

MANA YANG LEBIH MEMILIKI VALUE-RELEVANT: NET INCOME ATAU CASH FLOWS (Studi Terhadap Siklus Hidup Organisasi)

Juniarti

*Staf Pengajar Fakultas Ekonomi-Universitas Kristen Petra
E-mail: yunie@petra.ac.id*

Rini Limanjaya

Alumni Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi-Universitas Kristen Petra

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menguji manakah yang lebih memiliki *value-relevant* pengukuran laba atau arus kas pada masing-masing siklus hidup perusahaan. Siklus hidup perusahaan umumnya terbagi dalam tahap *start-up*, *growth*, *mature* dan *decline*. Karakteristik perusahaan berbeda untuk setiap tahap siklus hidup tersebut, karena itu kegunaan pengukuran akuntansi juga akan berbeda. Laba diperkirakan lebih memiliki *value-relevant* pada tahap *mature*, sementara arus kas diekspektasikan lebih memiliki *value-relevant* ketika perusahaan berada pada tahap *start-up*, *growth* dan *decline*. Penelitian ini membuktikan bahwa pada tahap *growth*, hasil pengujian yang dilakukan mendukung hipotesis bahwa *cash flow* lebih memiliki *value relevant* dibanding laba. Tetapi, untuk tahap *mature*, hipotesis yang diajukan tidak berhasil dibuktikan. Penelitian ini tidak dapat melakukan pengujian untuk tahap *start-up* dan *decline*, dikarenakan data sampel untuk kedua tahap tersebut tidak mencukupi untuk dilakukan pengujian.

Kata kunci: siklus hidup organisasi, *value-relevant*, laba, arus kas.

Abstract: *This research is aimed to examine the relative value-relevant of net income and cash flow measures in different life cycle stages. Corporate life cycle consists of four stages: start up, growth, mature, and decline stage. Firms in different life cycle stages have different characteristics, and therefore in each life cycle stages the usefulness of accounting measures also different. Net incomes are predicted to be more value relevant in mature stages, while cash flows are expected to be more value relevant in stages characterized by start up, growth, and decline stages. The results prove that in the growth stage, the analysis supports the hypothesis that cash flows are more value relevant than net income. However, in the mature stage, the analysis results reject the hypothesis. This research do not analyze for the start up stage and decline stage, because of the limitation of the sample data.*

Keywords: *organizational life cycle, value-relevant, net income, cash flows.*

Standar Akuntansi menjelaskan bahwa laba (*earnings*) yang dihasilkan oleh *accrual based accounting* dapat memberikan pengukuran kinerja perusahaan yang lebih baik daripada menggunakan informasi yang dihasilkan oleh arus kas (*cash flows*). Menurut FASB Statement of Concepts No.1 paragraph 44:

“Information about enterprise earnings and its components measured by accrual accounting generally provides a better indication of enterprise performance than does information about current cash receipts and payments.”

Penelitian yang dilakukan oleh Dechow (1994) mengenai *accounting earnings and cash flows as measures of firm performance* menunjukkan bahwa: *“the accruals play an important role in improving the ability of earnings to reflect firm performance”*. Hal ini secara tidak langsung memberikan pernyataan bahwa *earning* lebih memiliki *value relevance* dibanding *cash flow*.

Sementara itu, penelitian mengenai *the information content of accounting earnings and cash flows measures of performance* yang dilakukan oleh Hassabelnaby & Said (2001) menemukan bahwa pengukuran dengan *cash flow* memberikan pengukuran yang lebih unggul mengenai kinerja ekonomi dan memberikan kandungan informasi yang lebih besar bila dibandingkan dengan pengukuran berbasis *earning*. Penelitian lain mengenai *the value relevance of earnings and cash flow: empirical evidence of Japanese equity market* yang dilakukan oleh Charitou, Clubb & Andreou (2000) menunjukkan bahwa *“Cash flow have information content beyond earnings and cash flow play a more important role in the market place when earnings are transitory.”*

Houge dan Loughran (2000) dalam penelitiannya yang berjudul *cash flow is a king* menyatakan bahwa: *“The market consistently underestimates the transitory nature of accruals and the long term persistence of cash flows. In fact, there is a significant excess returns information from a cash flow based strategy”*. Ketidakmenetapan *accruals* terlalu diremehkan oleh pasar dan begitu juga dengan *cash flow* yang sebenarnya lebih menetap. Pada kenyataannya, informasi yang diberikan oleh *cash flow* dapat lebih signifikan.

Menurut Kreitner dan Kinicki (1998:587), kriteria yang dipakai untuk mengevaluasi kesuksesan suatu organisasi akan berbeda di setiap tahapan siklus hidupnya. Dengan lebih memahami posisi tahap siklus hidup perusahaan, dapat menentukan informasi akuntansi yang selayaknya dipakai, yakni yang lebih memiliki daya muat informasi yang dapat menjelaskan keadaan perusahaan sebenarnya (*value-relevant*).

Sebagai produk laporan keuangan *net income* dan *cash flow* diakui oleh peneliti sebelumnya memiliki relevansi ekonomi yang berbeda pada tiap tahapan siklus hidup perusahaan. Hasil kajian empiris yang telah dicapai oleh beberapa peneliti sebelumnya nampaknya masih memberikan peluang untuk peneliti menguji hal yang sama khususnya pada perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia. Berdasarkan hal tersebut, maka masalah yang diajukan pada penelitian ini dirumuskan sebagai berikut: Manakah yang lebih memiliki *value-relevant: net income* atau *cash flows* bila dikaitkan dengan siklus hidup perusahaan?

Penelitian ini hanya difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya (BES) dari tahun 1992 sampai dengan 1996. Adapun alasan pengambilan sampel dimulai tahun 1992 karena ketersediaan data. Penelitian diakhiri tahun 1996 karena pada tahun-tahun berikutnya terutama tahun 1997 dan 1998, perusahaan-perusahaan di Indonesia terkena dampak krisis moneter sehingga kemungkinan besar perusahaan-perusahaan tersebut berada dalam keadaan tidak stabil dan sedang dalam proses pemulihan kembali (*business recovery*).

Data sampel diambil berdasarkan pengelompokan industri manufaktur di Indonesia menurut *Capital Market Directory Indonesia* tahun 1995 dan 1997. Sampel perusahaan manufaktur yang diambil harus yang sudah menerbitkan laporan keuangan tahunan mulai tahun 1992 sampai dengan 1996, selain itu sampel yang diambil juga merupakan perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai perusahaan yang berada pada tahap *start-up*, *growth*, *mature* dan *decline*, dan yang memiliki data-data yang lengkap mengenai *net income* dan *cash flow*.

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan hal-hal berikut ini: 1) Untuk mengetahui manakah yang lebih memiliki *value-relevant*, *net income* atau *cash flows* bila dikaitkan dengan siklus hidup perusahaan. 2) Memberikan informasi kepada para pengguna laporan keuangan tentang keterkaitan antara *net income* dan *cash flow* dengan siklus hidup perusahaan.

SIKLUS HIDUP PERUSAHAAN

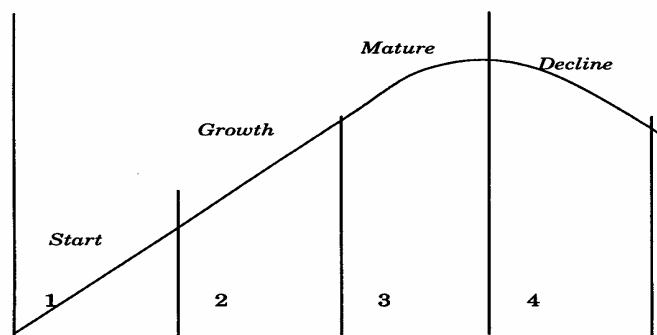
Beberapa organisasi baru lenyap setelah mencapai kesuksesan yang gemilang, organisasi yang lain mungkin mengalami kebangkrutan yang prematur yaitu tidak lama setelah organisasi dibentuk, tetapi teori organisasi juga menyatakan bahwa organisasi dapat hidup kekal (*immortal*) seperti sebagian besar universitas dan gereja.

Kreitner dan Kinicki (1998:587) mengungkapkan tentang teori siklus hidup perusahaan sebagai berikut: *“Like the people who make up organizations, organizations themselves go through life cycles. Organizations are born and, barring early decline, eventually grow and mature, if decline is not reversed the organizations dies.”*

Weston & Brigham (1981) menyatakan bahwa siklus hidup suatu perusahaan atau suatu industri akan cenderung digambarkan seperti bentuk kurva S (*S-shaped curve*) seperti yang terlihat dalam gambar 1. Tahap 1 sampai dengan tahap 4 dari gambar tersebut merupakan *start-up*, *high growth*, *maturity* dan *decline*.

Menurut Pashley & Philippatos (1990) siklus hidup perusahaan terdiri dari empat tahap utama, yaitu *pioneering*, *expansion*, *maturity*, dan *decline*. Black (1998) menyebut tahap *pioneering* sebagai tahap *start-up* dan menyebut tahap *expansion* sebagai tahap *growth*.

Sales



(Sumber: Weston & Brigham 1984 : 985)

Gambar 1. Life Cycle of a Typical Firm

METODE KLASIFIKASI TAHAP SIKLUS HIDUP PERUSAHAAN

Metode yang digunakan untuk mengklasifikasikan tiap-tiap tahun observasi perusahaan kedalam tahapan siklus hidupnya mengacu kepada metode yang telah digunakan Black (1998), yang berdasarkan kepada metode Anthony & Ramesh (1992). Kriteria pengklasifikasian ke dalam tahap *start up* adalah sebagai berikut: 1) Perusahaan yang telah memiliki berdiri cukup lama (sekitar 5 tahun, sehingga memungkinkan untuk diklasifikasi). 2) Perusahaan tidak terbentuk sebagai akibat dari *divestiture*, *merger*, atau bentuk restrukturisasi lainnya. 3) Perusahaan memulai melakukan penjualan tidak lebih dari satu tahun sebelum go publik. 4) Hanya data perusahaan selama tiga tahun pertama setelah tanggal berdiri perusahaan yang dimasukkan.

Sementara itu, klasifikasi observasi tahun-perusahaan ke dalam tahap *growth*, *mature* dan *decline* dilakukan berdasarkan pada tiga variabel klasifikasi (tabel 1), yaitu *percent sales growth* (SG), *annual dividend as a percentage of income* (DP), dan *age of the firm* (AGE).

Menurut Anthony & Ramesh (1992), perusahaan dengan *sales growth* yang tinggi pada umumnya adalah perusahaan yang masih berada dalam tahap awal perkembangan dan memiliki kesempatan tumbuh yang tinggi, sedangkan perusahaan dengan *sales growth* yang rendah dimungkinkan perusahaan tersebut sedang memasuki ke dalam tahap *decline*. Selain itu pembayaran dividen yang rendah pada umumnya dihubungkan dengan tahap siklus hidup awal karena perusahaan membutuhkan kas untuk mengembangkan pangsa pasar, menguasai teknologi, dan mendanai investasi. Tetapi pembayaran dividen yang rendah dapat dimungkinkan juga disebabkan perusahaan sudah lama berada didalam industri dan sedang berada dalam kesulitan likuiditas, sehingga dimasukkan variabel umur (*age*) perusahaan untuk meminimalkan kemungkinan kesalahan pengklasifikasian perusahaan ke dalam siklus hidupnya.

Pengertian dari *dividen payout* (DP) adalah presentase dari laba yang dibayarkan kepada pemegang saham, pada umumnya berlaku bahwa jika semakin tinggi rasio pembayaran maka dapat dikatakan semakin dewasa perusahaan tersebut. Sedangkan yang dimaksud dengan *sales growth* (SG) adalah presentase kenaikan penjualan disetiap tahunnya, dan yang dimaksud dengan *age* (AGE) didalam penelitian ini merupakan umur dari perusahaan, yaitu lamanya perusahaan berada (*exist*) didalam suatu industri.

Tabel 1 menunjukkan pedoman yang dipakai dalam mengklasifikasikan tiap-tiap tahun observasi perusahaan kedalam tahapan siklus hidup *growth*, *mature* dan *decline*.

Tabel 1. Indicators Of Life Cycles Stages

Life Cycle Stage	Life Cycle's Variable Classification		
	DP (Dividend Payout)	SG (Sales Growth)	AGE
Growth Stage	Low	High	Young
Mature	Medium	Medium	Adult
Decline	High	Low	Old

(Sumber: Anthony & Ramesh 1992 : 207)

Rumus yang dipakai untuk memperoleh data DP, SG, dan AGE adalah sebagai berikut:

$$DP_t = (DIV_t/IBED_t) \times 100 \quad (1)$$

Pada tahap *growth* ini, *net income* dan *financing cash flow* mempunyai asosiasi positif terhadap *market value equity*, sedangkan untuk *cash flow from operation activity* dan *cash flow from investing activity* tidak memiliki asosiasi dengan *market value equity*.)

$$SG_t = ((SALES_t - SALES_{t-1})/SALES_{t-1}) \times 100 \quad (2)$$

$$AGE_t = (AGE_{\text{current year}}) - (AGE_{\text{based year}}) \quad (3)$$

Keterangan:

DIV_t = *dividends in year t*

$IBED_t$ = *income before extraordinary items and discontinued operation in year t*

$SALES_t$ = *net sales in year t*

$AGE_{\text{current year}}$ = tahun berjalan

$AGE_{\text{based year}}$ = tahun terbentuknya perusahaan

HUBUNGAN SIKLUS HIDUP PERUSAHAAN DENGAN INFORMASI LABA DAN ARUS KAS

Myers (1977) seperti yang dikutip Black (1998) menyatakan bahwa kinerja suatu perusahaan dapat dilihat dari nilai perusahaan tersebut (*value of firm*), dimana konsep nilai perusahaan (*value of firm*) menjelaskan bahwa masing-masing tahap siklus hidup perusahaan berhubungan dengan besarnya laba dan arus kas yang dihasilkan perusahaan. Hubungan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

$$Value\ of\ Firm = Value\ of\ Assets\ in\ Place + Value\ of\ Growth\ Opportunities \quad (4)$$

Persamaan (2.1) diatas memiliki arti bahwa nilai perusahaan (*value of firm*) terdiri dari dua komponen, yaitu aktiva (*assets in place*) dan kesempatan untuk tumbuh (*growth opportunities*), dengan proporsi yang berbeda tergantung pada tahap siklus hidup perusahaan. Sebagai contoh, perusahaan pada tahap *start up* memiliki sedikit aktiva (*assets in place*), sehingga nilai perusahaan sebagian besar diukur dari nilai kesempatan untuk tumbuh (*growth opportunities*). Sedangkan untuk perusahaan yang berada pada tahap *maturity* kesempatan untuk tumbuh (*growth opportunities*) menjadi berkurang, dan nilai perusahaan sebagian besar ditentukan oleh aktiva yang dimiliki (*assets in place*).

Menurut Burgstahler dan Dichev (1997), nilai perusahaan tersebut (*value of firm*) berkaitan erat dengan model yang secara umum menyatakan bahwa nilai pasar ekuitas (*market value equity*) suatu perusahaan pada satu tahun tertentu merupakan fungsi linear dari *recognize net assets*, yang merupakan nilai buku ekuitas (*book value equity*) dan *unrecognized net assets* perusahaan pada tahun tersebut.

Dalam suatu perusahaan, *recognized net assets* merupakan *assets in place* dari perusahaan tersebut sedangkan *unrecognized net assets* adalah kesempatan tumbuh (*growth opportunity*) yang dimiliki perusahaan tersebut. Berdasarkan pernyataan diatas (sesuai dengan yang dikutip Black, 1998), maka *value of firm* (*market value equity*) suatu perusahaan pada tahun tertentu dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$MVE_{it} = \alpha + \beta_1.BVE_{it} + \beta_2.UNA \quad (5)$$

Dimana,

BVE = *Book Value Equity/Recognized Net Assets*

UNA = *Unrecognized Net Assets*

Selanjutnya *net income* (NI) merupakan *proxy* untuk *unrecognized net assets* (Bernard 1994, Barth & Landsman 1996, Ohlson 1995). Selain *net income* (NI) wakil potensial *unrecognized net assets* lainnya yaitu *cash flow* yang terdiri dari *operating cash flow* (CFO), *investing cash flow* (CFI) dan *financing cash flow* (CFF), dimana ketiga jenis *cash flow* ini nilainya akan berbeda-beda disetiap tahapan siklus hidup perusahaan.

Di setiap tahap siklus hidupnya, dilakukan tes hipotesis untuk mengetahui *value-relevant net income* dan *cash flow* dengan menggunakan wakil-wakil dari *unrecognized net assets* (UNA) yang berbeda yaitu *net income* (NI) dan *cash flow* yang terdiri dari CFO, CFI dan CFF. Persamaan regresinya adalah sebagai berikut:

$$MVE_{it} = \alpha + \beta_1.BVE_{it} + \beta_2.NI_{it} + \beta_3.(Cash\ Flows)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$MVE_{it} = \alpha + \beta_1.BVE_{it} + \beta_2.NI_{it} + \beta_3.CFO_{it} + \beta_4.CFI_{it} + \beta_5.CFF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

KARAKTERISTIK SETIAP TAHAPAN SIKLUS HIDUP

Stage 1: Start Up Period

Pada tahap awal (*start up stage*), merupakan tahap dimana perusahaan akan mengalami pertumbuhan penjualan dan keuntungan yang relatif lamban, karena selain perusahaan adalah sebagai pendatang baru didalam industri, perusahaan yang bersangkutan juga masih dalam tahap pengenalan terhadap produk-produknya yang dijual, terhadap karyawan-karyawan yang ada didalamnya, terhadap sistem dan prosedur yang ada didalamnya, dan lain-lain. Oleh karena itu di tahap pertama ini dinamakan sebagai *experimentation period* (Weston & Brigham 1981).

Pada tahap ini *net income* (NI) yang diperoleh perusahaan akan cenderung bernilai negatif, karena perusahaan berusaha mendapatkan pangsa pasar sehingga perusahaan banyak melakukan pengeluaran kas untuk pengembangan produk, pengembangan pasar, dan ekspansi kapasitas. Kondisi ini dapat menekan laba jangka pendek tetapi diharapkan akan mendatangkan laba jangka panjang di masa depan. Oleh karena itu, Anthony & Ramesh (1992) menyatakan bahwa pada tahap *start-up* perusahaan akan cenderung melaporkan laba negatif (*negative net income*).

Cash flow from operation (CFO) perusahaan pada tahap ini juga diperkirakan akan bernilai negatif karena perusahaan masih dalam tahap pencarian

pangsa pasar dan kemungkinan masih belum mampu menghasilkan arus kas masuk dari aktivitas operasi dalam jumlah yang lebih besar daripada arus kas keluarnya. Tetapi menurut Black (1998) *cash flow from operation* dapat memberikan informasi seberapa besar perusahaan dapat membiayai dengan kemampuannya sendiri (*internally fund growth*).

Cash flow from investing (CFI) perusahaan dinyatakan Black (1998) akan sangat berpengaruh dalam menilai *value of firm* di tahap *start up*. Karena, untuk mengembangkan dan mempertahankan pangsa pasar serta menguasai teknologi agar perusahaan dapat bertumbuh (*growth*) diperlukan pengeluaran investasi yang sangat besar.

Adanya kebutuhan untuk memenuhi penggunaan investasi yang sangat besar, mendorong perusahaan untuk mendapatkan dana yang besar agar dapat memulai usahanya. Dengan kata lain, pada tahap ini perusahaan juga membutuhkan *cash flow from financing* (CFF) yang positif, yakni arus kas masuk dari aktivitas pendanaan harus lebih besar dibandingkan dengan arus kas keluarnya.

Dapat disimpulkan bahwa pada tahap *start up*, perusahaan memiliki volume penjualan awal yang rendah, menderita kerugian akibat adanya *start-up cost*, dan tingkat likuiditas yang rendah. Sebagian besar dana yang dimiliki merupakan dana dari hasil pinjaman, dan umumnya perusahaan tidak membagikan deviden. Pada tahap ini skala perusahaan masih kecil (*small firms*) dan relatif masih merupakan pendatang baru di dalam industri (*young firms*) bila dibandingkan dengan tahap dari siklus hidup yang lainnya (Black 1998).

Selain itu perusahaan hanya memiliki sedikit aktiva (*asset in place*) dan sebagian besar porsi nilai perusahaan (*value of firm*) terdiri dari kesempatan tumbuh (*growth opportunities*). Oleh karena itu, perusahaan membutuhkan pendanaan yang besar untuk melakukan investasi agar kesempatan untuk tumbuh (*growth opportunities*) dapat diwujudkan.

Berdasarkan dari penjelasan yang diperoleh, maka ditahap *start up* ini diharapkan informasi yang dihasilkan oleh aktivitas *cash flow* dapat memberikan informasi yang lebih *value-relevant* daripada informasi yang diberikan oleh *net income* (NI).

Stage 2: Growth Stage

Pada tahap *growth* perusahaan mengalami peningkatan penjualan, 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. Di tahap ini dinamakan juga sebagai *exploitation period*.

Net income (NI) yang diperoleh perusahaan pada tahap ini akan lebih besar dibandingkan dengan tahap sebelumnya (*start up stage*). Walaupun kadang-kadang *net income* yang diperoleh masih bernilai negatif tetapi biasanya besarnya kerugian yang diderita menurun. Hal ini disebabkan karena perusahaan sudah berhasil memperoleh pangsa pasar dan mampu menghasilkan arus kas operasional yang meningkat atau bahkan positif. Perusahaan yang berada pada tahap ini kemungkinan sudah bisa melakukan pembayaran deviden, jika perusahaan sudah mampu memperoleh laba yang positif, namun deviden yang

dibagikan masih rendah karena kas masih difokuskan untuk keperluan pendanaan.

Cash flow from operating (CFO) perusahaan pada tahap ini juga akan mengalami peningkatan daripada tahap sebelumnya. Oleh karena perusahaan sudah berhasil memperoleh pangsa pasar dan mendapatkan kenaikan penjualan, maka diharapkan arus kas dari aktivitas perusahaan akan bernilai positif.

Pada tahap *growth*, sama halnya seperti pada tahap *start up*, yakni perusahaan masih melakukan pengeluaran investasi (CFI) yang sangat besar untuk mengembangkan dan mempertahankan pangsa pasar serta menguasai teknologi.

Demikian juga halnya dengan *financing activity* (CFF), diperlukan lebih besar lagi bila dibandingkan dengan tahap *start up*. Tujuannya yaitu untuk meraih dana dalam membiayai *sales growth* dan *profitability* yang lebih tinggi lagi, yakni dengan menginvestasikan dana tersebut (*investing activity*) ke dalam *fixed assets* lain untuk memenuhi permintaan pasar (Weston & Brigham 1981).

Dapat disimpulkan bahwa pada tahap *growth* ini, kesempatan tumbuh (*growth opportunities*) perusahaan menjadi lebih tinggi daripada tahap sebelumnya dan perusahaan telah memperoleh sejumlah aset-aset yaitu hasil dari investasi pada tahap sebelumnya. Rasio nilai aktiva (*assets in place*) terhadap *value of firm* lebih tinggi daripada yang terjadi pada tahap *start up*.

Perbedaan lain yang mencolok antara tahap *start up* dengan tahap *growth* ini yaitu adanya perbedaan nilai dari *cash flow from operating activity* (CFO). Pada tahap *start up* perusahaan tidak dimungkinkan untuk mendapatkan arus kas operasi yang positif sedangkan pada tahap *growth* perusahaan diharapkan dapat memperoleh arus kas positif dari hasil aktivitas operasinya.

Berdasarkan dari penjelasan yang diperoleh, maka pada tahap *growth* ini sama halnya dengan tahap *start up* yakni, diharapkan informasi yang dihasilkan oleh aktivitas *cash flow* dapat memberikan informasi yang lebih *value-relevant* daripada informasi yang diberikan oleh *net income* (NI).

Stage 3: Mature Stage

Pada tahap ini perusahaan mengalami puncak tingkat penjualan, tingkat likuiditas tinggi dan perusahaan menjadi '*cash cow*'. 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 dividen yang tinggi. Di samping itu, perusahaan juga diharapkan mampu menghasilkan arus kas operasional (CFO) yang semakin besar. Perusahaan pada tahap ini dapat dikatakan berada pada posisi yang mapan dan mampu menghasilkan arus kas operasional dalam jumlah besar.

Pada tahap ini *cash flows from investing activity* (CFI) perusahaan untuk *fixed assets* mulai menurun, perusahaan sudah mampu menghasilkan laba dari *assets* yang ditanamkan dari 2 periode siklus hidup sebelumnya. Biasanya akuisisi eksternal merupakan cara yang menarik bagi perusahaan untuk menginvestasikan dana yang berlebih secara menguntungkan (Weston & Brigham, 1981).

Cash flow from financing (CFF) perusahaan pada tahap ini juga akan berkurang, karena selain perusahaan sudah mampu melakukan pembiayaannya sendiri dengan memiliki *cash flow from operating* (CFO) yang positif dalam jumlah besar, perusahaan sudah tidak membutuhkan pendapatan dana yang terlalu besar seperti pada tahap-tahap sebelumnya.

Dapat disimpulkan bahwa ditahap *maturity* ini, meskipun nilai kesempatan tumbuh (*growth opportunities*) merupakan salah satu komponen utama, tetapi relatif menjadi berkurang bila dibandingkan dengan tahap *start up* dan *growth*. Sedangkan nilai aktiva (*assets in place*) mulai bertambah. Pada tahap ini aktiva (*assets in place*) yang dimiliki perusahaan sudah mampu menghasilkan pendapatan dan biaya yang lebih representatif bila dibandingkan dengan tahapan siklus hidup yang lainnya.

Berdasarkan dari penjelasan yang diperoleh, maka ditahap *maturity* ini diharapkan informasi yang dihasilkan oleh *net income* (NI) dapat memberikan informasi yang lebih *value-relevant* daripada informasi yang diberikan oleh *cash flow* (CFO, CFI dan CFF).

Stage 4: Decline Stage

Perusahaan pada tahap *decline* memiliki *growth opportunities* yang terbatas, karena menghadapi persaingan yang semakin tajam dan kejenuhan akan permintaan barang. Perusahaan menghadapi banyak kompetitor yang menawarkan barang-barang pengganti yang lebih diminati oleh konsumen. Selain itu pangsa pasar potensial sangat sempit, dan terjadi ekspansi yang semakin tidak menguntungkan. Permintaan akan produk yang diproduksi perusahaan sangat rendah. Selain itu perusahaan juga menghadapi keusangan manajerial dan teknologi. Perusahaan, terutama yang berada pada akhir tahap *decline* mengalami penurunan penjualan secara signifikan sehingga terjadi kerugian dan pembayaran dividen pun terhenti (Pashley & Philippatos 1990).

Net income (NI) perusahaan pada tahap ini akan mengalami penurunan, karena dengan terbatasnya *market share* perusahaan maka penjualan pun akan cenderung menurun. Jika penurunan *net income* ini berkelanjutan dari periode ke periode, perusahaan harus melakukan revitalisasi, yaitu melakukan berbagai upaya agar dapat masuk ke dalam tahap *growth* kembali. Jika perusahaan tidak berhasil melakukan revitalisasi maka secara perlahan-lahan *net income* akan semakin menurun dan pada akhirnya mengalami kerugian, kebangkrutan dan mati.

Cash flow from operating (CFO) pada tahap ini sudah barang tentu akan semakin menurun atau bahkan negatif. Pada tahap ini, aktivitas dari arus kas operasi berguna bagi perusahaan untuk memberikan informasi seberapa besar perusahaan mampu menghasilkan modal atas kegiatan operasinya sendiri, yakni untuk membayar kepada para debitur dalam kasus likuidasi.

Cash flow from investing (CFI) pada tahap ini berguna bagi perusahaan untuk memberikan informasi seberapa besar dana yang diperoleh dari hasil penjualan aset-aset perusahaan untuk membayar pengembalian hutang kepada para debitur. Sedangkan *Cash flow from financing* (CFF) pada tahap ini juga berguna untuk memberikan informasi kepada perusahaan seberapa besar kemampuan perusahaan melunasi hutang-hutangnya kepada para debitur. Berdasarkan dari penjelasan di atas, maka pada tahap *decline* ini diharapkan

informasi yang dihasilkan oleh *cash flow* dapat memberikan informasi yang lebih memiliki *value-relevant* dibanding informasi yang diberikan oleh *net income* (NI).

HIPOTESIS

Pada tahap *start up*, perusahaan berusaha mendapatkan pangsa pasar dan cenderung memperoleh pendapatan yang negatif. Perusahaan banyak melakukan pengeluaran kas untuk pengembangan produk, pengembangan pasar, dan ekspansi kapasitas. Namun ketika perusahaan sudah mulai menuju kematangan (*mature*), maka menurut Black (1998) “*as the companies mature, the nature of the revenues and expenses change to include more production and sales related activities become more predictable and permanent.*” Di samping itu, didalam tahap ini *operating cash flow* berguna untuk memberikan informasi mengenai kemampuan operasional perusahaan sendiri dalam membiayai pertumbuhan, *investing cash flow* berguna untuk memberikan informasi mengenai investasi-investasi yang dilakukan untuk pertumbuhan perusahaan, dan *financing cash flow* berguna untuk memberikan informasi mengenai kemampuan perusahaan dalam mendapatkan dana untuk mendukung pertumbuhan.

Oleh karena itu, dalam tahap *start up*, diduga informasi yang dihasilkan oleh *cash flow* akan memberikan informasi tentang kemampuan perusahaan untuk bertumbuh, sehingga variabel CFO, CFI dan CFF akan memberikan informasi yang lebih *value-relevant* daripada informasi yang dihasilkan oleh *net income*.

Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis pertama yang diajukan adalah: H1, pada tahap *start up*, *cash flows* diduga lebih memiliki *value-relevant* daripada *net income* (NI).

Pada tahap *growth* sama halnya seperti pada tahap *start up*, yakni perusahaan masih melakukan pengeluaran investasi (CFI) yang sangat besar untuk mengembangkan dan mempertahankan pangsa pasar serta menguasai teknologi. Demikian juga halnya dengan *financing activity* (CFF), diperlukan lebih besar lagi bila dibandingkan dengan tahap *start up*. Tujuannya untuk meraih dana dalam membiayai *sales growth* dan *profitability* yang lebih tinggi lagi. *Net income* (NI) yang diperoleh perusahaan pada tahap ini akan lebih besar dibandingkan dengan tahap sebelumnya. Walaupun kadang-kadang *net income* yang diperoleh masih bernilai negatif tetapi biasanya besarnya kerugian yang diderita menurun. Oleh karena itu, sesuai dengan Black (1998) dalam tahap *growth* diduga informasi yang dihasilkan oleh *cash flow* akan memberikan informasi yang lebih *value relevant* daripada informasi yang dihasilkan oleh *net income*, sehingga hipotesis kedua yang diajukan adalah: H2, pada tahap *growth*, *cash flows* diduga lebih memiliki *value-relevant* daripada *net income* (NI).

Pada tahap *mature stage*, *sales growth* sedang berada dititik maximum, *investing activity* perusahaan untuk *fixed assets* mulai menurun, perusahaan sudah mampu menghasilkan laba dari *assets* yang ditanamkan dari dua periode siklus hidup yang sebelumnya. Didalam tahap ini juga, perusahaan mulai dewasa, meskipun komponen dari kesempatan tumbuh (*growth opportunities*) masih sangat besar, perusahaan sudah mulai dapat meningkatkan nilai aset-asetnya (*assets in place*). Menurut Black (1998) “*assets in place generates revenues*

and expenses which are more representative of the value in use, than in more early life cycle stages.” H3, pada tahap *maturity stage*, *net income* diduga lebih memiliki *value-relevant* daripada *cash flow*.

Pada tahap *decline stage*, perusahaan mengalami penurunan penjualan yang terus menerus, yang biasanya diikuti oleh penurunan laba yang berkelanjutan. Cheng, et.al (1996) dalam penelitiannya yang berjudul “*Earnings permanence and the incremental information content of cash flows from operation*,” memberikan bukti dan dukungan bahwa “*the value-relevant of operating cash flows increased relative to earnings as the permanence of earnings declines*.” Pada tahap ini informasi yang diperoleh dari *operating cash flow* sangat berguna untuk mengetahui apakah perusahaan masih mampu mendanai kebutuhannya secara internal, *investing cash flow* berguna untuk menyediakan informasi mengenai nilai likuidasi dari aset-aset perusahaan yang masih tersisa, sedangkan *financing cash flow* berguna untuk menyediakan informasi mengenai aktivitas pendanaan perusahaan, seperti apakah perusahaan mampu membayar *debt capital* dan *equity capital*. Hipotesis yang ketiga dapat diajukan sebagai berikut: H4, pada tahap *declining stage*, *cash flow* diduga lebih memiliki *value-relevant* daripada *earnings*

METODOLOGI PENELITIAN

Untuk dapat menguji hipotesis yang telah disebutkan sebelumnya, hubungan variabel-variabel yang akan diteliti telah dinyatakan dalam suatu model persamaan matematik, yang diambil berdasarkan penelitian Black (1998). Persamaan dibawah ini akan diuji untuk mengetahui variabel manakah yang lebih memiliki *value-relevant* disetiap tahapan siklus hidup perusahaan (*start up*, *growth*, *mature*, dan *decline*). Persamaannya adalah:

$$Y = \alpha + \beta_1.X_{1it} + \beta_2.X_{2it} + \beta_3.X_{3it} + \dots + \epsilon_{it}$$

$$MVE_{it} = \alpha + \beta_1.BVE_{it} + \beta_2.NI_{it} + \beta_3.CFO_{it} + \beta_3.CFI_{it} + \beta_3.CFF_{it} + \epsilon_{it} \quad (8)$$

Dengan keterangan sebagai berikut:

Y = *Market Value Equity* (MVE)

X_1 = *Book Value Equity* (BVE)

X_2 = *Net Income from continuing operation before tax* (NI)

X_3 = *Cash Flow from Operation* (CFO)

X_4 = *Cash Flow from Investing* (CFI)

X_5 = *Cash Flow from Financing* (CFF)

α = Konstanta

β_1 = Parameter BVE

β_2 = Parameter NI

β_3 = Parameter CFO, CFI dan CFF

ϵ = Faktor pengganggu (faktor-faktor lain yang mempengaruhi diluar BVE, NI,CFI, CFO dan CFF)

i = menunjukkan suatu perusahaan tertentu

t = menunjukkan tahun/periode tertentu

Penelitian ini memiliki 6 variabel yang digunakan, sebagai variabel tergantung (*dependent variable*) adalah *market value equity* (MVE) dan sebagai

variabel bebas (*independent variable*) adalah: *book value equity* (BVE), *net income* (NI), *operating cash flow* (CFO), *investing cash flow* (CFI), dan *financing cash flow* (CFF). Definisi dari tiap-tiap variabel ini dapat dilihat pada tabel 2.

Data hanya diambil dari industri manufaktur berdasarkan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Directory* untuk menghindari perbedaan karakteristik antara perusahaan manufaktur dan perusahaan non manufaktur, dan harus telah menerbitkan laporan keuangan tahunan antara tahun 1992-1996.

Populasi yang diambil dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat menurut *Capital Market Directory Indonesia* tahun 2003, yaitu sebanyak 157 perusahaan manufaktur yang terdiri dari 19 kategori industri manufaktur yang berbeda. Sampel yang diambil setelah disesuaikan lagi dengan kriteria yang ada dalam batasan penelitian, yaitu harus yang dapat memenuhi kriteria dari variabel klasifikasi dan variabel regresi adalah berjumlah 50 perusahaan yang terdiri dari 17 kategori industri manufaktur yang berbeda. Oleh karena data *cash flow* di tahun 1992 hampir lebih dari setengahnya tidak dapat ditemukan, maka dari itu data-data di tahun 1992 digugurkan dan tidak diikuti dalam pengujian pada penelitian ini.

Tabel 2. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi	Sumber
<i>Market Value Equity</i> (MVE)	harga pasar ekuitas suatu perusahaan yang merupakan perkalian dari <i>closing price</i> dengan <i>outstanding share</i> pada akhir tahun	Data diambil dari <i>JSX Statistics</i>
<i>Book Value Equity</i> (BVE)	harga <i>cost</i> (<i>historical cost</i>) ekuitas suatu perusahaan, yang terdiri dari <i>Paid in Capital</i> dan <i>Additional Paid in Capital</i>	Data diambil dari <i>Capital Market Directory Indonesia</i>
<i>Net Income</i> (NI)	Laba atau rugi sebelum pajak yang diperoleh dari hasil kegiatan operasi perusahaan	Data diambil dari <i>Capital Market Directory Indonesia</i>
<i>Operating Cash Flows</i> (CFO)	Arus kas dari hasil <i>operating activity</i> yang menjelaskan mengenai penerimaan kas dari hasil penjualan barang dan jasa, dan pengeluaran kas untuk mendapatkan sumber daya (<i>resources</i>) yang berguna untuk menyediakan barang dan jasa tersebut	Data diambil dari laporan tahunan (<i>year book</i>) tiap-tiap perusahaan
<i>Investing Cash Fows</i> (CFI)	meliputi transaksi-transaksi seperti: pembelian aktiva (<i>acquisition of assets</i>) dan penjualan aktiva (<i>disposal of assets</i>)	Data diambil dari laporan tahunan (<i>year book</i>) tiap-tiap perusahaan
<i>Financing Cash Flows</i> (CFF)	<i>cash flows</i> dari transaksi pinjaman dan pengembalian hutang jangka panjang (<i>long-term debt</i>), penanaman modal oleh pemilik (<i>investment by owners</i>) dan pembayaran dividen kepada pemilik (<i>distribution to owners</i>)	Data diambil dari laporan tahunan (<i>year book</i>) tiap-tiap perusahaan

(Sumber: diolah)

Teknik sampling yang dipakai dalam penelitian ini adalah *non probability sampling* dengan *purposive sampling*. Teknik *purposive sampling* adalah teknik yang dipakai dalam penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu. Dalam penelitian ini sampel yang diambil dari keseluruhan populasi yang ada dengan pertimbangan bahwa perusahaan-perusahaan yang dimasukkan sebagai sampel penelitian hanya perusahaan-perusahaan yang memiliki data-data lengkap, baik untuk data variabel klasifikasi dan untuk data variabel regresi.

Total dari keseluruhan sampel yakni berjumlah 50 perusahaan dari 17 kategori industri yang berbeda dari tahun 1993–1996 atau berjumlah 200 observasi tahun perusahaan. Dari 200 observasi tahun perusahaan yang ada ini kemudian dibagi lagi menjadi tiga sampel besar menurut siklus hidupnya dengan menggunakan variabel klasifikasi yang telah ditentukan, yaitu *variabel sales growth* (SG), *dividend payout* (DP) dan *firms age* (AGE) sesuai dengan tabel 2-2.

Unit analisisnya adalah laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang bergerak di bidang industri manufaktur.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Total populasi perusahaan manufaktur yang tercatat menurut *Capital Market Directory Indonesia* tahun 2003 adalah sebanyak 157 perusahaan. Di mana perusahaan-perusahaan tersebut terdiri dari 19 kategori industri manufaktur yang berbeda. Sampel yang diambil untuk pengklasifikasian perusahaan ke dalam tahapan siklus hidup setelah disesuaikan lagi dengan kriteria sampel yang ada dalam batasan penelitian, yaitu menjadi 50 perusahaan. Secara keseluruhan sampel penelitian berjumlah sebanyak 50 perusahaan yang terdiri dari 17 kategori industri manufaktur yang berbeda menurut pengkategorisasian *Capital Market Directory Indonesia*.

Total sampel yang digunakan pada penelitian ini menggunakan data selama lima tahun berturut-turut (1992-1996), tetapi karena lebih dari setengahnya data *cash flows* di tahun 1992 tidak dapat ditemukan, maka pada penelitian ini hanya memakai data dari tahun 1993-1996. Sehingga jumlah total sampel berdasarkan tahun observasi perusahaan selama 4 tahun (1993-1996) berjumlah 200 observasi tahun perusahaan.

Dari total sampel sebesar 200 observasi tahun perusahaan, terlebih dahulu dilakukan pengujian normalitas data berdasarkan variabel klasifikasinya. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan teori *analysis of residual*, yakni dengan tingkat signifikansi sebesar 5 %, maka standar dari residual yang baik tidak melebihi angka 1.96. Ringkasan dari tahapan normalisasi data variabel klasifikasi *sales growth* (SG) dan *dividend payout* (DP) dapat dilihat pada tabel 3.

Tabel 3. Hasil Normalisasi Data Variabel Klasifikasi (dengan Membuang *Standardized Residual* Lebih Besar dari 1,96)

Tahapan	Variabel Klasifikasi	Jumlah Data (tahun observasi)	Standardized Residual > 1,96 (tahun observasi)
Run 1	SG	200	3
Run 2	SG	197	8
Run 3	SG	189	8
Run 4	SG	181	5
Run 5	SG	176	4

Run 6	SG	172	3
Run 7	SG	169	1
Run 8	SG	168	0
Run 1	DP	168	1
Run 2	DP	167	6
Run 3	DP	161	6
Run 4	DP	155	3
Run 5	DP	152	4
Run 6	DP	148	3
Run 7	DP	145	1
Run 8	DP	144	0

(Sumber: diolah)

Variabel klasifikasi AGE tidak dilakukan normalisasi, karena sesuai dengan pernyataan Anthony & Ramesh (1992) bahwa untuk meminimalkan kemungkinan kesalahan pengklasifikasian observasi tahun perusahaan kedalam siklus hidupnya dimasukkan variabel umur perusahaan (AGE). Sehingga data tiap-tiap observasi tahun perusahaan terlebih dahulu harus dikelompokkan kedalam grup umur perusahaannya masing-masing, kemudian disetiap kelompok umur perusahaan yang sama, observasi tahun perusahaan diklasifikasikan kedalam tahapan siklus hidupnya.

Setelah dilakukan uji normalitas untuk keperluan mengklasifikasikan data sampel yang ada ke dalam setiap siklus hidupnya, maka data yang dapat dimasukkan sebagai sampel berkurang dari 200 observasi tahun perusahaan menjadi sebanyak 144 observasi tahun perusahaan.

Setelah dilakukan uji normalitas data, kemudian data diurutkan berdasarkan variabel klasifikasinya, kemudian masing-masing variabel klasifikasi tersebut dibagi kedalam kuartil dan dimasukkan kedalam masing-masing *group* yang terdiri dari *low group*, *medium group* dan *high group*. Suatu observasi tahun perusahaan dimasukkan kedalam *low group*, *medium group* dan *high group* (untuk variabel SG dan DP), sedangkan untuk variabel AGE dibagi kedalam *young group*, *adut group* dan *old group*. Suatu tahun observasi perusahaan dimasukkan kedalam *low/young group* jika berada pada kuartil kedua, dan dimasukkan kedalam *medium/adult group* jika berada diantara kuartil kedua dan kuartil keempat, dan dimasukkan kedalam *high/old group* jika berada pada kuartil keempat. Setelah masing-masing tahun observasi tahun perusahaan diklasifikasikan ke dalam masing-masing *group*, maka pada tiap-tiap tahun observasi perusahaan tersebut diberikan skor (*growth*=1, *mature*=2 dan *stagnant*=3). Setelah itu, untuk keperluan pengklasifikasian perusahaan ke dalam tahap *growth*, *mature* dan *stagnant/decline*, maka ketiga variabel yang telah diberikan skor digabung. Setelah itu, seluruh data diurutkan terlebih dahulu berdasarkan grup umur perusahaannya. Kemudian data yang sudahurut menurut umur perusahaannya diklasifikasikan ke dalam tiap-tiap siklus hidupnya berdasarkan dari hasil skor gabungan, yakni dengan cara membagi skor gabungan tersebut kedalam kuartil. Suatu tahun observasi perusahaan dimasukkan kedalam *growth stage* jika berada pada kuartil kedua, dan dimasukkan kedalam *mature stage* jika berada diantara kuartil kedua dan kuartil keempat, dan dimasukkan kedalam *decline/stagnant stage* jika berada pada kuartil keempat.

Berdasarkan hasil pengklasifikasian tersebut, pengujian hipotesis 1 (*start stage*) tidak dapat dilaksanakan karena dari sampel yang ada, tidak dapat ditemukan sampel yang masuk pada klasifikasi tahap *star-up*. Sedangkan untuk melakukan pengujian statistik hipotesis 2, 3 dan 4 dari keseluruhan sampel yang ada, sebanyak 144 tahun-observasi perusahaan dapat digolongkan ke dalam masing-masing siklus hidup (*growth*, *mature* dan *decline*). Sedangkan sisanya sebanyak 58 tahun observasi perusahaan dinyatakan gugur karena tidak dapat memenuhi uji normalitas data untuk pengklasifikasian siklus hidup.

Tabel 4. Observasi Tahun-Perusahaan dalam Setiap Tahapan Siklus Hidup

Tahun	Growth	Mature	Decline	Total by Year
1993	12	19	5	36
1994	4	23	5	32
1995	12	20	2	34
1996	14	27	1	42
Total	42	89	13	144

(Sumber: diolah)

Tabel 5 sampai dengan tabel 7 menyajikan statistik deskriptif variabel penelitian yang digunakan dalam pengujian regresi. Untuk perusahaan pada tahap *growth*, *mature* dan *decline*, median *net income*, *cash flow from operation*, dan *cash flow from financing* bernilai positif sedangkan median *cash flow from investing* bernilai negatif sesuai dengan ekspektasi, yakni pada umumnya perusahaan memiliki *cash flow from investing* yang negatif, dengan arti mayoritas perusahaan-perusahaan lebih banyak menanamkan modalnya untuk investasi daripada menjual aset-asetnya. Semakin besar nilai negatif dari *cash flow from investing* dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut semakin banyak memiliki modal berupa aset untuk pengembangan perusahaan, sebaliknya semakin sedikit nilai negatif dari *cash flow from investing* atau bahkan bernilai positif, maka dapat dikatakan perusahaan tersebut kemungkinan sedang dalam keadaan kesulitan keuangan/likuiditas sehingga menjual aset-asetnya untuk mendapatkan dana.

Median *net income* dan *cash flow from operation* perusahaan yang berada pada tahap *mature* lebih besar daripada perusahaan yang berada pada tahap *growth*. Hal ini sesuai dengan ciri perusahaan pada masing-masing tahap siklus hidup, yaitu bahwa pada tahap *mature* pangsa pasar yang dikuasai sudah mapan, dan perusahaan mampu menghasilkan *cash flow from operation* dalam jumlah besar sehingga perusahaan sering disebut *cash flow*.

Untuk perusahaan pada tahap *growth* mempunyai median *cash flow from investing* lebih besar daripada perusahaan pada tahap *mature*. Sedangkan *cash flow from financing* pada tahap *growth* memiliki median yang lebih besar daripada perusahaan pada tahap *mature*. Hal ini sesuai dengan ciri yang diuraikan pada bab 2, bahwa pada tahap *growth* perusahaan melakukan pengeluaran investasi sangat besar untuk mengembangkan dan mempertahankan pangsa pasar serta menguasai teknologi sehingga membutuhkan dana sangat besar. Perusahaan pada tahap *mature* masih melakukan pengeluaran investasi, misalnya untuk melakukan ekspansi usaha, sehingga membutuhkan dana tetapi tidak sebesar kebutuhan dana pada tahap *growth*.

Tabel 5. Statistik Deskriptif - Growth Stage

		Statistics					
		MVE	BVE	NI	CFO	CFI	CFF
N	Valid	42	42	42	42	42	42
	Missing	0	0	0	0	0	0
Median		158439.0	68514.00	15746.00	10688.50	-13568.0	9661.5000
Std. Deviation		1109476	415169.8	127327.2	92527.15	189405.0	203818.8
Minimum		6248.00	11598.00	-22352.00	-153224	-892774	-393152
Maximum		4889808	1537602	547434.00	414330.00	271189.00	763780.00

Tabel 6. Statistik Deskriptif - Mature Stage

		Statistics					
		MVE	BVE	NI	CFO	CFI	CFF
N	Valid	89	89	89	89	89	89
	Missing	0	0	0	0	0	0
Median		131250.0	51150.00	21315.00	11666.00	-12977.0	7972.0000
Std. Deviation		1938256	237360.2	56536.47	53911.64	183395.0	177415.2
Minimum		2624.00	10582.00	-2491.00	-105257	-1337168	-133007
Maximum		1.6E+07	1129800	378415.00	299318.00	70480.00	1269127

Tabel 7. Statistik Deskriptif - Decline Stage

		Statistics					
		MVE	BVE	NI	CFO	CFI	CFF
N	Valid	13	13	13	13	13	13
	Missing	0	0	0	0	0	0
Median		84000.00	39000.00	8304.0000	6851.0000	-3204.00	2796.0000
Std. Deviation		118141.7	96269.34	34856.35	46250.70	80830.27	66361.60
Minimum		8754.00	11598.00	1997.00	-33661.00	-294371	-5625.00
Maximum		460000.00	370800.00	105108.00	152639.00	12986.00	241120.00

Sebelum dilakukan pengujian regresi, untuk memberikan kesimpulan apakah *net income* atau *cash flow* yang lebih memberikan *value relevant* dalam mengukur kinerja perusahaan bila dihubungkan dengan siklus hidup perusahaan, terlebih dahulu harus dilakukan pengujian asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik ini mengambil data sampel dari setiap tahapan siklus hidup perusahaan yaitu tahap *growth*, *mature* dan *decline/stagnant*.

Seperti yang telah dibahas sebelumnya bahwa dengan adanya keterbatasan data yang diambil dalam penelitian ini, maka hipotesis pertama (tahap *start up*) tidak dapat dilakukan pengujian. Oleh karena itu dalam penelitian ini pengujian asumsi klasik dan pengujian regresi akan dimulai dari hipotesis kedua (tahap *growth*).

Pada pengujian pertama untuk tahap *growth*, *pengujian*, asumsi normalitas tidak terpenuhi. Oleh karena data tidak berdistribusi normal, maka data yang dianggap sebagai penyebab tidak normalnya data (*outlier*) dibuang, kemudian dilakukan lagi proses pengujian asumsi klasik siklus hidup tahap *growth*. Hasil pengujian asumsi klasik yang kedua ini menunjukkan bahwa data sudah berdistribusi normal, tidak terjadi problem multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas.

Problem multikolinearitas dan tidak terpenuhinya asumsi normalitas juga terjadi pada pengujian asumsi klasik tahap *mature*. Masalah ini kemudian dapat diatasi setelah dilakukan pengujian ulang. Berbeda dengan yang terjadi pada tahap *mature*, dimana tidak terpenuhinya asumsi klasik dapat diatasi dengan melakukan pengujian ulang, pada tahap *decline* hal ini tidak dapat dilakukan. Tidak terpenuhinya asumsi klasik pada tahap *decline* tidak dapat diatasi, karena jumlah data yang memenuhi syarat (setelah *outlier* dibuang) hanya tersisa sebanyak 6 observasi tahun perusahaan.

Seperti yang telah dibahas sebelumnya penelitian ini tidak berhasil memperoleh sampel tahun-perusahaan yang berada pada tahap *start up*. Sehingga, penelitian ini tidak dapat menyajikan pengujian hipotesis yang berkaitan dengan hipotesis 1. Tabel 8 berikut, menyajikan ringkasan hasil analisis penelitian.

Hipotesis yang diperkirakan pada tahap *growth* adalah pengukuran dengan *cash flows* lebih memiliki *value-relevant* daripada pengukuran dengan menggunakan *net income*. Berdasarkan hasil pengolahan data pada penelitian ini membuktikan bahwa hipotesis 2 untuk tahap *growth* adalah benar, yaitu *book value equity* (BVE), *cash flow from investment* (CFI) dan *cash flow from financing* (CFF) berpengaruh secara signifikan terhadap *market value equity*.

Tabel 8. Ringkasan Hasil Analisa Penelitian

<i>Life Cycle</i>	Variabel Yang Lebih Memiliki <i>Value-Relevant</i>	Keterangan
<i>Start</i>	-	Pengujian Hipotesis tidak dapat dilakukan, karena keterbatasan sampel.
<i>Growth</i>	Cash Flows	<i>Cash Flows From Investing</i> (CFI) dan <i>Cash Flows From Financing</i> (CFF)
<i>Mature</i>	Cash Flows	<i>Cash Flows From Operating</i> (CFO) dan <i>Cash Flows From Investing</i> (CFI)
<i>Decline</i>	-	Pengujian Hipotesis tidak dapat dilakukan, karena keterbatasan sampel.

Pada pengujian regresi bersama-sama dapat dilihat bahwa BVE memiliki koefisien dengan signifikansi 0,003, CFI dan CFF memiliki koefisien dengan signifikansi 0,015 dan 0,007. Sedangkan NI dan CFO memiliki koefisien dengan signifikansi diatas 0,05 yaitu 0,158 dan 0,209. Oleh karena itu dapat dikatakan bahwa CFI dan CFF lebih memiliki *value-relevant* daripada NI.

Pengujian regresi parsial untuk tahap *growth* dapat dilihat pada ringkasan tabel 4-21. R untuk variabel BVE, NI, CFO, CFI dan CFF berturut-turut adalah 0,547, 0,389, 0,409, 0,533 dan 0,582. Hasil dari pengujian regresi parsial ini dapat mendukung pengujian regresi secara bersama-sama, yakni R untuk variabel CFI dan CFF (0,533, 0,582) lebih besar daripada R untuk variabel CFO dan NI (0,389, 0,409). Sehingga kesimpulan terakhir yaitu *investing* dan *financing cash flows* lebih memiliki *value-relevant* bila dibandingkan dengan *net income*. Pada tahap *growth*, *net income* (NI) dan *cash flow from operating* (CFO) tidak dapat dibuktikan adanya pengaruh yang signifikan terhadap *market value equity* (MVE), atau dengan kata lain *net income* dan *cash flow from operating* memiliki

daya muat informasi yang tidak relevan untuk memprediksi nilai perusahaan (*value of the firm*) pada tahap *growth*.

Hipotesis yang diperkirakan pada tahap *mature* adalah pengukuran dengan *net income* lebih memiliki *value-relevant* daripada pengukuran dengan *cash flows*. Berdasarkan hasil pengolahan data pada penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis 2 untuk tahap *mature* tidak terbukti kebenarannya, yaitu tidak terdapat pengaruh *net income* yang signifikan terhadap *market value equity*. Pada pengujian regresi bersama-sama dapat dilihat bahwa hanya CFO yang memiliki koefisien dengan signifikansi terendah yakni 0,000, sedangkan untuk variabel yang lainnya memiliki signifikansi di atas 0,000. Secara berturut-turut signifikansi untuk variabel BVE, NI, CFI dan CFF yaitu 0,354, 0,225, 0,174, dan -0,966. Oleh karena itu dapat dikatakan bahwa CFO lebih memiliki *value-relevant* daripada NI. Sehingga hipotesis 3 ini tidak dapat diterima.

Pengujian regresi parsial untuk tahap *mature* dapat dilihat pada ringkasan table 4-23. R untuk variabel BVE, NI, CFO, CFI dan CFF berturut-turut adalah 0,526, 0,370, 0,751, 0,591 dan 0,432. Hasil dari pengujian regresi parsial ini dapat mendukung pengujian regresi secara bersama-sama, yakni R untuk variabel CFO (0,751) lebih besar daripada R untuk variabel NI (0,370). Selain itu pada pengujian regresi parsial ini dapat dibuktikan bahwa CFI memiliki R di atas 0,5 yakni 0,591 sehingga dapat dikatakan bahwa sebenarnya CFI memiliki pengaruh yang signifikan terhadap MVE. Sehingga kesimpulan terakhir yaitu *operating* dan *investing cash flows* lebih memiliki *value-relevant* bila dibandingkan dengan *net income*.

Pada tahap *mature*, *net income* (NI) dan *cash flow financing* (CFF) tidak dapat dibuktikan adanya pengaruh yang signifikan terhadap *market value equity* (MVE), atau dengan kata lain *net income* (NI) dan *cash flow from financing* (CFF) memiliki daya muat informasi yang tidak relevan untuk memprediksi nilai perusahaan (*value of the firm*) pada tahap *mature*.

Penelitian ini juga tidak dapat melakukan pengujian hipotesis 4 yaitu *decline stage*, karena seperti yang dijelaskan sebelumnya bahwa data yang tersedia ternyata tidak memenuhi asumsi klasik regresi yakni normalitas data. Setelah data dinormalkan ternyata data yang tersisa sedikit sekali, yakni 6 observasi tahun perusahaan, sehingga tidak memungkinkan untuk dilakukan pengujian hipotesis.

Hasil penelitian pada hipotesis 2 menyatakan bahwa terdapat pengaruh *cash flow from investing* dan *cash flow from financing* yang signifikan terhadap *market value equity*, tetapi penelitian ini tidak dapat membuktikan adanya pengaruh *cash flow from operating* yang signifikan terhadap *market value equity*.

Walaupun hasil dari penelitian ini tidak dapat sepenuhnya mendukung pendapat Black (1998), yang menyatakan bahwa pada tahap *growth*, *cash flow* (CFO, CFI dan CFF) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *market value equity*. Tetapi, temuan ini dapat dikatakan mendukung H₂ yang diajukan dan sesuai dengan pernyataan Black (1998) bahwa pada tahap *growth*, *cash flows* terutama CFI dan CFF lebih memiliki *value relevance* daripada *net income*.

Pada tahap *growth* ketika perusahaan-perusahaan masih sangat muda berada di industri dan masih memerlukan banyak dana untuk keperluan

investasi maka dapat menyebabkan laporan keuangan yang dihasilkan oleh *earnings statement* menjadi tidak relevan atau tidak cocok untuk digunakan, karena meskipun perusahaan memberikan angka rugi pada *earnings statement* tetapi belum tentu perusahaan tersebut dalam kenyataannya memang sedang merugi dan sedang dalam tahap kebangkrutan. Tetapi angka rugi tersebut dapat disebabkan karena pada tahap ini perusahaan banyak mengeluarkan dana atau biaya dalam rangka mengembangkan dan mempertahankan pangsa pasar serta menguasai teknologi. Oleh karena itu pada tahap ini para investor dan para pengguna laporan keuangan dianjurkan untuk melihat laporan keuangan yang dihasilkan oleh *cash flow statements*, karena pada laporan ini para investor dan para pengguna laporan keuangan dapat mempelajari lebih detail lagi mengenai bagaimana perusahaan mendapatkan dana dan membuang dana tersebut dalam rangka untuk kemajuan dan pengembangan perusahaan yang lebih tinggi lagi.

Hasil penelitian pada hipotesis 2 menunjukkan bahwa tidak terbukti kebenaran yang menyatakan bahwa *net income* berpengaruh secara signifikan terhadap *market value equity*, tetapi hasil dari penelitian menunjukkan bahwa *cash flow from investing* berpengaruh secara signifikan terhadap *market value equity*. Temuan ini tidak dapat mendukung H_3 yang diajukan dan tidak konsisten dengan hasil penelitian Black (1998) bahwa pada tahap *mature*, *net income* lebih memiliki *value relevance* dibanding *cash flows*. Sesuai dengan urutan siklus hidup perusahaan, setelah perusahaan berada pada tahap *mature*, perusahaan akan mengalami penurunan dan berada pada tahap *decline*. Pada tahap *mature*, perusahaan mengalami puncak penjualan, yang kemudian akan mengalami kejenuhan, selanjutnya penurunan, yang berarti perusahaan sudah mulai berada pada tahap *decline*. Apabila perusahaan tidak melakukan tindakan apapun, tingkat penjualan akan semakin merosot, perusahaan mengalami kerugian, dan selanjutnya kehancuran. Jika perusahaan melakukan investasi pada lini produk baru atau misalnya melakukan akuisisi, perusahaan mungkin dapat mempertahankan posisinya pada tahap *mature*, dan menunda masuk ke tahap *decline*. Oleh karena itu menurut Atmini (2000), investor lebih memperhatikan informasi arus kas investasi untuk menilai prospek perusahaan di masa depan, apakah masih dapat bertahan pada tahap *mature* ataukah menuju *decline*.

KESIMPULAN, SARAN DAN KETERBATASAN

Kesimpulan

Penelitian ini tidak dapat melakukan analisis dan pengujian pada tahap siklus hidup *start up* dan *decline*. Hal ini dikarenakan sampel data yang diambil dalam penelitian ini cakupannya terlalu sedikit yaitu hanya terdiri dari lima tahun dan terbatas hanya untuk perusahaan yang bergerak di bidang industri manufaktur saja. Mengingat pada penelitian terdahulu, sampel yang diambil adalah dari keseluruhan populasi industri-industri yang terdaftar di Amerika Serikat, sehingga sampel data yang terkumpul sangat banyak dan mampu membagi sampel yang ada kedalam empat tahap siklus hidup perusahaan. Dalam penelitian ini, cakupan sampel data yang diambil tidak berhasil

ditemukan data yang dikategorikan ke dalam tahap *start up*, dan data yang dikategorikan ke dalam tahap *decline* terlalu sedikit, yakni berjumlah 6 observasi tahun perusahaan. Oleh karena itu untuk kedua tahap siklus hidup ini yaitu *start up stage* dan *decline stage* tidak dapat dilakukan pengujian regresi.

Setelah dilakukan penelitian mana yang lebih memiliki *value relevant: net income* atau *cash flow* pada tahap *growth* dan tahap *mature* di Indonesia, maka dapat disimpulkan bahwa: 1) Bagi perusahaan yang berada pada tahap *growth*, *cash flow* dapat dibuktikan lebih memiliki *value-relevant* dibandingkan dengan *net income*. Hasil pengujian membuktikan bahwa *cash flow from investing* dan *cash flow from financing* berpengaruh secara signifikan terhadap *market value equity (value of the firm)*. Oleh karena itu, *cash flow from investing* dan *financing* lebih memiliki daya muat informasi yang relevan untuk menilai kinerja (*performance*) suatu perusahaan yang berada ditahap *growth*. 2) Bagi perusahaan yang berada pada tahap *mature*, *net income* tidak dapat dibuktikan lebih memiliki *value-relevant* dibandingkan dengan *cash flows*. Hasil pengujian menyatakan bahwa *net income* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *market value equity (value of the firm)*. Tetapi *cash flow from operating* dan *investing* berpengaruh secara signifikan terhadap *market value equity*, sehingga secara tidak langsung pada tahap *mature*, *cash flow* khususnya *cash flow from operating* dan *investing* lebih memiliki *value relevant* daripada *net income*. Oleh karena itu, *cash flow from operating* dan *investing* lebih memiliki daya muat informasi yang relevan untuk menilai kinerja (*performance*) suatu perusahaan yang berada ditahap *mature*.

Saran

Sebaiknya dilakukan penelitian lebih lanjut dengan mengambil sampel penelitian yang lebih banyak lagi cakupannya, yaitu dengan cakupan tahun perusahaan yang lebih luas dan menambah cakupan dari obyek penelitian yang tidak hanya pada satu bidang industri manufaktur saja. Sehingga dapat terkumpul data yang lebih luas untuk dijadikan sampel penelitian.

Penelitian serupa dapat dilakukan dengan melakukan analisa terhadap variabel akuntansi yang lain, khususnya untuk tahap *start up* dan *decline* dimana data dengan variabel yang ada dalam penelitian ini sulit ditemukan.

Oleh karena kandungan informasi *net income* dan *cash flows* tiap-tiap perusahaan berbeda pada masing-masing tahapan siklus hidup, maka petunjuk ini dapat dijadikan dasar bagi investor, kreditur, dan pemakai laporan keuangan lainnya untuk lebih memahami posisi tahap siklus hidup perusahaan agar dapat menentukan informasi manakah yang dapat lebih memiliki *value-relevant*, yakni yang lebih mencerminkan keadaan perusahaan tersebut.

Keterbatasan

Sampel yang digunakan dibatasi hanya pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BES. Sehingga hasil dari penelitian ini tidak dapat digeneralisasi pada perusahaan lainnya di luar kelompok perusahaan manufaktur di Indonesia.

Dari sampel yang tersedia tidak berhasil menemukan sampel yang dapat dikategorikan terhadap tahap *start up*. Dan sampel yang terpilih untuk tahap

decline sangat sedikit. Sehingga pada penelitian ini, kedua tahap siklus hidup ini tidak dapat dilakukan pengujian hipotesis.

DAFTAR PUSTAKA

- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). *Association Between Accounting Performance Measures & Stock Prices: A Test of The Life Cycle Hypothesis*. *Journal of Accounting & Economics* 15: 203-227.
- Atmini, S. (2000). *Asosiasi Siklus Hidup Perusahaan dengan Incremental Value-Relevance Informasi Laba & Arus Kas*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 5: 257-276.
- Black, E. L. (1998). *Which is More Value Relevant: Earnings or Cash Flows? A Life Cycle Examination*. *Journal of Financial Statements Analysis* 4: 40-57.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (1996). *Valuation Characteristics of Equity Book Value and Net Income*. Working Paper, Stanford University.
- Bernard, V. (1994). *Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Market to Book Ratios and Implications for financial statement analysis*. Working Paper, University of Michigan.
- Burgstahler, D. C., & Dichev, I. D. (1997). Earnings, Adaptation, and Equity Value. *Journal of Accounting Review* 72: 187-215.
- Charitou, A., Clubb, C. D., & Andreou, A. (2000). The Value Relevance of Earnings and Cash Flows: Empirical Evidence for Japan. *Journal of International Financial Management & Accounting* 11: 1-22.
- Cheng, C. S. A, C. S. Liu, & T. S. Schaefer. (1996). Earnings Permanence and The Incremental Information Content of Cash Flows from Operations. *Journal of Accounting Research* 34: 173-181.
- Dechow, P. (1994). Accounting Earnings & Cash Flows as Measures of Firms Performance: The Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting & Economics* 18: 3-42.
- Financial Accounting Standard Board. (1978). *Objective of Financial Reporting by Business Enterprises*. Concept Statement Number 1. Stamford, CT.
- Hassabelnaby, H. R., & Said, A. A. (2001). *The Information Content of Accounting Earnings and Cash Flows Measures of Performance: The Role of The Cash Recovery Rate*. Forum Paper, Table 20, Financial Accounting & Reporting.
- Houge, T., & Loughran, T. (2000). Cash Flow is King: Cognitive Errors by Investors. *Journal of Psychology and Financial Markets* 1: 161-175.
- Kreitner, R., & Kinicki, A. (1998). *Organizational Behaviour*. (4th ed). Arizona State University: Irwin Mc GrawHill.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation. *Journal of Contemporary Accounting Research* 11: 661-687.
- Pashley, M. M., & Philippatos, G. C. (1990). Voluntary Divestitures and Corporate Life Cycle: Some Empirical Evidence. *Journal of Applied Economics* 22: 1181-1196.
- Weston, J. W & Brigham, E. F. (1981). *Managerial Finance*. (7th ed.). The Dryden Press.