

KINERJA KEUANGAN SEBAGAI DASAR PENILAIAN PERUSAHAAN

Oleh:

Eka Bertuah

Dosen FE – UIEU

eka.bertuah@indonusa.ac.id

ABSTRAK

Laporan keuangan adalah alat utama perusahaan untuk menyampaikan informasi akuntansi kepada pihak luar perusahaan. Dengan informasi akuntansi yang tersedia, berbagai pihak yang berkepentingan dapat mengambil keputusan. Bagi perusahaan sendiri, pelaporan keuangan merupakan salah satu wujud pertanggungjawaban atas pengelolaan sumber daya perusahaan kepada pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan selama periode tertentu. Penelitian ini bertujuan untuk menguraikan bagaimana kandungan informasi dari laporan keuangan sebagai cerminan kinerja keuangan dapat menjadi dasar penilaian perusahaan, yang ditinjau dari segi teori, penelitian-penelitian terdahulu dan praktek, serta beberapa temuan dan konklusi yang berkaitan dengan kinerja keuangan dan penilaian perusahaan.

Kata Kunci:

Laporan keuangan, kandungan informasi, rasio keuangan perusahaan, kinerja keuangan, penilaian perusahaan.

Pendahuluan

Investor memainkan peranan sentral di pasar modal. Investor membeli dan menjual saham atau surat-surat berharga lainnya (efek) melalui perusahaan-perusahaan efek yang terdaftar resmi di bursa. Kegiatan pasar modal tidak akan terlepas dari tersedianya berbagai macam informasi tentang emiten. Informasi bagi para pelaku di lantai bursa tersebut akan mempengaruhi berbagai macam keputusan yang akan diambil dan akan berakibat pada perubahan atau fluktuasi baik harga maupun kuantitas saham yang diperdagangkan.

Banyak faktor yang mempengaruhi harga saham. Beberapa peneliti telah melakukan penelitian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham. Walaupun para peneliti tersebut menggunakan cara penentuan sampel, periode analisis dan metode statistik yang berbeda, kesemuanya melihat pengaruh kinerja keuangan dengan rasio keuangan terhadap harga saham (Purnomo, 1998; Chandra, 2000; Jeffrey, 2001; Gani, 2002).

Perkembangan harga saham dan volume perdagangan saham di pasar modal merupakan indikasi penting untuk mempelajari tingkah laku pasar, yaitu investor. Dalam menentukan apakah investor akan melakukan transaksi di pasar modal, biasanya ia akan berdasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya, baik informasi yang tersedia dipublik maupun informasi pribadi (Arif Budiarto, 1999). Salah satu informasi yang tersedia di publik adalah laporan keuangan perusahaan emiten yang telah diaudit dan komponennya meliputi: neraca, laporan laba-rugi, laporan perubahan ekuitas, laporan arus kas dan catatan atas laporan keuangan.

Dari sisi emiten, pelaporan keuangan merupakan salah satu wujud pertanggungjawaban atas pengelolaan sumber daya perusahaan kepada pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan selama periode tertentu. Terdapat dua tujuan pelaporan keuangan menurut *Statement of Financial Accounting Concept* (SFAC) No. 1. Pertama, memberikan informasi yang bermanfaat bagi investor, investor

potensial, kreditor dan pihak lain untuk membuat keputusan investasi, kredit dan keputusan serupa lainnya. Kedua, memberikan informasi tentang prospek arus kas bersih perusahaan (FASB, 1987).

Pada mulanya pelaporan keuangan hanya terdiri dari neraca dan laporan laba rugi. Pada tahun 1963, Accounting Principal Board (APB) mengeluarkan Opinion No. 3 yang merekomendasikan pelaporan perubahan posisi keuangan dalam laporan keuangan tahunan, tetapi sifatnya tidak wajib. Pada tahun 1971, pelaporan perubahan posisi keuangan tersebut diwajibkan oleh *Security Exchanges Committee (SEC)*. Menanggapi sikap SEC, maka dikeluarkan Opinion No. 19 untuk menggantikan Opinion No. 3 yang mewajibkan pelaporan perubahan posisi keuangan.

Melalui laporan keuangan, perusahaan dapat membuat rasio keuangan sebagai cerminan kinerja keuangan. Berdasarkan penelitian terdahulu membuktikan bahwa terdapat pengaruh dan hubungan yang kuat antara rasio keuangan dengan perubahan harga saham, dan kegunaan rasio keuangan dalam mengukur dan memprediksi kinerja keuangan. Diawali oleh Horrigan (1965), kemudian dilanjutkan oleh Beaver (1966) dan Altman (1968), penelitian dengan rasio keuangan telah mencapai perkembangan yang pesat pada berbagai bidang studi. Kegunaan rasio keuangan dapat memprediksi pertumbuhan laba (Penman, 1992; Ou, 1994; Machfoedz, 1994; Soelistyo, 2000) serta dapat pula digunakan sebagai alat untuk memprediksi kebangkrutan.

Penelitian lain mengungkapkan pula bahwa laporan keuangan perusahaan dapat digunakan sebagai alat pembandingan kinerja satu perusahaan dengan perusahaan lainnya, alat untuk mengevaluasi struktur modal, alat untuk menilai memprediksi kemampuan laba masa depan perusahaan ditinjau dari

modal yang telah ditanamkan berdasarkan nilai buku (Mark P. Bauman, 1999; Martin A Leibowitz, 1999; John D. Finnerty, Douglas R. Emery, 2004).

Laporan keuangan merupakan salah satu alat yang digunakan oleh manajemen untuk menarik calon investor, sehingga tidak mengherankan jika laporan keuangan seringkali dibuat sedemikian rupa untuk menampilkan angka yang diinginkan oleh manajemen melalui berbagai tindakan manipulasi. Hal ini sesuai dengan teori signaling yang menunjukkan kecenderungan adanya asimetri informasi antara pemilik perusahaan dan investor. Pihak internal perusahaan secara umum mempunyai lebih banyak informasi mengenai kondisi nyata perusahaan saat ini dan prospeknya di masa yang akan datang dibandingkan dengan pihak eksternal.

Asimetri informasi ini dapat diminimalkan dengan mengungkapkan informasi sebanyak-banyaknya. Informasi yang diungkap diharapkan adalah informasi yang menunjukkan kondisi perusahaan yang sebenarnya. Pelaporan arus kas, selain laporan lainnya, merupakan salah satu usaha untuk meminimalkan asimetri informasi. Laporan arus kas dapat dijadikan informasi alternatif dalam menilai kinerja dan prospek perusahaan, pada saat laba mempunyai peluang besar untuk tersentuh praktek manipulasi. Jika melihat pentingnya informasi arus kas bagi pengguna laporan keuangan, maka pelaporan arus kas diharapkan akan direaksi oleh pasar.

Berkaitan dengan informasi yang tersedia di bursa efek, Beaver (1989) mengatakan bahwa karena informasi (*information available*) dan harga sekuritas berubah secara penuh mencerminkan informasi ini, maka perubahan harga sekuritas terjadi karena informasi yang tersedia. Lebih lanjut Beaver menyatakan bahwa pasar dikatakan efisien, jika harga-harga sekuritas terjadi jika setiap orang

mempunyai informasi yang sama (*full information prices*) atau tidak terjadi *information assymetric*. Untuk melihat pengaruh publikasi informasi laba dan arus kas terhadap tingkat keuntungan dan likuiditas saham, perlu dilakukan uji kandungan informasi. Uji ini termasuk sebagai studi peristiwa (*event study*). Fama (1991), menyatakan bahwa studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas dan likuiditas (volume transaksi). Reaksi perubahan harga dapat diukur dengan menggunakan return atau dengan menggunakan abnormal return, dan untuk mengukur reaksi volume perdagangan saham digunakan indikator *Trading Volume Activity (TVA)*.

Penelitian-penelitian kandungan informasi laba telah menunjukkan hasil yang relatif konsisten, namun penelitian kandungan informasi arus kas masih menunjukkan hasil yang belum konklusif (Ali, 1994). Beberapa peneliti melakukan pengujian untuk membandingkan manfaat informasi laba dan arus kas. Mereka ini membuktikan manfaat informasi keuangan selain laba. Hal ini disebabkan oleh adanya anggapan bahwa seolah-olah laba saja sudah cukup memberikan informasi bagi investor. Dalam penelitiannya, Lee (1974) menyatakan bahwa kebutuhan informasi investor dapat dipenuhi oleh arus kas, bukan laba akuntansi karena laba sangat rentan terhadap praktek manipulasi dan perubahan metode akuntansi (Hodgson et.al. 2000). Namun berbeda dengan Lee, Board dan Day (1999) gagal menunjukkan adanya nilai tambah kandungan informasi arus kas. Cheng et.al. (1996) menguji nilai

tambah informasi arus kas operasi ketika laba bersifat transitory. Secara umum, hasilnya menunjukkan bahwa nilai tambah kandungan informasi arus kas operasi menunjukkan peningkatan ketika laba mempunyai keuntungan besar untuk tersentuh oleh praktek-praktek manipulasi yang menyebabkan munculnya komponen transitory dalam laba. Hal ini diperkuat dengan temuan Lee (1974).

Dua model penilaian yang umumnya digunakan dalam studi relevansi nilai data akuntansi adalah model harga dan model *return*. Kedua model ini mempunyai pondasi teoritis yang sama, tetapi hasil yang diperoleh dengan penggunaan kedua model ini kadang-kadang tidak konsisten. Pada saat model harga digunakan sebagai model penilaian, relevansi nilai dari data akuntansi mengalami peningkatan sejalan dengan waktu (*over time*). Sedangkan pada saat model *return* digunakan sebagai model penilaian relevansi nilai dari data akuntansi menampakkan penurunan sejalan dengan waktu. *Scale effect*, *accounting recognition lag* dan *transitory earning* memegang kunci penjelas dari hasil yang tidak konsisten dan perbedaan R^2 antara model harga dan model *return* (Ota, 2000).

Beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya dengan menggunakan model harga dan model *return*. Dalam analisisnya, Francis dan Schipper (1999) menggambarkan bahwa *return* untuk strategi perdagangan masa depan yang didasarkan pada nilai dan magnitude laba pada tingkat perubahan dan juga terhadap sinyal-sinyal fundamental mengalami penurunan. Sebaliknya, pengujian kekuatan penjelasan dari nilai buku, aktiva dan kewajiban (sendiri atau dikombinasikan dengan laba) terhadap *market equity value*, memberikan suatu bukti peningkatan sejalan dengan waktu. Sementara penelitian lainnya, dengan periode pengamatan selama 20 tahun (1977-1996)

mengindikasikan bahwa hubungan *cross sectional model return*, yaitu hubungan pelaporan laba akuntansi dan arus kas operasi dengan return saham mengalami penurunan selama 20 tahun masa pengamatan. Pada penggunaan model harga, yaitu hubungan pelaporan laba akuntansi dan nilai buku dengan harga saham juga menurun selama 20 tahun masa pengamatan. Ini dikarenakan keterbatasan dari laporan keuangan yang tidak cukup menggambarkan perubahan-perubahan dari kegiatan operasi perusahaan yang disebabkan oleh inovasi-inovasi teknologi, kompetisi atau deregulasi.

Penelitian ini bertujuan untuk menguraikan bagaimana kandungan informasi dari laporan keuangan sebagai cerminan kinerja keuangan dapat menjadi dasar penilaian perusahaan, yang ditinjau dari segi teori, penelitian-penelitian terdahulu dan praktek. Dengan demikian, berikut akan dibahas: berbagai macam kandungan informasi yang mencerminkan kinerja keuangan perusahaannya, model-model penilaian perusahaan, bagaimana meningkatkan kinerja keuangan perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan dan terakhir akan dibahas beberapa temuan dan konklusi yang berkaitan dengan kinerja keuangan dan penilaian perusahaan.

Kandungan Informasi Laporan Keuangan

Laporan keuangan adalah alat utama perusahaan untuk menyampaikan informasi akuntansi kepada pihak luar perusahaan (SFAC No. 1, 1978). Suatu laporan keuangan dikatakan memiliki kandungan informasi bila publikasi laporan keuangan tersebut menyebabkan Bergeraknya reaksi pasar. Istilah reaksi pasar ini mengacu pada perilaku investor dan pelaku pasar lainnya untuk melakukan transaksi membeli atau menjual saham (Adjie, 2003).

Salah satu kandungan informasi keuangan akan diuraikan dengan membuat rasio keuangan perusahaan. Rasio keuangan adalah perbandingan antara dua elemen laporan keuangan yang menunjukkan suatu indikator kesehatan keuangan perusahaan pada waktu tertentu. Rasio keuangan menyederhanakan informasi yang menggambarkan hubungan antara pos tertentu dengan pos lainnya dalam laporan keuangan. Dengan informasi ini dapat dinilai secara cepat hubungan antara pos tadi dan dapat membandingkannya dengan rasio lain sehingga diperoleh informasi dan diberikan penilaian. Rasio keuangan yang diolah dari laporan keuangan sangat penting dalam melakukan analisis terhadap kondisi keuangan perusahaan oleh berbagai pihak.

Tujuan dilakukannya analisis laporan keuangan adalah untuk melihat kinerja masa lalu perusahaan dan berdasar analisis lengkap melakukan prediksi terhadap kinerja perusahaan di masa mendatang. Melalui analisis rasio laporan keuangan akan tercermin likuiditas internal (*solvensi*), kinerja operasi (yang mencakup efisiensi operasi dan keuntungan operasi), dan analisis resiko (*resiko bisnis dan resiko keuangan*).

Untuk mengukur likuiditas internal dapat digunakan *current ratio*, *quick ratio*, *cash ratio*, *receivable turnover*, *average collection period* dan *working capital/sales*. Rasio yang menunjukkan efisiensi operasi adalah *total asset turnover*, *inventory turnover*, dan *equity turnover*. Keuntungan operasi dapat diukur dengan *gross profit margin*, *operating profit margin* dan *net profit margin*. Dalam analisis resiko, resiko bisnis dapat diukur dengan melihat fluktuasi penjualan, fluktuasi pendapatan operasi dan *leverage* operasi (derajat biaya tetap terhadap biaya produksi). Sementara resiko keuangan yang menunjukkan ketidakpastian

return bagi pemegang saham akibat penggunaan hutang untuk operasi dan ekspansi perusahaan. Rasio yang dapat digunakan untuk mengukur resiko keuangan adalah *debt to equity ratio*, *total debt ratio*, *equity multiplier* dan *earning ratio*.

Banyak peneliti yang telah melakukan penelitian atas kegunaan dari informasi analisis keuangan dengan menggunakan rasio keuangan. Beaver (1996) mengamati pola dua puluh sembilan rasio keuangan pada perusahaan-perusahaan yang telah bangkrut selama lima tahun sebelum perusahaan tersebut mengalami kebangkrutan. Hasil penelitian Beaver menunjukkan terdapat lima rasio keuangan yang secara signifikan berhubungan dengan kebangkrutan tersebut, yaitu *Cash Flow/Total Debt*, *Net Income/Total Assets*, *Total Debt/Total Assets*, *Working Capital/Total Assets* dan *Current Ratio*. Penelitian ini kemudian dilanjutkan oleh Altman (1968) dengan menggunakan pendekatan *multivariate* untuk memprediksi kebangkrutan dengan penggunaan rasio keuangan secara bersama-sama. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa rasio keuangan dari profitabilitas, likuiditas dan *solvency* dapat memprediksi kebangkrutan perusahaan. Hasil penelitian ini dikenal dengan Altman's Z Score.

Kegunaan rasio keuangan untuk memprediksi perubahan laba juga diteliti oleh Machfoeds (1994) yang menunjukkan bahwa beberapa rasio memiliki kemampuan untuk memprediksi kondisi tahun depan. Disamping itu juga diketahui bahwa rasio yang berbeda digunakan untuk ukuran perusahaan yang berbeda. Ohlson (1980) mengidentifikasi empat faktor dasar yang signifikan dalam mempengaruhi kemungkinan kegagalan perusahaan dalam satu tahun dengan menggunakan *conditional logic analysis*. Keempat faktor tersebut meliputi kondisi ukuran saat ini dari besar kecilnya perusahaan,

struktur keuangan, kinerja keuangan dan likuiditas. Gupta dan Huefer (1972) meneliti kegunaan rasio keuangan dalam mengevaluasi sekelompok karakteristik perusahaan dan industrinya, dengan membandingkan antara rata-rata rasio perusahaan dengan rata-rata rasio industri. Diperoleh kesimpulan bahwa rasio keuangan perusahaan adalah indikator yang baik untuk mendeteksi kinerja individu perusahaan maupun kinerja antar industri. Mutcher (1984) meneliti enam rasio keuangan yang relevan bagi auditor dalam menilai masalah *going concern* dari klien. Keenam rasio keuangan tersebut adalah *net worth to total liabilities*, *cash flow from operation to total liabilities*, *current ratio*, *total liabilities to total assets*, *net income before tax to net sales*, dan *long term debt to total assets*. Penelitian lain menggunakan liquidity dan operating ratio, leverage ratio, profitability ratio dan cash flow ratio untuk melihat pengaruh dari krisis moneter dan company size, menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan (Pudjiastuti dan Machfoedz, 2002). Weston dan Copeland (1996) menyatakan bahwa rasio keuangan juga dapat berguna untuk melakukan analisis sekuritas, mengevaluasi manfaat investasi pada saham dan obligasi.

Salah satu keterbatasan dari analisis rasio keuangan adalah adanya kemungkinan timbulnya multikolinieritas, yang dapat terjadi diantara rasio tersebut dan antar periode analisis (Gujarati, 1999). Walaupun rasio keuangan telah dikelompokkan dalam kategori tertentu, mungkin masih dipertanyakan hubungan diantara rasio tersebut (Bird dan McHugh, 1977; Horrigan, 1965).

Dalam memberikan informasi yang memadai, hanya diperlukan sebagian rasio keuangan. Namun pemilihan rasio keuangan tersebut harus dilakukan secara hati-hati (Horrigan, 1965). Pemilihan rasio keuangan yang

memiliki informasi yang lengkap tidak dapat dilakukan hanya dengan logika biasa, tetapi harus dilakukan berdasarkan bukti empiric dimana hubungannya ditunjukkan oleh criteria statistic (Barnes, 1987).

Jenis rasio keuangan yang digunakan untuk penelitian tergantung pada karakteristik dari bidang penelitiannya. Dalam memilih jenis rasio keuangan, peneliti dapat merujuk pada penelitian terdahulu atau menggunakan *exploratory method* dalam menentukan rasio mana yang akan dipakai untuk menguji hipotesis. Secara umum, Weston dan Brigham (1993) mengatakan, terdapat lima kelompok rasio yang digunakan seperti liquidity, asset management, debt management, proftability dan market value.

Untuk rasio keuangan yang digunakan untuk meramalkan suatu kondisi, pemilihan dapat dilakukan dengan analisis statistic seperti *discriminant*, *regression* atau *correlation*. Dalam melakukan regresi, metode yang sering digunakan adalah *stepwise*, sebagaimana yang dilakukan Ou dan Penman (1989). Altman (1968) menggunakan *dicriminant analysis*, Horrigan (1966) menggunakan *correlation analysis* untuk melihat hubungan antara rasio keuangan dan peringkat obligasi pada perusahaan industri di Amerika Serikat.

Faktor Analysis juga dapat digunakan dalam memilih rasio keuangan dengan mengidentifikasi variabel-variabel atau *main factors* yang menjelaskan pola hubungan dari variabel-variabel yang diteliti. Pinches, Mingo dan Carruthers (1973) didalam Barnes (1987), menggunakan metode ini dalam memilih tujuh rasio keuangan yang dapat digunakan untuk memberikan penilaian terhadap stabilitas jangka panjang perusahaan. Peneliti lain yang juga menggunakan metode yang sama adalah Gombola dan Ketz (1983). Dalam penelitian tersebut dipelajari

hubungan antara cash flow rasio faktor dan rasio lainnya. Hasil penelitian menyatakan bahwa rasio-rasio cash flow dapat menunjukkan dimensi yang berbeda dalam memberikan penilaian kinerja perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Purnomo (1998) terhadap tiga puluh perusahaan berbagai sektor dari tahun 1992 sampai dengan 1996, menggunakan rasio keuangan *Earnings Per Share*, *Price Earnings Ratio*, *Debt Equity ratio*, *Return on Equity* dan *Dividend Per Share*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa harga saham memiliki kepekaan terhadap perubahan *Price Earnings Ratio*, *return On Equity* dan *Dividend Per Share*.

Chandra (2000) meneliti pengaruh enam *variable independent*, yakni *Debt Equity Ratio*, *return on Equity*, *Earnings Per Share*, *Price Earnings Ratio*, *Dividend Per Share* dan Beta, terhadap harga saham pada tahun 1997 dan 1998. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *variable* faktor fundamental keuangan tersebut semakin kurang peka dalam menjelaskan gejolak harga saham selama masa krisis berlangsung. Penelitian ini menggunakan dua puluh tujuh perusahaan. Penelitian lain yang dilakukan Jeffrey (2001) dengan mengamati enam perusahaan kabel dari tahun 1996 sampai dengan 1998, menunjukkan bahwa pengaruh return dan resiko terhadap harga saham semakin menurun dibandingkan tahun 1996. Dengan menggunakan rasio keuangan *Net Profit Margin*, *operating Profit Margin*, *Debt Equity Ratio*, *Return On Equity*, *Price Earnings Ratio* dan *price to Book Value*, gain (2002) melakukan penelitian pada empat puluh emiten yang termasuk kategori berkapitalisasi besar pada tahun 1996 dan 1998. Hasil penelitian menunjukkan bahwa rasio keuangan tersebut berpengaruh besar terhadap *Stock Return* sebelum krisis moneter terjadi di

Indonesia. Setelah krisis moneter, pengaruh rasio keuangan jauh menurun.

Pengujian hubungan laba dengan harga atau return saham diawali oleh Ball dan Brown (1968) yang menunjukkan bahwa peningkatan atau penurunan laba tahunan suatu perusahaan diikuti dengan kenaikan atau penurunan harga sahamnya. Beaver (1968) dan Beaver et al, (1979) juga melakukan penelitian yang sama dan menunjukkan hasil yang konsisten dengan Ball dan Brown (1968). Namun, temuan ini ditentang oleh Lev (1989) yang menemukan adanya hubungan yang lemah antara laba dengan return saham. Hubungan yang lemah ini diduga disebabkan oleh kelemahan metodologi dalam spesifikasi dan estimasi hubungan antara laba dan return saham. Menurut Lev (1989), laba mempunyai kandungan informasi yang secara statistik signifikan, namun secara ekonomi tidak signifikan, karena penjas laba secara umum hanya berkisar antara 2 sampai 5 persen saja. Akibatnya, penelitian kandungan informasi berkembang dengan menguji variabel-variabel akuntansi lainnya. Salah satunya adalah arus kas, yang dapat digunakan sebagai salah satu sumber informasi keuangan alternatif yang bermanfaat.

Rayburn (1986) menguji hubungan antara arus kas operasi dan laba akrual dengan return saham. Hasilnya mendukung adanya hubungan antara arus kas operasi dan laba akrual dengan return abnormal saham perusahaan. Penelitian Bowen et al, (1987) menunjukkan bahwa informasi arus kas merupakan prediktor yang lebih baik dari pada laba akrual dalam memprediksi arus kas masa depan. Penelitian kandungan informasi arus kas lainnya dilakukan oleh Ismain dan Kim (1989), Ou (1990) serta Livnat dan Zarowin (1990).

Selanjutnya, penelitian di bidang ini berkembang ke pengujian nilai tambah kandungan informasi laba

dan arus kas. Cheng et al. (1996) melakukan penelitian untuk menguji apakah nilai tambah kandungan informasi arus kas operasi meningkat ketika laba bersifat transitori. Secara umum, hasilnya menunjukkan bahwa nilai tambah kandungan informasi arus kas operasi menunjukkan peningkatan ketika sifat permanen laba menurun.

Penelitian yang relatif baru dilakukan oleh Hodgson (2000), yang menguji nilai tambah kandungan informasi laba dan arus kas dengan menggunakan beberapa inovasi. Inovasi tersebut meliputi penggunaan model hubungan nonlinier, menggunakan perubahan dan tingkat (level) laba saat ini sebagai proksi dari *unexpected earnings*, dan mempertimbangkan ukuran perusahaan. Hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa arus kas mempunyai nilai tambah kandungan informasi hanya untuk perusahaan besar. Arus kas perusahaan kecil berkorelasi tinggi dengan laba. Temuan lainnya adalah, penggunaan hubungan model nonlinier terbukti meningkatkan daya penjas (*explanatory power*) arus kas dan laba.

Beberapa penelitian yang menguji nilai tambah kandungan informasi arus kas operasi masih menunjukkan hasil yang berbeda-beda atau tidak konsisten. Ali (1994) menguji nilai tambah kandungan informasi laba, modal kerja dari operasi (*working capital from operations*) dan arus kas operasi dengan menggunakan model linier dan nonlinier. Hasilnya menunjukkan bahwa dengan model linier, laba mempunyai nilai tambah kandungan informasi di luar informasi yang diberikan oleh modal kerja dari operasi dan arus kas operasi. Modal kerja dari operasi mempunyai nilai tambah kandungan informasi diluar informasi yang diberikan oleh laba dan arus kas operasi, tetapi gagal menunjukkan nilai tambah kandungan informasi untuk arus kas operasi. Dengan model nonlinier,

hasilnya menunjukkan bahwa laba dan modal kerja dari operasi mempunyai nilai tambah kandungan informasi, baik untuk kelompok perusahaan dengan nilai *unexpected earnings (unexpected working capital from operations) absolute* yang rendah maupun yang tinggi. Model nonlinier juga memberikan bukti adanya nilai tambah kandungan informasi arus kas operasi untuk kelompok perusahaan dengan nilai *unexpected cashflows from operations* yang tinggi.

Sama seperti Ali (1994), Cheng et al. (1996) menguji nilai tambah kandungan informasi laba dan arus kas operasi dengan menggunakan model linier dan nonlinier. Penelitian ini berhasil memberikan bukti empiris tentang adanya nilai tambah kandungan informasi laba dan arus kas operasi.

Laba mungkin mengandung komponen transitori. Komponen transitori mungkin muncul karena berbagai macam alasan, salah satunya karena adanya perjanjian kompensasi atau perjanjian hutang yang didasarkan pada laba akuntansi yang dilaporkan, sehingga manajer terdorong untuk memanipulasi laba dengan cara-cara tertentu. Salah satu contoh komponen transitori dalam laba adalah pengakuan atas suatu transaksi periode yang lalu untuk periode sekarang. Adanya komponen transitory dalam laba menyebabkan laba bersifat kurang permanen atau laba mempunyai persistensi yang rendah.

Brooks dan Buckmaster(1976) mengatakan bahwa persistensi laba merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kekuatan respon harga, dan persistensi berhubungan dengan besarnya *unexpected earnings* (dalam Hodgson et. Al. 2000). Sebagai contoh, perusahaan yang mengalami perubahan laba yang sangat besar pada suatu periode jarang sekali dapat mempertahankannya untuk periode berikutnya. Jika perubahan laba yang sangat besar

tersebut mencerminkan adanya komponen transitory dalam laba, maka terjadi hubungan negatif antara besarnya *unexpected earnings* dengan persistensi laba.

Miller dan Rock (1985) memberikan bukti empiris bahwa besarnya reaksi return saham pada inovasi laba merupakan fungsi dari persistensi laba akuntansi, yaitu pengaruh inovasi laba pada laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Demikian juga penelitian Kormendi dan Lipe (1987) yang menunjukkan koefisien respon laba berkorelasi positif dengan persistensi laba, sehingga besarnya reaksi return saham perusahaan pada laba harus dihubungkan dengan pengaruh inovasi laba pada ekspektasi manfaat masa yang akan datang yang didapat pemegang saham. Dengan demikian besarnya hubungan antara return saham dan laba tergantung pada persistensi laba.

Freeman dan Tse (1992) memberikan bukti empiris bahwa respon marjinal harga saham terhadap *unexpected earnings* menurun dengan meningkatnya nilai *absolute unexpected earnings*, sehingga nilai *absolute unexpected earnings* mempunyai korelasi negative dengan persistensi laba. Bukti ini juga didukung oleh penelitian Ali (1994) yang memberikan bukti empiris yang sama.

Penelitian Ali (1994) menunjukkan hasil mengenai nilai tambah kandungan informasi laba, modal kerja dari operasi, dan arus kas operasi pada kelompok perusahaan dengan komponen transitory yang tinggi dan kelompok perusahaan dengan komponen transitory yang rendah. Penelitian ini menggunakan nilai *absolute unexpected earnings (unexpected working capital from operations* dan *cash flow from operations)* untuk mengukur tinggi atau rendahnya komponen transitory dalam laba, modal kerja dari operasi, dan arus kas operasi. Hasilnya menunjukkan bahwa dengan model linier, laba, modal

kerja dari operasi mempunyai nilai tambah kandungan informasi, tetapi arus kas operasi tidak mempunyai nilai tambah kandungan informasi. Dengan model non linier, laba dan modal kerja dari operasi tidak mempunyai nilai tambah kandungan informasi, baik untuk kelompok perusahaan dengan nilai *unexpected earnings (unexpected working capital from operations) absolute* yang rendah maupun yang tinggi. Model non linier memberikan bukti adanya nilai tambah kandungan informasi arus kas operasi untuk kelompok perusahaan dengan nilai *unexpected cash flow from operations absolute* yang rendah, tetapi tidak untuk kelompok yang mempunyai nilai absolut *unexpected cash flow from operations* yang tinggi. Artinya, penelitian ini tidak berhasil menunjukkan nilai tambah kandungan informasi arus kas operasi pada saat arus kas operasi mengandung komponen transitory yang tinggi.

Informasi laporan arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus 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). Hal ini sejalan dengan pendapat (Lev dan Zarowin (1999) yang mengatakan bahwa arus kas lebih informative daripada laba karena arus kas mengurangi permasalahan manipulasi manajer pada laba akrual dan arus kas kurang dipengaruhi oleh aturan akuntansi.

Arus kas yang sehat begitu vital karena perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya membutuhkan kas. Gambaran menyeluruh mengenai penerimaan dan pengeluaran kas hanya bisa diperoleh

dari laporan arus kas, tetapi bukan berarti laporan arus kas menggantikan neraca ataupun laporan laba rugi, melainkan saling melengkapi.

Cheng (1996) juga menguji nilai tambah kandungan informasi arus kas operasi pada saat laba mengandung komponen transitory. Dengan menggunakan model linier maupun non linier, penelitian ini memberikan hasil bukti empiris tentang adanya nilai tambah kandungan informasi laba dan arus kas operasi. Beberapa penelitian yang telah diuraikan diatas menunjukkan hasil yang tidak konsisten, beberapa penelitian menunjukkan adanya nilai tambah kandungan informasi arus kas, namun ada beberapa penelitian yang tidak berhasil menunjukkan nilai tambah kandungan informasi arus kas, salah satunya penelitian Board dan Day (1989). Kegagalan dalam menunjukkan nilai tambah kandungan informasi arus kas ini diduga merupakan akibat dari penggunaan model yang tidak tepat.

Idealnya, nilai tambah kandungan informasi arus kas akan meningkat pada saat laba mengandung komponen transitory. Artinya, pada saat laba mengandung komponen transitory yang tinggi, misalnya akibat perubahan metode akuntansi, adanya revaluasi, penjualan aktiva, maka arus kas merupakan informasi yang relevan bagi investor untuk menilai perusahaan. Bagaimanapun, komponen transitory kemungkinan juga terdapat dalam arus kas, namun secara umum arus kas tidak terlalu terpengaruh oleh komponen transitory (Das dan Lev, 1994).

Model Penilaian Perusahaan

Kinerja keuangan yang dihasilkan perusahaan akan dinilai oleh masyarakat (investor, calon investor, kreditor, dan pihak berkepentingan lainnya). Salah satu bentuk penilaian mereka atas kinerja perusahaan tersebut adalah melalui harga saham yang tercermin di pasar modal. Harga saham terbentuk

atas faktor internal/fundamental perusahaan dan keyakinan masyarakat atas kondisi eksternal yang mempengaruhi perusahaan tersebut.

Terdapat dua pendekatan penilaian atas suatu saham perusahaan yaitu: *bottom up stock picking approach* dan *top down three step approach*. Perbedaan mendasar antara dua metode di atas adalah pada tingkat keyakinan akan adanya pengaruh perekonomian dan industri terhadap kinerja suatu perusahaan. Pada pendekatan *bottom up*, investor langsung memilih saham tanpa mempertimbangkan arah perekonomian. Pada metode kedua proses penilaian dilakukan berdasarkan analisis alternatif ekonomi dan pasar modal, analisis alternatif industri dan analisis perusahaan. *Output* yang diharapkan dari analisis tersebut adalah ekonomi/pasar modal terbaik, industri yang menjanjikan, perusahaan yang terbaik, ekspektasi *return* dan resiko.

Dalam membuat analisis alternatif ekonomi, para pengelola dana global pada tahap pertama selalu mempertimbangkan alokasi investasi dana berdasarkan negara mana yang akan memberikan return dan risk yang optimal. Adapun parameter yang dapat digunakan dalam analisis ini adalah: *Gross Domestic Product*, tingkat inflasi, nilai tukar (*exchange rate*), stabilitas politik, tingkat daya saing, dan sebagainya. Sementara dalam melakukan analisis alternatif pasar modal, yang menjadi indikator adalah Indeks Harga Saham. Indeks Harga Saham berfungsi: Pertama, untuk mengobservasi total return pasar secara agregat selama suatu periode tertentu dan menggunakannya sebagai acuan kinerja suatu portofolio. Kedua, mengukur faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan harga saham secara agregat. Ketiga, menganalisis hubungan antara return saham dan obligasi pada berbagai pasar modal. Keempat, untuk memprediksi pergerakan harga saham men-

datang (technician). Terdapat dua cara untuk menghitung indeks, yaitu: harga saham tertimbang dan nilai saham tertimbang.

Parameter yang dianalisis dalam analisis alternatif industri adalah: karakteristik industri, kerangka regulasi, *industrial life cycle*, kompetisi, teknologi, pemasaran, efisiensi dan manajemen.

Analisis perusahaan dapat dilakukan dengan analisis teknikal dan analisis fundamental. Analisis teknikal mendasarkan pada beberapa asumsi. Pertama, harga saham ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran. Kedua, permintaan dan penawaran ditentukan oleh sikap rasional dan irrasional. Ketiga, harga saham bergerak mengikuti trend yang continue untuk suatu periode. Keempat, perubahan harga dapat diamati pada kinerja harga pasar. Analisis teknikal melihat perubahan bukti permintaan dan penawaran melalui indikator pasar. Analisis fundamental perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan informasi melalui analisis laporan keuangan. Informasi keuangan merupakan nilai relevan, jika informasi tersebut berisi variabel-variabel yang digunakan dalam model penilaian atau membantu memprediksi variabel-variabel tersebut. Nilai relevan akan diukur oleh kemampuan informasi laporan keuangan untuk mengubah semua informasi yang ada dalam pasar. Interpretasi ini menyatakan bahwa nilai relevan diukur berkenaan dengan informasi nilai yang relevan mengubah harga saham, karena informasi tersebut membuat investor untuk merevisi ekspektasi mereka. Untuk melihat relevansi nilai ini dengan menggunakan hubungan statistic antara informasi keuangan dengan *market value* (Francis dan Schipper, 1999).

Taksiran relevansi nilai didasarkan pada model penilaian yang mengasumsikan bahwa *market value* dan *intrinsic value* mengukur bentuk yang

sama. *Market value* dan *intrinsic value* merupakan merupakan *proxy* ekspektasi pendapatan residual dimasa mendatang yang tidak terbatas. Ukuran permasalahan ini secara langsung dihubungkan dengan kemampuan prediksi yang mendasari interpretasi bentuk relevansi nilai. *Proxy* untuk *market value* adalah harga dan *return* saham.

Return merupakan hasil yang diperoleh dari suatu investasi. *Return* memungkinkan seorang investor untuk membandingkan keuntungan actual ataupun keuntungan yang diharapkan yang disediakan oleh berbagai saham pada tingkatan pengembalian yang diinginkan. Disisi lain, *return* pun memiliki peran yang amat signifikan didalam menentukan nilai dari sebuah saham.

Model persamaan *return* ini berangkat dari asumsi model penilaian saham standar yaitu *discounted cash flow*. Dalam model *discounted cash flow*, harga saham merupakan jumlah nilai sekarang dari sebuah aliran kas yang akan diterima pemodal di masa datang. Model penilaian ini didasarkan pada asumsi bahwa harga suatu saham pada hakekatnya ditentukan oleh kekuatan penawaran dan permintaan terhadap saham yang bersangkutan di pasar modal. Kedua kekuatan itu sendiri merupakan pencerminan dari ekspektasi pemodal terhadap kinerja saham dimasa mendatang. Sementara itu, kinerja suatu saham sangat dipengaruhi oleh kemampuannya dalam memberikan aliran kas masuk (*cash inflow*) kepada pemodal, baik yang berupa pembayaran dividen maupun *capital gain* (*return* saham). Oleh karena itu secara teoritis harga saham merupakan total nilai sekarang dari seluruh aliran kas yang akan diterima pemodal selama periode pemegang saham (*holding period*) berdasarkan tingkat keuntungan (*rate of return*) yang dianggap layak.

Pada penelitian mengenai pasar efisien, selain model pasar, digunakan

juga model harga (*levels*) untuk mengukur dampak informasi akuntansi dan informasi lainnya terhadap harga saham. Model harga menjelaskan “*scale effect*” sedangkan model *return* menjelaskan “*accounting recognition lag*” dan “*transitory earning*”.

Scale effect menyatakan secara implicit hubungan tidak asli dalam model regresi harga yang disebabkan oleh kurangnya pengontrolan skala yang ada diantara perusahaan. Secara umum pengertian *scale effect* adalah peningkatan dari kenyataan bahwa perusahaan besar/kecil akan memiliki kapitalisasi pasar yang besar/kecil, nilai buku yang besar/kecil dan laba yang tinggi/rendah. Oleh karena itu suatu *regresi cross sectional* dari kapitalisasi pasar terhadap nilai buku dan laba, tidak lebih dari menjelaskan “*scale*” yang dipresentasikan perusahaan. Bagaimanapun tidak ada kesepakatan umum oleh para peneliti mengenai apa itu “*scale*” (Ota, 1999). Barth dan Kallapur (1996) berargumentasi bahwa *scale* tergantung pada konteks riset dan model yang diasumsikan dan tidak tampak. Mereka menyebutkan jumlah saham yang beredar, penjualan, total aktiva, *market value of equity*, nilai buku dan laba bersih sebagai skala yang tidak teridentifikasi. Secara konsekuen para peneliti juga menggunakan model *return*, karena variable yang digunakan diturunkan dari variable lag market of equity dan karena itu tidak ada skala.

Model *return meregres return* saat ini terhadap laba pada periode yang sama. Bagaimanapun relevansi nilai yang diobservasi oleh pasar dalam periode saat ini dan direfleksikan dalam *return* saat ini tidak dapat dicatat dalam laba saat ini (laba dalam periode yang sama), karena prinsip akuntansi adalah *reliability*, *objectivity* dan *conservatism* dalam menentukan laba akuntansi. Oleh karena itu laba saat ini tidak merefleksikan *event* ekonomi yang mendasar pada saat yang tepat dan karena itu tidak

sinkron dengan pergerakan harga saham (Ota, 1999).

Porsi laba (perubahan laba) telah diantisipasi oleh pasar sebelum laba diumumkan sebagai suatu *stale component* yang dalam variabel *independent*, bias slope koefisien pada laba menuju nol. Sebaliknya harga saham sekarang dalam model harga merefleksikan pengaruh kumulatif dari informasi laba dan disebabkan oleh *surprise component* dan *stale component*, oleh karena itu tidak ada error dalam variabel bias pada regresi model harga (Kothari dan Zimmerman, 1995).

Beberapa artikel mendiskusikan secara konseptual mengenai kelebihan dan kekurangan dari model harga dan return. Lev dan Ohlson (1974) menyatakan bahwa kedua pendekatan tersebut komplementer, sedangkan Landsman dan Magliolo (1988) mengemukakan bahwa manfaat model harga dan *return* tergantung dari asumsi yang dibuat peneliti mengenai hubungan harga dan sifat ekonometri dari data yang digunakan untuk estimasi. Christie (1987) menyimpulkan bahwa ketika *model levels* dan *return* secara *economically equivalent*, maka pengguna model *return* dapat memperkecil permasalahan ekonometri.

Laba tahunan memiliki kandungan informasi apabila pengumuman laba akan menyebabkan perubahan reaksi investor terhadap distribusi aliran kas di masa yang akan datang, yang akan menyebabkan perubahan harga saham. Perubahan harga saham disekitar tanggal pengumuman diharapkan lebih besar jika dibandingkan dengan perubahan harga saham di luar tanggal pengumuman, Beaver (1968).

Suatu perspektif terhadap informasi laba yang diberikan oleh *kombinasi Earning Response Coefficient (ERC)* yang ditetapkan sebagai jumlah koefisien slope level dan laba untuk mengukur hubungan harga saham dengan laba. Sebuah slope koefisien

yang rendah yang menyatakan bahwa pelaporan laba bukanlah informasi yang utama bagi investor, mungkin karena laba sebagai *transitory* atau subyek manipulasi manajemen dan meningkatnya informasi penting lainnya yang bersifat non keuangan. Sebaliknya, sebuah slope koefisien yang tinggi mengindikasikan bahwa perubahan harga saham yang tinggi yang dihubungkan dengan pelaporan laba, merefleksikan bahwa investor percaya terhadap laba yang lebih permanen (Lev dan Zarowin, 1999). Artinya semakin permanen ramalan mengenai aliran laba yang didapat terutama dari perhitungan terhadap data keuangan historis ataupun perhitungan mengenai laba masa depan, semakin kuat pula hubungannya dengan ERC dan sebaliknya. Peran ERC dalam riset-riset pasar modal diantaranya: (1) lebih berkaitan dengan pengujian peran informasional dari laba akuntansi didalam meringkas informasi yang datang selama satu periode (Eston dan Zmijewski, 1989).

Pada beberapa penelitian mengasumsikan bentuk linier yang nilai ekuitasnya merupakan penjumlahan dari laba dan nilai buku. Model penilaian berdasar laba dan nilai buku, dipandang sebagai alternatif untuk penilaian. Pada model teoritis yang mengasumsikan pasar yang lengkap dan sempurna, nilai buku dan laba merupakan penilaian yang berlebihan (*redundant*) (Burgsthaler dan Dichev, 1997) karena menurut White (1977) pada pasar yang sempurna, model yang didasarkan pada asset, dividen, arus kas dan laba adalah identik. Namun pada setting yang lebih realistis dengan pasar yang tidak sempurna system akuntansi dapat memberikan informasi mengenai nilai buku dan laba sebagai komponen nilai sekuritas yang komplementer daripada *redundant*. Secara umum nilai perusahaan merupakan fungsi laba dan nilai buku (Anggono dan Baridwan, 2003).

Terdapat dua pandangan yang penting dalam literatur mengenai sifat atau sumber relevansi dari nilai ekuitas. Konsisten dengan pandangan bahwa perusahaan adalah bersifat going concern, Ohlson (1995) menyatakan bahwa nilai buku merupakan pengganti/wakil (*proxy*) untuk pendapatan normal masa depan yang diharapkan. Alternatif lainnya menyatakan bahwa relevansi nilai dari nilai buku berasal dari perannya sebagai suatu *proxy* untuk nilai adaptasi dan nilai penolakan. Nilai penolakan adalah sama dengan nilai dilikuidasinya perusahaan, sementara nilai adaptasi adalah sesuatu yang bersifat umum dan mencerminkan nilai sumber netto suatu perusahaan dalam alternatif terbaik berikutnya (Barth, 1996).

Hasil penelitian Collins, menunjukkan bahwa jika perusahaan rugi, pasar bersikap seolah-olah percaya pada nilai buku ekuitas baik sebagai *proxy* bagi pendapatan normal masa depan yang diharapkan dan sebagai *proxy* bagi penolakan. Hasil penelitian Collins juga konsisten dengan hasil penelitian Paul dan Zarowin (1999), yaitu penurunan slope koefisien laba yang merugi, dikarenakan pergeseran relevansi nilai laba akuntansi ke nilai buku. Kedua hasil penelitian ini membuktikan bahwa nilai perusahaan merupakan fungsi laba dan nilai buku seperti yang dikemukakan oleh Burgsthaler (1997).

Arus kas merupakan komponen didalam penentuan nilai perusahaan. Nilai pasar (*market value*) dari perusahaan, merupakan nilai sekarang (*present value*) dari aliran-aliran kas (*cash flow*) masa datang. Jika hal ini benar, maka investor seharusnya menggunakan nilai arus kas untuk menentukan harga dari sekuritas perusahaan bersangkutan. Sebagai alternatif dari arus kas, laba perusahaan juga dapat digunakan untuk menghitung nilai perusahaan, sejalan dengan pendapat Hughes (1986) yang menunjukkan

bahwa nilai di laporan keuangan seperti laba bersih perusahaan dianggap sebagai sinyal yang menunjukkan nilai dari perusahaan. Kadangkala aliran kas dan laba memberikan informasi yang bertentangan, yaitu kenaikan laba dapat diikuti oleh penurunan aliran kas dan sebaliknya. Jika hal ini terjadi informasi mana yang seharusnya digunakan oleh investor. Jika informasi aliran kas lebih diyakini mewakili nilai dari perusahaan dibandingkan informasi laba, maka seharusnya investor yang canggih menggunakan informasi aliran kas ini (Jogiyanto, 1998).

Breinstein pada artikel Anggono dan baridwan (2003), mengungkapkan bahwa semakin tinggi arus kas operasi terhadap laba bersih, berarti semakin tinggi kualitas laba tersebut dan sebaliknya perusahaan dengan laba bersih yang tinggi namun arus kasnya rendah, dicurigai menggunakan pengakuan laba atau pengeluaran akrual.

Disamping arus kas, *Price Earnings ratio (P/E)* merupakan bagian dari rasio pasar, dimana sudut pandang rasio pasar ini lebih banyak berdasarkan pada sudut investor atau calon investor. Selain itu P/E juga merupakan ukuran untuk menentukan bagaimana pasar memberi nilai atau harga pada saham perusahaan (Kertonegoro, 1995). Keinginan investor melakukan analisis kesehatan suatu saham melalui rasio-rasio keuangan seperti P/E, dikarenakan adanya keinginan investor atau calon investor akan hasil (*return*) yang layak dari suatu investasi saham. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Basu Swastha, digambarkan bahwa P/E ternyata juga mampu memberikan petunjuk kepada investor atau calon investor mengenai kemungkinan return saham yang dihasilkan oleh suatu perusahaan. Hasil penelitiannya terhadap saham-saham di Amerika Serikat, ditemukan bahwa rata-rata P/E yang rendah menghasilkan *average rates of return* yang lebih besar. Penelitian lain

menemukan hasil bahwa beta dan P/E tidak mempunyai korelasi yang signifikan dengan *return* saham (dewiyani dan Utama, 1999).

Morris G. Danielson, Thomas D. Dowell (2001) juga mengungkapkan bahwa harga saham suatu perusahaan (nilai pasar perusahaan) dapat digunakan untuk mengukur nilai arus kas yang diharapkan di masa depan. Arus kas dapat mengikuti beberapa pola yang berbeda dan pola tersebut akan berbeda antara perusahaan yang satu dengan perusahaan lainnya. Dalam penelitiannya diperkenalkan sebuah model yang disebut Return-Stages Model, untuk menunjukkan bahwa harga saham perusahaan sebagai fungsi dari tiga tingkat *Return on Equity (ROE)* dimasa depan, yaitu: ROE masa depan dari investasi perusahaan di masa lalu, ROE perusahaan dari investasi yang baru selama perusahaan berada dalam masa pertumbuhan, ROE dari total investasi perusahaan setelah tahap pertumbuhan berakhir. Model ini dapat mengukur ekspektasi yang dihadapi perusahaan dengan menggunakan rasio Price to Book (P/B) dan Price to Earnings (P/E). P/B dan P/E perusahaan dapat memprediksi pola arus kas dimasa depan dari sebuah perusahaan. Penelitian ini menunjukkan bagaimana P/B dan P/E rasio dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengelompokkan perusahaan dalam empat kelompok, yaitu: perusahaan dalam masa pertumbuhan, perusahaan dalam masa kedewasaan, perusahaan dalam kondisi titik balik (*turnaround*) dan perusahaan dalam masa penurunan. Keempat kelompok ini menunjukkan pola ROE masa depan yang akan mengijinkan sebuah perusahaan memperoleh keuntungan saham yang lebih kecil dari yang diharapkan. Sebuah perusahaan dalam tahap pertumbuhan akan memperoleh keuntungan saham yang lebih sedikit daripada yang diharapkan jika kinerjanya tidak sebesar yang diharapkan.

Pada kondisi yang ekstrim, perusahaan yang berada dalam tahap penurunan (P/B dan P/E rasionya rendah) bukannya tidak mungkin dapat mengharapkan keuntungan dari assetnya yang baru maupun assetnya saat ini. Hal ini dikarenakan perusahaan tersebut menghadapi ekspektasi yang rendah, sehingga bisa saja perusahaan pada tahap penurunan memperoleh keuntungan saham yang lebih tinggi daripada perusahaan dalam tahap pertumbuhan.

Richardson (2001) dalam kutipan Anggono dan Baridwan (2003), mengukur kualitas laba sebagai tingkat persistensi kinerja laba pada periode selanjutnya, dan perusahaan dengan akrual yang besar akan memiliki persistensi laba yang lebih rendah sehingga mengalami penurunan kinerja laba pada tahun berikutnya. Sedangkan hasil penelitian Barth (1999) mendukung prediksi bahwa akrual dan arus kas memberikan tambahan informasi dalam memprediksi laba abnormal masa depan dan dalam menjelaskan ekuitas pasar saat ini, selain itu akrual dan arus kas memiliki nilai yang relevan pada semua industri. Club (1995) menyatakan data arus kas diluar laba akuntansi hanya memberikan dukungan lemah bagi investor. Temuan ini menunjukkan bahwa data arus kas tidak mempunyai kandungan informasi jika dilihat pengaruhnya terhadap harga saham.

Hasil penelitian terhadap 208 perusahaan yang melakukan privatisasi di Cina menunjukkan bahwa privatisasi tidak bisa mempengaruhi kinerja perusahaan dalam memperoleh laba (*profitable*)(Zuobao Wei, Oscar Varela, Juliet D'Souza, M.Kabir Hassan, 2003). Penelitian ini juga memperkuat temuan dari Claire E. Crutchley, Jacqueline L. garner, dan Beverly B. Marshall (2002) yang menyatakan bahwa perubahan yang terjadi dalam lembaga perusahaan yang melakukan *go public* tidak mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan tersebut. Pengukuran kinerja didasarkan

atas rasio *book to market* dan ukuran perusahaan (total assets yang dimiliki).

Hubungan antara tingkat pertumbuhan (*growth*) dan *dividend payout* dijelaskan sebagai hubungan yang negative, dimana perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mempunyai *dividend payout* yang rendah, sebaliknya perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah akan mempunyai *dividend payout* yang tinggi. (Hanafi dan Halim, 1996). Pernyataan senada diberikan oleh Barclay (1998), yang menyatakan penentuan kebijakan perusahaan menurutnya berkaitan dengan masalah *free cash flow* perusahaan. Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi dan mempunyai kesempatan yang besar memungkinkan untuk membayar dividen yang rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang *profitable* dalam mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak terpengaruh untuk membayar bagian yang lebih besar dari labanya kepada pihak luar. Sebaliknya, perusahaan yang pertumbuhannya rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasinya dengan mengorbankan sebagian besar labanya dalam bentuk *dividend* maupun bunga.

Hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan resiko yang dinyatakan oleh Chung dan Charoenwong (1991) sebagai hubungan negatif, bahwa perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk tumbuh lebih mempunyai resiko saham sistematis yang lebih rendah. Resiko sering dihubungkan dengan penyimpangan dari *outcome* yang diterima dengan yang diekspektasi. Van Horne dan Wachowics (1992) mendefinisikan resiko sebagai variabilitas *return* terhadap *return* yang diharapkan. Metode yang banyak digunakan untuk mengukur resiko adalah standar deviasi yang mengukur absolut penyimpangan nilai-nilai yang sudah terjadi dengan

nilai rata-ratanya sebagai nilai yang diekspektasi.

Meningkatkan Kinerja Keuangan Perusahaan

Telah banyak peneliti yang memberikan masukan bagaimana perusahaan dapat meningkatkan kinerja keuangannya. Akan tetapi semua itu harus disesuaikan dengan kondisi perusahaan itu sendiri. Berikut beberapa hal yang harus diperhatikan perusahaan dalam meningkatkan kinerja keuangannya sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan di mata masyarakat adalah:

1. Menjaga tingkat likuiditas perusahaan dengan memonitor terus-menerus *net working capital* yang dimiliki. *Net working capital* yang dimaksud adalah seluruh komponen aktiva lancar. *Net working capital* yang dapat dimanage dengan baik akan memperlancar arus kas perusahaan. Dari penelitian yang telah diuraikan sebelumnya, menunjukkan bahwa arus kas bisa berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
2. Menjaga profitabilitas dengan terus-menerus melakukan efisiensi dan pengelolaan aktiva yang optimal sehingga bisa memberikan kontribusi bagi keuntungan yang bisa diperoleh perusahaan. Dari hasil penelitian yang telah diuraikan diatas, dapat ditunjukkan bagaimana tingkat profitabilitas ini akan berpengaruh pula terhadap nilai perusahaan yang tercermin melalui harga saham.
3. Tingkat perbandingan hutang terhadap aktiva harus diperkecil untuk bisa meningkatkan kepercayaan investor dan kreditor yang dapat membantu perusahaan dalam kondisi kesulitan memperoleh sumber dana.
4. Menjaga struktur permodalan perusahaan yang optimal.

Apabila perusahaan dapat memelihara dan terus meningkatkan kinerja keuangan, menjaga struktur permodalan dan meningkatkan terus kemampuan perusahaan (*size*) maka perusahaan juga akan dapat terhindar dari resiko kebangkrutan.

Temuan dalam Penelitian

1. Laporan keuangan perusahaan dapat digunakan sebagai alat pembandingan kinerja satu perusahaan dengan perusahaan lainnya, alat untuk mengevaluasi struktur modal, alat untuk menilai memprediksi kemampuan laba masa depan perusahaan ditinjau dari modal yang telah ditanamkan berdasarkan nilai buku (*Book Value*).
2. Kinerja keuangan perusahaan dan harga saham dipengaruhi oleh faktor-faktor fundamental perusahaan, yang bukan saja tercermin melalui laporan keuangan tetapi juga kebijakan manajemen perusahaan, seperti pengumuman pemberhentian karyawan (Pemutusan Hubungan Kerja/PHK) (Oded Palmon, Huey-Lian Sun, Alex P. Tang, 1997). Penelitian ini juga diperkuat oleh temuan Avaniidhar Subrahmanyam (2005) yang menemukan bahwa penyungkapan kebijakan manajerial akan mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham dan likuiditas pasar keuangan. Hal ini sesuai dengan teori penilaian saham perusahaan seperti yang telah diuraikan diatas.
3. Apabila tingkat pengelolaan investasi dana pemilik (ROE) baik maka nilai perusahaan yang tercermin melalui *Price to Book* (P/B) rasio akan meningkat pula. (Morris G. Danielson, Thomas D. Dowdell, 2001)
4. Privatisasi tidak bisa mempengaruhi kinerja perusahaan dalam memperoleh laba (Zuobao Wei, Oscar

Varela, Juliet D'Souza, M.Kabir Hassan, 2003). Penelitian ini juga memperkuat temuan dari Claire E. Crutchley, Jacqueline L. Garner, dan Beverly B. Marshall (2002) yang menyatakan bahwa perubahan yang terjadi dalam lembaga perusahaan yang melakukan *go public* tidak mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan tersebut.

5. Untuk penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan pemilihan rasio keuangan dan pengujian variable independen yang lain, yakni faktor diluar fundamental keuangan perusahaan, seperti jenis produk, perkembangan teknologi dan *good corporate governance*.

Daftar Pustaka

- Bali, Turan G, Nusret Cakici, "Value at Risk and Expected Stock Returns", *www.proquest.pqd*, Spring, 2004.
- Bauman, Mark P, "Importance of Reported Book Value in Equity Valuation", *www.proquest.pqd*, Winter, 1999.
- Cornell, Bradford, "Is Response to Information Consistent With Fundamental Valuation? The Case of Intel", *www.proquest.pqd*, Spring, 2001.
- Crutchley, Claire E, Jacqueline L. Garner; Beverly B. Marshall, "An Examination of Board Stability and The Long-Term Performance of Initial Public Offerings", *www.proquest.pqd*, Autumn, 2002.
- Danielson, Morris G, Thomas D. Dowdell, "The Return-Stages Valuation Model and The Expectations Within A Firm's P/B and P/E Ratios",

www.proquest.pqd, Spring,
2001.

Doukas, John A, Chansoq Kim, Christos Pentzalis, “*Divergent Options and Performance of Value Stocks*”, *www.proquest.pqd*, Nov/Dec, 2004.

Finnerly, John D, Douglas R. Emery “*The Value of Corporate Control and the Comparable Company Method of Valuation*”, *www.proquest.pqd*, Spring, 2004.

Freund, Steven, Alexander Prezes, Gopala K. Vasudevan, “*Operating Performance and Free Cash Flow of Assets Buyers*” *www.proquest.pqd*, Winter, 2003.

Leibowitz, Martin A, “*Market to Book Ratio and Positive and Negative Returns on Equity*”, *www.proquest.pqd*, Winter, 1999.

Palmon, Oded, Huey-Lian Sun, Alex P. Tang, “*Layoff Announcement: Stock Market Impact and Financial Performance*”, *www.proquest.pqd*, Autumn, 1997.

Subrahmanyam, Avaniidhar, “*A Cognitive Theory of Corporate Disclosures*”, *www.proquest.pqd*, Summer, 2005.

Wei, Zuobao, Oscar Varela, Juliet D’Souze, M. kabir Hassan, “*The Financial and Operating Performance of China’s Newly Privatized Firms*”, *www.proquest.pqd*, Summer, 2003.