pertumbuhan penjualan (selama lima tahun)	Tahap
1	> 40%	<i>Start – up</i>
2	20% - 40%	<i>Growth</i>
3	1% - 20%	<i>Mature</i>
4	<1%	<i>Decline</i>

Sumber: Anthony & Ramesh (1992)

**Table II**  
**Start up**

Variabel	Unstandardized Coefficients		t	Sig
	B	Std. Error		
Eps	-.005	.000	3.428	.006*
Investasi	-.003	.005	-.565	.585***
Operasi	-.002	.004	-.564	.585***
Finance	-.006	.000	.108	.916***

**Growth**

Variabel	Unstandardized Coefficients		t	Sig
	B	Std. Error		
Eps	.795	.343	2.319	.027**
Investasi	-.352	.248	-1.418	.166***
Finance	-.572	.399	-1.435	.161***
Operasi	.106	.375	.283	.779***

**Mature**

Variabel	Unstandardized Coefficients		t	Sig
	B	Std. Error		
EPS	.296	.099	2.984	.004*
Operasi	-.059	.104	-.563	.575***
Investasi	.065	.110	.588	.558***
Finance	-.117	.092	-1.272	.207***

**Decline**

Variabel	Unstandardized Coefficients		t	Sig
	B	Std. Error		
Eps	.428	.234	1.830	.079***
Operasi	-.063	.332	-.191	.850***
Investasi	.092	.278	.329	.745***
Finance	-.546	.248	-2.206	.036**

Keterangan:

- \* Signifikan < 1%, \*\* Signifikan < 5%, \*\*\* Signifikan > 10% (tidak signifikan)

## SIMPULAN

Dalam penelitian ini dapat disimpulkan bahwa EPS pada tahap *start-up* memiliki pengaruh yang signifikan tetapi berlawanan arah dengan *return* saham. EPS pada tahap *growth*, *mature*, dan *decline* memiliki pengaruh yang signifikan dan searah dengan *return* saham. Arus kas operasi, investasi, dan pendanaan pada tahap *start-up*, *growth*, dan *mature* tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *return* saham.

Pada tahap *decline* arus kas pendanaan memiliki pengaruh yang signifikan tetapi koefisiennya menunjukkan arah yang negatif dengan *return* saham, sedangkan arus kas operasi dan investasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan dengan *return* saham.

Keterbatasan penelitian ini terletak pada sampel yang dipilih untuk tahap *start-up* relative sedikit (hanya 15 perusahaan) dan proses pengelompokan siklus hidup pada penelitian ini hanya didasarkan pada pertumbuhan penjualan.

Penelitian berikutnya diharapkan menggunakan metode pengelompokan siklus hidup tidak hanya didasarkan pada penjualan, tetapi juga dilengkapi dengan menggunakan *dividen payout ratio*. Penelitian serupa dapat dilakukan dengan memperpanjang waktu penelitian.

## REFERENSI

- Anthony, J.H. dan K. Ramesh. (1992). *Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis*, *Journal of Accounting and Economics* 15.
- Black, E. L. (1998). "Which Is More Value Relevant: earnings or Cash Flow." *Journal of Financial Statements Analysis* 4.
- Dechow, P. (1994). "Accounting Earnings and Cash Flow as Measures of Firm Performance: the role of accounting accruals". *Journal of Accounting and Economic* 18. 3 – 42 .
- Durnev, A; Mork, R; Young, B; and Paul. (2001). "Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing". *Journal of Accounting and Economic*.
- Gantyowati, Evi. (2001). "Hubungan Antara Operating Cash Flow dan Accrual dengan Return Saham". *Kompak*. 275-298.
- Gunawan dan Bandi. (2000). "Analisis Kandungan Informasi Laporan Arus Kas". *Simposium Nasional Akuntansi III*.
- Kothari, S.P. and Jerold, L.Z. (1995). "Price and Return Models". *Journal of Accounting and Economics* 20 :155 – 192.

- Kusuma dan Diana, S . 2004. “*The Effect of Contextual Factors on The Usefulness of Earnings dan Cash Flow from Operations in Explaining Stock Returns*”. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol 7 No. 1.
- Lerner, J.J. and Cashin J.A. (1998). “*Principles Of Accounting II*”. Fourth edition. McGRAW-HILL.
- Linda dan Syam Fazli BZ. (2005). “Hubungan Laba Akuntansi, Nilai Buku, dan Total Arus Kas dengan Market Value: Studi Akuntansi Relevansi Nilai. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol 8 No.3 : 286-306.
- Manurung, A.H. (1998). “Analisa Arus Kas Terhadap Tingkat Pengembangan Saham Di Bursa Efek Jakarta”. Usahawan 05.
- Robert A. Pitts dan David Lei. (2000). “Strategic Management”. South-Western College Publishing. USA.
- Soepartiko, N.V. dan Hartono, J. (2005). “Pengaruh Atribut Perusahaan Terhadap Relevansi Laba dan Arus Kas”. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol 8 No.3 : 211-234.
- Suwardjono. (2005). “Terori Akuntansi – Perekayasaan Pelaporan Keuangan”. Edisi Kedua: BPFE – Jogjakarta.
- Susanto, dan Ekawati. (2006). “Relevansi Nilai Informasi Laba dan Aliran Kas Terhadap Harga Saham Dalam Kaitannya Dengan Siklus Hidup Perusahaan”. SNA – Padang.
- Sutopo, B. (2002). “Earnings-Price Ratio dan Kandungan Informasi Arus Kas”. Prespektif. Vol 7 No. 2 :105-112.
- Sutrisno; Yuniartha; dan Susilowati. (1997). “Pengaruh *Stock Split* terhadap likuiditas dan *return* saham di Bursa Efek Jakarta”. Universitas Kristen Petra.
- Triyono dan Hartono. (2000). “Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus kas dan Laba Akuntansi dengan Harga atau Return Saham”. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol. 3 No. 1 : 54-68.