

PENGARUH ARUS KAS BEBAS TERHADAP HUBUNGAN ANTARA PERTUMBUHAN DAN UKURAN PERUSAHAAN DENGAN *EARNINGS RESPONSE COEFFICIENTS* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Muhammad Arfan

Indra Yani

Universitas Syiah Kuala

ABSTRACT

The objective of this research is to examine and analyze the influence of free cash flow on relationship between firm growth and size and earnings response coefficients on listed companies from the manufacturing sector at the Indonesian Stock Exchange. The research type used in this research is verificative research by using census method. The target population of this research is listed companies from the manufacturing sector at the Indonesian Stock Exchange for the year 2005-2007 which have positive unexpected earnings and positive free cash flow. After being selected, the target population for the year 2005 are 20 companies, 2006 are 18 companies, and 2007 are 29 companies. So, total population are 67 companies for three years observation. The multiple regression analysis is used to examine the influence of free cash flow on relationship between firm growth and size and earnings response coefficients. The data used in this research are secondary data, which are gotten from audited financial reporting for the book year ended December 31, 2005, 2006, and 2007 and from daily stock data report as well as from Jakarta Stock Exchange Statistics. The results of this research show that 1) firm growth has influence on earnings response coefficients, 2) firm size has influence on earnings response coefficients, 3) free cash flow has influence on the relationship between firm growth and earnings response coefficients, and 4) free cash flow has influence on the relationship between firm size and earnings response coefficients.

Key words: *Earnings response coefficients, firm growth, firm size, and free cash flow.*

PENDAHULUAN

Laporan keuangan merupakan sarana utama bagi manajemen perusahaan untuk mengkomunikasikan informasi keuangan kepada pihak luar perusahaan (investor, kreditor, pemerintah dan lain-lain). Tujuan laporan keuangan untuk tujuan umum adalah memberikan informasi tentang posisi keuangan, kinerja, dan arus kas perusahaan yang bermanfaat bagi sebagian besar kalangan pengguna laporan keuangan dalam rangka membuat keputusan-

keputusan ekonomi serta menunjukkan pertanggungjawaban (*stewardship*) manajemen atas penggunaan sumber daya-sumber daya yang dipercayakan kepada mereka (IAI, 2007:1.2).

Laporan keuangan yang diterbitkan suatu perusahaan harus dapat mengungkapkan kondisi keuangan yang sebenarnya, sehingga bermanfaat bagi masyarakat umum. Informasi yang bermanfaat bagi pengambilan keputusan adalah informasi yang relevan. Salah satu indikator bahwa suatu informasi akuntansi relevan adalah adanya reaksi investor pada saat diumumkannya suatu informasi yang dapat diamati dari pergerakan harga saham. Salah satu pengukuran yang dapat digunakan untuk mengukur reaksi investor atau respon harga saham terhadap informasi laba akuntansi adalah *earnings response coefficients* (Chaney dan Jater, 1991).

Earnings response coefficients ini berhubungan dengan informasi laba akuntansi untuk mengukur respon harga saham atau nilai pasar ekuitas. Beberapa faktor yang mempengaruhi volatilitas dan besaran *earnings response coefficients* antara lain pertumbuhan dan ukuran perusahaan (Scott, 2006:139).

Studi tentang informasi laba pernah dilakukan oleh Ball dan Brown (1968) yang memprediksi bahwa peningkatan laba kejutan (*unexpected earnings*) diikuti oleh *return abnormal* positif dan penurunan laba kejutan diikuti oleh tingkat *return abnormal* negatif. Hasilnya menunjukkan bahwa laba akuntansi merefleksikan salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham dan merupakan informasi yang berguna.

Perusahaan yang terus menerus tumbuh dengan mudah menarik modal. Hal ini merupakan sumber pertumbuhan perusahaan. Informasi laba pada perusahaan-perusahaan ini akan direspon positif oleh investor. Penelitian Naimah dan Utama (2006) menyimpulkan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan tinggi mempunyai *earnings response coefficients* yang lebih besar dibanding dengan perusahaan yang mengalami pertumbuhan rendah.

Penelitian yang menguji pengaruh ukuran perusahaan terhadap *earnings response coefficients* menemukan hasil yang beragam. Hasil penelitian Naimah dan Utama (2006) menunjukkan bahwa *earnings response coefficients* lebih besar pada perusahaan besar. Chaney dan Jater (1991) menemukan bahwa semakin banyak ketersediaan sumber informasi pada perusahaan-perusahaan besar, akan meningkatkan *earnings response coefficients* dalam jangka panjang.

Hasil Penelitian Palupi (2006) menunjukkan hasil yang berlawanan, dimana ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan *earnings response coefficients*. Hubungan negatif tersebut terjadi karena banyaknya informasi yang tersedia sepanjang tahun pada perusahaan-perusahaan besar, sehingga pada saat pengumuman laba, pasar kurang bereaksi.

Adapun jenis informasi lain yang dapat digunakan oleh para pemakai laporan keuangan adalah arus kas bebas. Hasil penelitian Uyara dan Tausikal (2003) menunjukkan bahwa arus kas bebas mempengaruhi perubahan harga saham. Jensen (1986) menyatakan bahwa bila perusahaan mempunyai arus kas bebas, biasanya manajer perusahaan tersebut mendapat tekanan dari pemegang saham untuk membagikan sebagai dividen. Semakin besar arus kas bebas yang dibayarkan kepada pemegang saham, mengindikasikan besarnya perhatian manajer sebagai agen pemegang saham pada nilai perusahaan. Bila manajer lebih mengutamakan nilai perusahaan berarti manajer mengutamakan kesejahteraan pemegang saham. Dengan demikian

dapat dikatakan bahwa dengan adanya informasi arus kas bebas akan memperkuat hubungan antara pertumbuhan dan ukuran perusahaan dengan *earnings response coefficients*.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2007. Penggunaan hanya satu kelompok industri manufaktur dimaksudkan untuk menghindari perbedaan karakteristik antara perusahaan manufaktur dan non manufaktur dan juga dikarenakan perusahaan manufaktur memiliki sensitifitas yang tinggi terhadap setiap kejadian (Kurniawan dan Indriantoro, 2000).

Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di muka, masalah penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah pertumbuhan dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *earnings response coefficients* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Apakah arus kas bebas berpengaruh terhadap hubungan antara pertumbuhan dan ukuran perusahaan dengan *earnings response coefficients* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh pertumbuhan dan ukuran perusahaan terhadap *earnings response coefficients* dan juga untuk menguji dan menganalisis pengaruh arus kas bebas terhadap hubungan antara pertumbuhan dan ukuran perusahaan dengan *earnings response coefficients* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

TINJAUAN PUSTAKA

Earnings Response Coefficients (ERC)

Laba (*earnings*) diyakini sebagai informasi utama yang disajikan dalam laporan keuangan perusahaan. Namun demikian, laba itu sendiri memiliki keterbatasan yang dipengaruhi oleh asumsi perhitungan dan juga kemungkinan manipulasi yang dilakukan oleh manajemen perusahaan, sehingga dibutuhkan informasi lain selain laba untuk memprediksi *return* saham perusahaan yaitu *earnings response coefficients*.

Scott (2006:132) mendefinisikan *earnings response coefficients (ERC)* sebagai berikut : "An *earnings response coefficient* measures the extent of a security's abnormal market return in response to the unexpected component of reporting earnings of the firm issuing that security."

Earnings response coefficients digunakan untuk mengindikasikan atau menjelaskan perbedaan reaksi pasar terhadap informasi laba yang diumumkan oleh perusahaan, ditunjukkan melalui *slope* koefisien dari regresi antara proksi harga saham dan laba akuntansi. Proksi harga saham yang digunakan adalah *cummulative abnormal return* dan *return* saham tahunan, sedangkan proksi laba akuntansi adalah *unexpected earnings*. Model regresi tersebut akan menghasilkan *earnings response coefficients* untuk masing-masing elemen populasi atau

subjek sampel yang akan digunakan untuk analisis berikutnya. Tinggi rendahnya *earnings response coefficients* tergantung dari "good news" atau "bad news" yang terkandung dalam laba (Ball and Brown, 1968).

Kerangka Pemikiran

Hubungan Pertumbuhan Perusahaan dengan *Earnings Response Coefficients*

Perusahaan bertumbuh memiliki pertumbuhan margin, laba, dan penjualan yang tinggi (Porter, 1980 dalam Fijrijanti dan Jogiyanto, 2001). Kallapur dan Trombley (1999) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan size dan tingkat pertumbuhan perusahaan yang dapat diukur dari beberapa variabel seperti *price earning ratio* (*price per share/ earnings per share*), *price cash flow ratio* (*price per share/ cash flow per share*), *market book ratio* (*market price per share/ book value per share*), dan biaya pengembangan (*R&D expense*) dibagi dengan total penjualan.

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi *earnings response coefficients*. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan pesat cenderung lebih mendapat respon oleh investor dari pada perusahaan yang memiliki pertumbuhan lambat. Perusahaan yang terus menerus tumbuh akan lebih mudah memperoleh modal yang merupakan salah satu sumber pertumbuhan laba perusahaan. Jadi, dengan meningkatnya pertumbuhan perusahaan akan meningkatkan *earnings* perusahaan tersebut dan merupakan *good news* di pasar sehingga *earnings response coefficients* perusahaan tersebut akan meningkat pula (Scoot, 2006:136).

Hasil penelitian Naimah dan Utama (2006) menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan tinggi mempunyai *earnings response coefficients* yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang mengalami pertumbuhan rendah. Charitou and Andreo (2001) juga menemukan hubungan positif antara pertumbuhan perusahaan dengan *earnings response coefficients*. Palupi (2006) menemukan hasil yang berbeda dimana kesempatan pertumbuhan perusahaan berhubungan negatif dengan *earnings response coefficients*.

Hubungan Ukuran Perusahaan dengan *Earnings Response Coefficients*

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara antara lain dengan ukuran pendapatan, total aset, dan total modal. Pada dasarnya ukuran perusahaan dapat dibagi dalam tiga katagori yaitu: perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium firm*), dan perusahaan kecil (*small firm*). Salah satu tolak ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran aktiva dari perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama.

Ukuran perusahaan juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi *earnings response coefficients*. Umumnya perusahaan besar cenderung mempunyai *reporting responsibility* yang lebih tinggi dan mengindikasikan bahwa pada perusahaan besar *earnings response coefficients* akan meningkat pula (Scoot, 2006:137).

Hasil penelitian Naimah dan Utama (2006) menunjukkan bahwa *earnings response coefficients* ditemukan lebih besar pada perusahaan besar. Chaney dan Jater (1991) menemukan bahwa semakin banyak ketersediaan sumber informasi pada perusahaan-perusahaan besar, akan meningkatkan *earnings response coefficients* dalam jangka panjang.

Hasil penelitian Palupi (2006) menunjukkan hasil yang berlawanan dimana ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan *earnings response coefficients*. Hubungan negatif tersebut terjadi karena banyaknya informasi yang tersedia sepanjang tahun pada perusahaan-perusahaan besar, sehingga pada saat pengumuman laba, pasar kurang bereaksi. Sumber informasi yang utama mengenai perusahaan kecil bagi investor adalah laporan keuangan sehingga pada saat pengumuman laba, informasi tersebut akan lebih direspon dari pada informasi laba perusahaan besar.

Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Hubungan antara Pertumbuhan Perusahaan dengan *Earnings Response Coefficients*

Arus kas bebas (*free cash flow*) merupakan uang kas yang tersedia bagi perusahaan untuk mendukung kewajibannya terhadap pemberi dana jangka panjang, yaitu pembayaran bunga, dividen, dan kemungkinan pelunasan hutang (Helfert, 1993:250). Semakin besar arus kas bebas yang dibayarkan kepada pemegang saham mengindikasikan besarnya perhatian manajer sebagai agen pemegang saham pada nilai perusahaan. Bila manajer lebih mengutamakan nilai perusahaan berarti manajer mengutamakan kesejahteraan pemegang saham (Jensen, 1986). Oleh karena itu, dengan adanya arus kas bebas akan semakin memperkuat hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan *earnings response coefficients*.

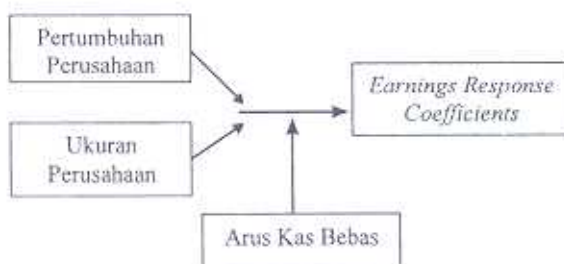
Uyara dan Tausikal (2003) menemukan bahwa hubungan rasio pembayaran dividen dengan *earnings response coefficients* menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Setelah memasukkan variabel *moderating* yaitu arus kas bebas, menunjukkan bahwa arus kas bebas mampu mempengaruhi hubungan antara rasio pembayaran dividen dengan *earnings response coefficients*.

Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Hubungan antara Ukuran Perusahaan dengan *Earnings Response Coefficients*

Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar umumnya lebih banyak menjadi pusat perhatian dibanding dengan perusahaan yang berukuran lebih kecil, sehingga semakin besar arus kas bebas yang dibayarkan kepada pemegang saham, mengindikasikan besarnya perhatian manajer sebagai agen pemegang saham pada nilai perusahaan. Bila manajer lebih mengutamakan nilai perusahaan berarti manajer mengutamakan kesejahteraan pemegang saham (Jensen, 1986). Investor akan lebih merespon informasi laba yang dipublikasikan oleh perusahaan besar yang memiliki jumlah arus kas bebas yang tinggi dibandingkan dengan yang dipublikasikan oleh perusahaan kecil. Oleh karena itu, dengan adanya arus kas bebas akan semakin memperkuat hubungan antara ukuran perusahaan dengan *earnings response coefficients*.

Skema kerangka pemikiran tentang hubungan arus kas bebas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan *earnings response coefficients* dapat dilihat pada Gambar 1.

Gambar 1
Skema Kerangka Pemikiran



Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran yang telah diuraikan sebelumnya, hipotesis penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

- H1: *Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap earnings response coefficients pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.*
- H2: *Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap earnings response coefficients pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.*
- H3: *Arus kas bebas berpengaruh terhadap hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan earnings response coefficients pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).*
- H4: *Arus kas bebas berpengaruh terhadap hubungan antara ukuran perusahaan dengan earnings response coefficients pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).*

METODE PENELITIAN

Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dan mempublikasikan laporan keuangan pada tahun 2005, 2006, dan 2007 dengan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak tahun 2004 dan sampai tahun 2007 tidak pernah di *delist*. (2) Tahun buku berakhir per 31 Desember. (3) Tidak memiliki laba negatif untuk periode pengamatan. (4) Memiliki nilai *unexpected earning* positif selama periode pengamatan (5) Memiliki arus kas bebas positif.

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya, populasi sasaran pada tahun 2005 berjumlah 20 perusahaan, tahun 2006 berjumlah 18 perusahaan, dan tahun 2007 berjumlah 29 perusahaan. Total populasi selama tiga tahun pengamatan berjumlah 67

perusahaan. Berhubung elemen populasi tidak banyak (hanya 62 perusahaan selama 3 tahun pengamatan), maka penelitian ini tidak menggunakan metode sampel, tetapi semua elemen populasi diteliti. Dengan kata lain penelitian ini menggunakan metode sensus (populasi).

Data dan Teknik Pengumpulan Data

Data-data sekunder berupa data keuangan dari tahun 2005-2007 yang diperlukan dalam penelitian ini adalah: (1) Pertumbuhan perusahaan dengan melihat pertumbuhan penjualan dari laporan laba rugi. (2) Ukuran perusahaan dengan melihat total aktiva dari neraca. (3) Arus kas bebas dengan melihat arus kas operasi dan arus kas investasi dari laporan arus kas, serta total aktiva dari neraca. (4) Informasi laba dari laporan laba rugi. (5) Data harga saham penutupan. (6) Data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Data sekunder tersebut diperoleh dari pusat referensi pasar modal, gedung BEI, lantai 1 tower 2, Jalan Jenderal Sudirman, Kavling 52-53, Jakarta 12190.

Operasionalisasi Variabel

Variabel yang akan diteliti terdiri dari 3 variabel, yaitu variabel terikat (*dependent variable*), variabel bebas (*independent variable*) dan variabel *moderating* (*moderator variable*). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *earnings response coefficients*, sedangkan variabel independennya adalah pertumbuhan dan ukuran perusahaan. Selanjutnya arus kas bebas dijadikan sebagai variabel *moderating*.

Variabel Dependen

Variabel dependen sering disebut sebagai variabel terikat yaitu variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat, karena adanya variabel bebas (Sugiyono, 2005:33). Dalam penelitian ini pengukuran variabel dependen ditentukan sebagai berikut:

Earnings Response Coefficients (ERC)

Earnings response coefficients dihitung dengan persamaan regresi atas data tiap perusahaan yang diestimasi dengan pendekatan *firm specific coefficients methodology* (FSCM). Sesuai dengan pengukuran yang telah dilakukan oleh para peneliti *earnings response coefficients*, seperti Palupi (2006), Uyara dan Tausikal (2003), dan Sayekti dan Wondabio (2007). *Earnings response coefficients* untuk masing-masing perusahaan diestimasi dengan model persamaan (1). β_1 merupakan *earnings response coefficients*.

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 UE_{it} + \beta_2 R_{it} + \epsilon_{it} \quad \dots\dots\dots(1)$$

Dimana :

- CAR_{it} : Cumulative abnormal return perusahaan i pada tahun t
- β_1 : Koefisien respon laba atau *earnings response coefficients* (ERC)
- UE_{it} : Unexpected earnings perusahaan
- R_{it} : Return saham tahunan

Cummulative abnormal return pada saat laba akuntansi dipublikasikan dihitung dalam *event window* pendek selama 7 hari (3 hari sebelum peristiwa, 1 hari peristiwa, dan 3 hari sesudah peristiwa), yang dipandang cukup untuk mendeteksi *abnormal return* yang terjadi akibat publikasi laba. *Cummulative abnormal return* dirumuskan sebagai berikut (Pincus, 1993, dalam Sayekti dan Wondabio, 2007):

$$CAR_{it} = \sum AR_{it} \dots\dots\dots(2)$$

Dimana :

CAR_{it} : *Cummulative abnormal return* perusahaan i pada tahun t

AR_{it} : *Abnormal return* perusahaan i pada tahun t

Pengukuran *abnormal return* dalam penelitian ini menggunakan *market-adjusted model* yang mengasumsikan bahwa pengukuran *expected return* saham yang terbaik adalah *return* indeks pasar (Pincus, 1993, dalam Sayekti dan Wondabio, 2007).

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \dots\dots\dots(3)$$

Dimana :

AR_{it} : *Abnormal return* perusahaan i pada tahun t

R_{it} : *Return* sesungguhnya perusahaan i pada hari t

R_{mt} : *Return* pasar pada hari t

Perhitungan *return* sesungguhnya perusahaan i pada hari t adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \dots\dots\dots(4)$$

Dimana :

R_{it} : *Return* sesungguhnya perusahaan i pada hari t

P_{it} : Harga penutupan saham perusahaan i pada hari t

P_{it-1} : Harga penutupan saham perusahaan i pada hari t-1

Perhitungan *return* pasar pada hari t adalah sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{R_{mt} - R_{mt-1}}{R_{mt-1}} \dots\dots\dots(5)$$

Dimana :

R_{mt} : *Return* pasar yang diukur dengan menggunakan data IHSG

R_{mt} : IHSG pada hari t

R_{mt-1} : IHSG pada hari t-1

Unexpected earnings dihitung dengan menggunakan model *random-walk*, *unexpected earnings* diukur dengan rumus (Pincus, 1993, dalam Sayekti dan Wondabio, 2007):

$$UE_{it} = \frac{E_{it} - E_{it-1}}{|E_{it-1}|} \dots\dots\dots (6)$$

Dimana :

UE_{it} : *Unexpected earning* perusahaan i pada tahun t

E_{it} : Laba akuntansi (*earnings*) perusahaan i pada tahun t

E_{it-1} : Laba akuntansi (*earnings*) perusahaan i pada tahun t-1

$|E_{it-1}|$: Nilai mutlak laba akuntansi (*earnings*) setelah pajak perusahaan i pada tahun t-1

Variabel Independen

Variabel independen sering disebut sebagai variabel bebas adalah variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen (Sugiyono, 2005:33). Dalam penelitian ini pengukuran variabel independen ditentukan sebagai berikut:

a. Pertumbuhan perusahaan

Pertumbuhan perusahaan diukur dengan tingkat pertumbuhan penjualan tahunan (Zahroh dan Utama, 2006)

b. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan diukur dengan *log natural (ln)* dari nilai buku total aktiva (Barth dkk., 1998 dalam Zahroh dan Utama, 2006). Proksi ini digunakan untuk menghaluskan besarnya angka dan menyamakan ukuran pada saat regresi. Total aktiva sebagai indikator besaran perusahaan karena semakin besar perusahaan maka aktiva tetap yang dibutuhkan semakin besar dan ini meningkatkan total aktiva.

Variabel Moderating

Variabel moderating adalah variabel yang mempengaruhi (memperkuat dan memperlemah) hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Variabel ini sering juga disebut sebagai variabel independen kedua (Sugiyono, 2005:33). Dalam penelitian ini yang menjadi variabel moderating yaitu arus kas bebas. Arus kas bebas dalam penelitian ini diukur dari hasil perhitungan dengan menggunakan formula yang digunakan Jones dan Sharma (2001) yaitu arus kas operasi dikurangi arus kas investasi dibagi dengan total aktiva.

Metode Analisis

Model analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah regresi linear berganda yang bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh arus kas bebas terhadap hubungan antara pertumbuhan dan ukuran perusahaan dengan *earnings response coefficient* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data diolah dengan program *Statistical Package For Social Science (SPSS)*. Formula yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_1 X_3 + \beta_5 X_2 X_3 + \varepsilon$$

Keterangan:

- Y = *earnings response coefficients*
 β_0 = *intercept*
 β_i = $i = 1, 2, 3, 4, 5$ = koefisien regresi
 X_1 = Pertumbuhan perusahaan
 X_2 = Ukuran perusahaan
 X_3 = Arus kas bebas
 $X_1 X_3$ = Interaksi pertumbuhan perusahaan dengan arus kas bebas
 $X_2 X_3$ = Interaksi ukuran perusahaan dengan arus kas bebas
 ε = Pengaruh variabel lain (*epsilon*) atau residual (*error term*)

Rancangan Pengujian Hipotesis

Untuk menguji pengaruh variabel independen serta variabel yang berinteraksi yaitu interaksi antara pertumbuhan perusahaan dengan arus kas bebas ($X_1 X_3$) dan interaksi antara ukuran perusahaan dengan arus kas bebas ($X_2 X_3$) terhadap variabel dependen yaitu *earnings response coefficients* dilakukan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menentukan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_a)
 2. Menentukan kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis.
- Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis adalah sebagai berikut :
- Jika β_i ($i=1, 2, 3, 4, 5$) = 0 : H_0 tidak ditolak (H_a tidak diterima)
- Jika β_i ($i=1, 2, 3, 4, 5$) $\neq$ 0 : H_0 ditolak (H_a diterima)

H_0 tidak ditolak (H_a tidak diterima) artinya variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen, sedangkan H_0 ditolak (H_a diterima) berarti variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan bantuan program SPSS, maka diperoleh persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$Y = 2,054 - 0,217 X_1 - 0,071 X_2 - 0,172 X_3 + 0,5678 X_1 X_3 + 0,002 X_2 X_3 + \varepsilon$$

Berhubung penelitian ini menggunakan metode sensus, tidak dilakukan pengujian signifikansi terhadap nilai koefisien regresi tersebut, karena nilai koefisien regresi yang diperoleh adalah nilai koefisien regresi yang sesungguhnya dari populasi.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap *Earnings Response Coefficients*

Berdasarkan Lampiran I, nilai koefisien regresi pengaruh pertumbuhan perusahaan (X_1) terhadap *earnings response coefficients* (Y) sebesar -0,217. Nilai koefisien regresi sebesar -0,217 menunjukkan bahwa koefisien regresi pertumbuhan perusahaan terhadap *earnings response coefficients* tidak sama dengan nol ($\beta_1 \neq 0$).

Mengacu pada rancangan pengujian hipotesis, hasil penelitian ini menolak H_0 (hipotesis nol) atau menerima H_a (hipotesis alternatif). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap *earnings response coefficients* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Setiap adanya kenaikan pertumbuhan perusahaan sebesar 1 (satu) satuan akan mengakibatkan penurunan terhadap *earnings response coefficients* sebesar 0,217 satuan, dengan asumsi variabel ukuran perusahaan, arus kas bebas, dan variabel yang saling berinteraksi dalam penelitian ini yaitu antara X_1, X_3 dan X_2, X_3 adalah konstan.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Naimah dan Utama (2006) serta Charitou dkk. (2001) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap *earnings response coefficients*. Charitou dkk. (2001) menemukan bahwa nilai perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan tinggi akan mampu menyelesaikan proyek-proyeknya. Oleh karena itu peningkatan laba akan direspon positif oleh investor.

Sebaliknya hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap *earnings response coefficients* yang konsisten dengan penelitian Palupi (2006) yang menguji pengaruh kesempatan bertumbuh perusahaan terhadap *earnings response coefficients*. Pengaruh negatif tersebut sulit dijelaskan. Namun setidaknya dapat dijelaskan melalui *random walk theory* (Ang, 1997:18.3), *event windows* yang pendek dan proksi pertumbuhan perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini..

Random walk theory (Ang, 1997:18.3) menyatakan bahwa pergerakan harga saham tidak dapat diprediksi sehingga hampir tidak ada cara yang dapat digunakan untuk mengetahui arah dari harga saham di masa yang akan datang. *Random walk theory* mengusulkan bahwa pergerakan harga saham bersifat independen satu dengan yang lainnya dan tidak mengikuti suatu pola tertentu.

Pengaruh negatif tersebut juga bisa terjadi karena periode jendela yang digunakan dalam penelitian ini hanya 7 hari, yaitu 3 hari sebelum publikasi laporan keuangan, 1 hari pada saat publikasi laporan keuangan dan 3 hari setelah publikasi laporan keuangan. Namun Vought dan Vu (2000) mengemukakan bahwa periode pengamatan yang panjang mungkin akan memberikan hasil yang berbeda dan lebih baik dibandingkan dengan periode pengamatan yang pendek dalam kaitannya antara pertumbuhan perusahaan dengan *earnings response coefficients*.

Selain itu, *accrual basis* yang digunakan sebagai dasar pencatatan akuntansi keuangan dan proksi yang digunakan untuk pertumbuhan perusahaan juga bisa digunakan untuk menjelaskan hubungan antara pertumbuhan perusahaan (yang diproksikan dengan pertumbuhan penjualan) dengan *earnings response coefficients*. Untuk diketahui bahwa penjualan yang dihasilkan berdasarkan *accrual basis* tidak menjamin adanya arus kas masuk dari transaksi penjualan tersebut, sementara arus kas perusahaan merupakan salah satu informasi yang sangat berguna bagi investor dalam melakukan keputusan investasi. Oleh karena itu, pertumbuhan perusahaan yang diproksikan dengan pertumbuhan penjualan tanpa dikaitkan dengan arus kas perusahaan sulit digunakan untuk menjelaskan hubungan positif antara pertumbuhan penjualan dengan *earnings response coefficients*.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Earnings Response Coefficients*

Berdasarkan Lampiran I, nilai koefisien regresi pengaruh ukuran perusahaan (X_2) terhadap *earnings response coefficients* (Y) sebesar -0,071. Nilai koefisien regresi sebesar -0,071 menunjukkan bahwa koefisien regresi ukuran perusahaan terhadap *earnings response coefficients* tidak sama dengan nol ($\beta_2 \neq 0$).

Mengacu pada rancangan pengujian hipotesis, hasil penelitian ini menolak H_0 (hipotesis nol) atau menerima H_a (hipotesis alternatif). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *earnings response coefficients* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Setiap adanya kenaikan ukuran perusahaan sebesar 1 (satu) satuan akan mengakibatkan penurunan terhadap *earnings response coefficients* sebesar 0,071 satuan, dengan asumsi variabel pertumbuhan perusahaan, arus kas bebas, dan variabel yang saling berinteraksi dalam penelitian ini yaitu antara X_1 , X_3 , dan X_2 , X_3 adalah konstan.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Naimah dan Utama (2006) serta Chaney dan Jeter (1991) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *earnings response coefficients*. Chaney dan Jeter (1991) yang menguji hubungan ukuran perusahaan dengan *earnings response coefficients* dalam jangka panjang (*long windows*) menyatakan bahwa semakin banyak ketersediaan sumber informasi pada perusahaan-perusahaan besar akan meningkatkan *earnings response coefficients* dalam jangka panjang.

Sebaliknya hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *earnings response coefficients* yang konsisten dengan hasil penelitian Palupi (2006). Pengaruh negatif tersebut dapat dijelaskan melalui *random walk theory* (Ang, 1997:18.3) sebagaimana telah dikemukakan sebelumnya, dan *agency theory* (Uyara dan Tausikal, 2003).

Pengaruh negatif tersebut bisa terjadi karena salah satu unsur total aktiva (untuk mengukur ukuran perusahaan) yaitu aktiva tetap dalam kaitannya dengan *earnings response coefficients*. Hal ini sangat mempengaruhi investor karena investor memandang laba yang dihasilkan cenderung akan digunakan oleh manajer untuk investasi pada aktiva tetap yang mempunyai *net present value* negatif. Alternatif ini akan meningkatkan insentif yang diterima para manajer atau yang lebih dikenal istilah dengan *agency theory* sehingga investor cenderung merespon negatif terhadap peningkatan ukuran perusahaan (Uyara dan Tausikal, 2003).

Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Hubungan antara Pertumbuhan Perusahaan dengan *Earnings Response Coefficients*

Berdasarkan Lampiran I, nilai koefisien regresi penelitian terhadap interaksi antara variabel X_1 , X_3 terhadap *earnings response coefficients* (Y) sebesar 0,568. Nilai koefisien regresi sebesar 0,568 menunjukkan bahwa koefisien regresi interaksi antara variabel X_1 , X_3 terhadap *earnings response coefficients* tidak sama dengan nol ($\beta_4 \neq 0$).

Mengacu pada rancangan pengujian hipotesis, hasil penelitian ini menolak H_0 (hipotesis nol) atau menerima H_a (hipotesis alternatif). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa interaksi antara variabel X_1 , X_3 berpengaruh terhadap *earnings response coefficients*

pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Setiap adanya kenaikan interaksi antara variabel X_1, X_3 sebesar 1 (satu) satuan akan mengakibatkan kenaikan terhadap *earnings response coefficients* sebesar 0,568 satuan, dengan asumsi variabel pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, arus kas bebas, dan variabel yang saling berinteraksi lainnya dalam penelitian ini X_2, X_3 adalah konstan.

Secara individual pertumbuhan perusahaan mendapat respon negatif dari investor. Namun, setelah berinteraksi dengan arus kas bebas *slope* koefisiennya menjadi positif. Hal ini menunjukkan bahwa arus kas bebas memperkuat hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan *earnings response coefficients*. Hal ini dapat dijelaskan melalui *efficiency market theory* (Ang, 1997:18.3).

Efficiency market theory merupakan hipotesis/teori dasar dari karakteristik suatu pasar yang efisien (*efficient market*) dimana terdapat investor-investor yang berpengetahuan luas dan informasi tersedia secara luas kepada investor sehingga mereka bereaksi secara cepat dan tepat atas informasi baru yang pada akhirnya menyebabkan harga efek-efek melakukan penyesuaian secara cepat dan akurat (Ang, 1997:18.3).

Berdasarkan *efficiency market theory* jelaslah bahwa investor akan menggali semua informasi yang tersedia. Dalam hal ini informasi yang dimaksud adalah informasi tentang perusahaan yang tumbuh dan mempunyai arus kas bebas. Investor yakin pada perusahaan yang tumbuh dan mempunyai arus kas bebas akan lebih bisa meningkatkan kesejahteraan mereka, terutama bagi para investor yang mempunyai perspektif jangka panjang untuk mendapatkan *yield* dari investasi yang dilakukannya yaitu dengan melihat nilai investasi awal ditambah dengan pembagian uang kas (*dividen*) dibagi dengan nilai investasi akhir. Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan yang bertumbuh dan mempunyai arus kas bebas yang siap didistribusikan kepada investor, baik dalam bentuk *dividen* maupun lainnya akan mendapatkan respon positif dari investor, baik yang mempunyai perspektif jangka pendek maupun panjang terhadap investasi yang dilakukannya.

Semakin besar arus kas bebas yang dibayarkan kepada pemegang saham, mengindikasikan besarnya perhatian manajer sebagai agen pemegang saham pada nilai perusahaan. Bila manajer lebih mengutamakan nilai perusahaan berarti manajer mengutamakan kesejahteraan pemegang saham (Jensen, 1986). Oleh karena itu, dengan adanya arus kas bebas akan memperkuat hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan *earnings response coefficients*.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Uyara dan Tausikal (2003) yang menemukan bahwa arus kas bebas dapat memoderasi hubungan antara rasio pembayaran *dividen* dengan *earnings response coefficients*.

Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Hubungan antara Ukuran Perusahaan dengan *Earnings Response Coefficients*

Berdasarkan Lampiran I, nilai koefisien regresi penelitian terhadap interaksi antara variabel X_1, X_3 terhadap *earnings response coefficients* (Y) sebesar 0,002. Nilai koefisien regresi sebesar 0,002 menunjukkan bahwa koefisien regresi interaksi antara variabel X_1, X_3 terhadap *earnings response coefficients* tidak sama dengan nol ($\beta_5 \neq 0$).

Mengacu pada rancangan pengujian hipotesis, hasil penelitian ini menolak H_0 (hipotesis nol) atau menerima H_a (hipotesis alternatif). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa interaksi antara variabel X_2, X_3 berpengaruh terhadap *earnings response coefficients* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Setiap adanya kenaikan interaksi antara variabel X_2, X_3 sebesar 1 (satu) satuan akan mengakibatkan kenaikan terhadap *earnings response coefficients* sebesar 0,002 satuan, dengan asumsi variabel pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, arus kas bebas, dan variabel yang saling berinteraksi lainnya dalam penelitian ini X_1, X_3 adalah konstan.

Secara individual koefisien regresi ukuran perusahaan mendapat respon negatif dari investor. Namun, setelah berinteraksi dengan arus kas bebas *slope* koefisiennya menjadi positif. Hal ini menunjukkan bahwa arus kas bebas memperkuat hubungan antara ukuran perusahaan dengan *earnings response coefficients*. Hal ini juga dapat dijelaskan melalui *efficiency market theory* (Ang, 1997:18.3) sebagaimana telah dikemukakan di muka.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Uyara dan Tausikal (2003) yang menemukan bahwa arus kas bebas dapat memoderasi hubungan antara rasio pembayaran dividen dengan *earnings response coefficients*.

Koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,098 bermakna bahwa sebesar 9,8% perubahan-perubahan yang terjadi pada *earnings response coefficients* (Y) dapat dijelaskan oleh perubahan-perubahan yang terjadi pada pertumbuhan perusahaan (X_1), ukuran perusahaan (X_2), arus kas bebas (X_3), serta variabel-variabel yang berinteraksi dalam penelitian ini yaitu antara X_1, X_3 dan X_2, X_3 , sedangkan selebihnya sebesar 90,2% dijelaskan oleh faktor-faktor (variabel-variabel) lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini. Nilai koefisien determinasi (R^2) dalam model penelitian ini relatif rendah, namun penelitian mengenai *earnings response coefficients* terus berkembang dan ditemukan banyak variabel yang mempengaruhinya, yang tidak turut diuji dalam penelitian ini. Hal inilah yang kemungkinan menyebabkan koefisien determinasi tersebut menjadi rendah.

PENUTUP

Kesimpulan

Hasil penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Secara individual, baik pertumbuhan perusahaan maupun ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *earnings response coefficients* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Arus kas bebas berpengaruh terhadap hubungan antara pertumbuhan dan ukuran perusahaan dengan *earnings response coefficients* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Keterbatasan

Penelitian ini mempunyai keterbatasan-keterbatasan antara lain sebagai berikut:

1. Penelitian ini hanya meneliti perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan kriteria-kriteria tertentu yang ditetapkan oleh peneliti, sehingga hasilnya tidak

dapat digeneralisasikan untuk perusahaan-perusahaan lainnya yang terdapat di Bursa Efek Indonesia.

2. Arus kas bebas yang digunakan untuk mengklasifikasikan perusahaan bukan merupakan pengumuman eksplisit sehingga memberikan hasil yang berbeda dengan riset-riset sejenis di negara lain.
3. Proksi yang digunakan untuk pertumbuhan perusahaan adalah pertumbuhan penjualan, sehingga bisa memberikan hasil yang berbeda jika digunakan proksi yang berbeda.

Saran-saran

Setelah mempelajari hasil penelitian ini, ada beberapa saran yang patut dikemukakan sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan populasi yang lebih luas. Hal ini dimaksudkan agar kesimpulan yang dihasilkan dari penelitian tersebut memiliki cakupan yang lebih luas dan tidak hanya merupakan perusahaan manufaktur saja.
2. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi yang lain untuk pertumbuhan perusahaan seperti pertumbuhan laba, pertumbuhan ekuitas, pertumbuhan total aset, dan lain-lain.
3. Untuk perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di BEI, di samping menyajikan laporan keuangan utama disarankan juga untuk menyajikan laporan arus kas bebas.

Implikasi Hasil Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pihak yang berkepentingan khususnya bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), yang dapat dipergunakan sebagai masukan dan sumber informasi dalam pengambilan keputusan. Bagi investor dan calon investor dapat dipergunakan sebagai pertimbangan dalam analisis fundamental yang dilakukan untuk mengambil keputusan investasi.

REFERENSI

- Ang, Robbert, 1997, *Buku pintar Pasar Modal Indonesia (The intelligent Guide to Indonesia capital Market)*. Jakarta, Mediasoft Indonesia
- Ball, Ray dan Phillip Brown (1968) An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Vol.6, No.2. pp. 159-178.
- Chaney, P.K. and D.C. Jeter. (1991) The Effect of Size on the Magnitude of Long-Window Earnings Response Coefficients. *Contemporary Accounting Research* 8: pp.540-560.
- Charitou, A. C. Clubb dan A. Andreao (2001) The Effect of Earnings Permanence, Growth, and Firm Size on the Usefulness of Cash Flows and Earnings in Explaining Security Returns: Empirical Evidence for the UK. *Journal of Bussiness Finance and Accounting* (June/July), Vol. 8 No.2. pp. 563-594.

- Fijrijanti, Tettet dan H.M. Jogiyanto (2001) Analisa Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi IV*. AKPM-3. hlm. 1-27.
- Helfert, Erich A. (1993). *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi ketujuh. Penerjemah: Herman Wibowo. Jakarta: Erlangga
- Ikatan Akuntansi Indonesia (2007) *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Jakarta Stock Exchange (2004) *JSX Statistic 2004*.
- _____ (2005) *JSX Statistic 2005*.
- _____ (2006) *JSX Statistic 2006*.
- _____ (2007) *JSX Statistic 2007*.
- Jensen, Micheal C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. Vol.76, No.2. pp. 323-337.
- Jones, Stewart dan Rohit Sharma 2001. The impact of Free Cash Flow, Financial Leverage and Accounting regulation on Earnings Management in Australia's 'old' and 'new' Economies. *Managerial Finance*, Vol. 27, No.2, Mei. pp. 251-263.
- Kallapur, sanjay dan Mark A. Trombley (1999) The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting* (March/April). pp. 505-519.
- Kurniawan, Heribertus dan Nur Indriantoro (2000). Analisis Hubungan antara Arus Kas dari Aktivitas-Operasi dan Data Akrua dengan Return Saham: Studi Empiris pada Perusahaan Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.2, No.3. hlm. 52-83.
- Naimah, Zahroh dan Siddharta Utama (2006) Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan, dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Koefisien Respon Laba dan Koefisien Nilai Buku Ekuitas: Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi IX*. AKPM-12, hlm. 1-26.
- Palupi, Jati Margaretta (2006) Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Koefisien Respon Laba: Bukti Empiris pada Bursa Efek Jakarta. *Jurnal EKUBANK*, Volume 3 edisi November. hlm. 9-24.
- Sayekti, Yosefa dan Wondabio L.S (2007) Pengaruh CSR Disclosure terhadap Earning Response Coefficient. *Simposium Nasional Akuntansi X*. AKPM-08. hlm 1-35.

Scott, William R. (2006) *Financial Accounting Theory*. 4th Edition. United States of America: Pearson Prentice Hall.

Sugiyono (2005) *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: CV Alfabeta.

Uyara, Ali Sani dan Askam Tausikal (2003) Moderasi Aliran Kas Bebas terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Respon Coeffisien. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol 6, No.2. hlm. 186-198.

Voght, Stephen C. And Joseph D. Vu (2000) Free Cash Flow and Long-run Firms Value: Evidence from The Value line Investment Survey. *Journal of Managerial Issue*: pp. 20-32.

Corresponding author:

Muhamad Arfan, Email : arfan_was@yahoo.com

Lampiran I
Hasil Regresi variabel- variabel Penelitian

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.314 ^a	.098	.025	.47761

a. Predictors: (Constant), Inteaksi X2.X3, Ukuran perusahaan, Pertumbuhan perusahaan, Arus kas bebas , Interkasi X1.X3

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.519	5	.304	1.332	.263 ^a
	Residual	13.915	61	.228		
	Total	15.434	66			

a. Predictors: (Constant), Inteaksi X2.X3, Ukuran perusahaan, Pertumbuhan perusahaan, Arus kas bebas , Interkasi X1.X3

b. Dependent Variable: Earning response coefficients