

PENGARUH ARUS KAS OPERASI DAN KINERJA KEUANGAN TERHADAP REAKSI PASAR DENGAN TINGKAT HUTANG SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI

Dhany Satria Putra
dhanyst@gmail.com
Maswar Patuh Priyadi
Lailatul Amanah

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRAK

Pasar modal merupakan salah satu penggerak utama perekonomian dunia termasuk Indonesia, melalui pasar modal perusahaan dapat memperoleh dana untuk melakukan kegiatan ekonominya. Hal ini dibuktikan dengan meningkatnya jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) guna menjual saham kepada investor. Penelitian ini bertujuan untuk menguji arus kas operasi dan kinerja keuangan terhadap reaksi pasar dengan *leverage* sebagai variabel pemoderasi.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur bidang *consumer goods* yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan rentang tahun 2015-2017. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* sehingga diperoleh sebanyak 22 perusahaan. Pengujian hipotesis menggunakan *moderated analysis regression* (MRA).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel arus kas operasi dan kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap reaksi pasar. Hasil ini berarti bahwa semakin tinggi nilai arus kas operasi dan nilai laba perusahaan maka akan berpengaruh baik terhadap *return* saham sehingga meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut. *Leverage* tidak memoderasi pengaruh arus kas operasi terhadap reaksi pasar, artinya apabila *leverage* mengalami kenaikan maupun penurunan tidak akan mempengaruhi hubungan arus kas operasi terhadap reaksi pasar. Sedangkan *leverage* mampu memperlemah hubungan antara kinerja keuangan terhadap reaksi pasar, hal ini menunjukkan adanya pengaruh hubungan yang tidak searah antara variabel tingkat hutang dalam memoderasi pengaruh kinerja keuangan terhadap reaksi pasar.

Kata-kata Kunci: arus kas operasi, kinerja keuangan, *leverage* dan reaksi pasar

ABSTRACT

The capital market is one of the main drivers of the world economy including Indonesia, through the capital market companies can obtain funds to carry out their economic activities. This is evidenced by the increasing number of companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) to sell shares to investors. This study aims to examine operating cash flow and financial performance against market reactions with leverage as a moderating variable.

The sample in this study is consumer goods manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) with a range of 2015-2017. The sampling technique used was purposive sampling to obtain as many as 22 companies. Hypothesis testing uses moderated analysis regression (MRA).

The results showed that the operating cash flow variables and financial performance had a positive effect on market reaction. This result means that the higher the value of operating cash flow and the value of corporate profits will have a good effect on stock returns, thereby increasing investor confidence in the company. Leverage does not moderate the effect of operating cash flows on market reactions, meaning that if leverage increases or decreases it will not affect the relationship of operating cash flows to market reactions. While leverage is able to weaken the relationship between financial performance and market reaction, this shows that there is an unidirectional relationship between debt level variables in moderating the effect of financial performance on market.

Key Words: operating cash flow, financial performance, leverage and market reaction

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan salah satu penggerak utama perekonomian dunia termasuk Indonesia, melalui pasar modal perusahaan dapat memperoleh dana untuk melakukan kegiatan ekonominya. Hal ini dibuktikan dengan meningkatnya jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) guna menjual saham kepada investor. Perkembangan bursa efek di samping dilihat dari semakin banyaknya anggota bursa, juga dapat dilihat dari perubahan harga-harga saham yang diperdagangkan. Pasar modal juga merupakan sarana bagi pihak yang mempunyai kelebihan dana untuk melakukan investasi dalam jangka menengah ataupun jangka panjang.

Laporan keuangan merupakan instrumen penting bagi investor dan pemangku kepentingan lainnya dalam penentuan pengambilan keputusan yang sifatnya signifikan sehubungan dengan investasi, dan juga bagi entitas yang mengeluarkan laporan keuangan tersebut sehubungan dengan pembiayaan perusahaan untuk pengembangan bisnis. Manfaat dari laporan keuangan menurut *Statement of Financial Accounting* (SFAC) No 1: (a) memberikan informasi yang bermanfaat bagi investor, investor potensial, kreditor, dan pemakai lainnya untuk membuat keputusan investasi, kredit, dan keputusan-keputusan serupa lainnya; (b) memberikan informasi tentang prospek arus kas untuk membantu investor dan kreditor dalam menilai prospek arus kas bersih perusahaan (*Financial Accounting Standard Board*, 1978). Sedangkan menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2007), tujuan dari laporan keuangan adalah untuk menyediakan informasi menyangkut posisi keuangan, kinerja, serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi.

Perusahaan dapat memperoleh dari berbagai sumber pendanaan berupa modal pemilik, laba perusahaan, pinjaman, laba ditahan hingga penjualan saham bagi investor. Arus dana yang terjadi dalam kegiatan operasi perusahaan harus dipantau. Sumber keuangan akan menerima imbalan dalam bentuk hasil pengembalian, pembayaran kembali, produk dan jasa. Makin maju dan berkembang pasar modal suatu negara, semakin maju dan berkembang perekonomian negara tersebut, begitu pula sebaliknya. Dengan demikian pasar modal bisa dijadikan ukuran, sejauh mana lingkungan usaha suatu negara kondusif untuk aktivitas bisnis.

Laporan keuangan adalah informasi yang mudah diakses dan merupakan gambaran kinerja perusahaan, investor pasti akan melihat tentang laporan laba dan arus kas (Rochman, 2012). Parameter kinerja perusahaan yang menjadi perhatian utama investor dan kreditor adalah arus kas dan laba. Ketika dihadapkan pada dua ukuran kinerja perusahaan tersebut, investor harus merasa yakin bahwa ukuran kinerja yang menjadi perhatian mereka adalah yang mampu secara baik menggambarkan kondisi perusahaan. Laporan arus kas memberikan informasi yang berguna tentang penerimaan dan pengeluaran kas selama periode pelaporan (Yochelin dan Christiawan, 2012). Dalam hal ini khususnya adalah arus kas dalam aktivitas operasi.

Menurut Prastowo (2015:29), Arus Kas Operasi membantu investor menganalisis sejauh mana efisiensi perusahaan dalam mengelola kasnya, sehingga investor dapat melihat kemampuan perusahaan untuk membayar dividen dari informasi arus kas tersebut. Arus Kas Operasi lebih diperhitungkan daripada arus kas investasi dan arus kas pendanaan dikarenakan arus kas operasi merupakan aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan, yang digunakan untuk memelihara operasi perusahaan, melunasi pinjaman, dan membayar dividen. Bowen *et.al* (1986) dalam Adiwiratama (2012), menyatakan bahwa manfaat laporan arus kas adalah untuk memprediksi kegagalan, menaksir resiko, memprediksi pemberian pinjaman, penilaian perusahaan, dan memberikan informasi tambahan pada pasar modal.

Selain arus kas, parameter yang mendapat perhatian utama pemakai informasi yaitu kinerja keuangan. Maju mundurnya suatu perusahaan tercermin dari keuntungan yang

diperoleh setiap tahun. Menurut Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No. 25 (IAI,2012), Kinerja Keuangan adalah kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengendalikan sumberdaya yang dimilikinya. Dari pengertian di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa kinerja keuangan adalah usaha formal yang telah dilakukan oleh perusahaan yang dapat mengukur keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba, sehingga dapat melihat prospek, pertumbuhan, dan potensi perkembangan baik perusahaan dengan mengandalkan sumber daya yang ada. Suatu perusahaan dapat dikatakan berhasil apabila telah mencapai standar dan tujuan yang telah ditetapkan. Informasi tentang kinerja keuangan perusahaan dibutuhkan untuk mengambil keputusan tentang sumber ekonomi yang akan dikelola oleh suatu perusahaan dimasa depan.

Fanani (2010), menunjukkan arti pentingnya informasi kinerja keuangan dalam hal ini laba dengan menyatakan bahwa perusahaan memberikan laporan keuangan kepada berbagai *stakeholder*, dengan tujuan untuk memberikan informasi yang relevan dan tepat waktu agar berguna dalam pengambilan keputusan investasi, monitoring, penghargaan kinerja, dan pembuatan kontrak. Keputusan melakukan kontrak yang tanpa didasarkan informasi laba yang baik menyebabkan terjadinya transfer kesejahteraan yang tidak diinginkan oleh semua pihak.

Keberadaan informasi arus kas dan kinerja keuangan dipandang oleh pemakai informasi sebagai suatu hal yang paling tepat dan lengkap guna mengevaluasi kinerja perusahaan secara keseluruhan. Selain itu, laporan arus kas merupakan informasi yang dapat memberikan sinyal untuk menilai prospek masa depan perusahaan yang akan dibeli melalui kepemilikan saham (pembelian saham).

Tingkat hutang juga memiliki pengaruh terhadap harga saham, karena salah satu faktor penting dalam unsur pendanaan adalah hutang. Pengukuran tingkat hutang dalam hal ini *leverage* digambarkan untuk melihat sejauh mana aset perusahaan dibiayai oleh hutang dibandingkan dengan modal sendiri (Kasmir, 2013:41). *Leverage* dapat dipahami sebagai penaksir dari risiko yang melekat pada suatu perusahaan. Artinya, *leverage* yang semakin besar menunjukkan risiko investasi yang semakin besar pula. Perusahaan dengan rasio *leverage* yang rendah memiliki risiko *leverage* yang lebih kecil. Dengan tingginya rasio *leverage* menunjukkan bahwa perusahaan tidak *solvable*, artinya total hutangnya lebih besar dibandingkan dengan total asetnya (Kasmir, 2013:16). Karena *leverage* merupakan rasio yang menghitung seberapa jauh dana yang disediakan oleh kreditur, juga sebagai rasio yang membandingkan total hutang terhadap keseluruhan aset suatu perusahaan, maka apabila investor melihat sebuah perusahaan dengan asset yang tinggi namun risiko *leverage* juga tinggi, maka akan berpikir dua kali untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Purnasiwi (2011:10) menyatakan bahwa *leverage* merupakan alat untuk mengukur seberapa besar perusahaan tergantung pada kreditur dalam membiayai aset perusahaan. Perusahaan yang mempunyai tingkat *leverage* tinggi berarti sangat bergantung pada pinjaman luar untuk membiayai asetnya. Sedangkan perusahaan yang mempunyai tingkat *leverage* lebih rendah lebih banyak membiayai asetnya dengan modal sendiri. Dengan demikian, tingkat *leverage* perusahaan menggambarkan risiko keuangan perusahaan. Teori keagenan memprediksi bahwa perusahaan dengan rasio *leverage* yang lebih tinggi akan mengungkapkan lebih banyak informasi, karena biaya keagenan perusahaan dengan struktur modal seperti itu lebih tinggi (Jensen dan Meckling, 1976). Perusahaan dengan rasio *leverage* yang tinggi memiliki kewajiban untuk melakukan pengungkapan yang lebih luas dari perusahaan dengan rasio *leverage* yang rendah.

Adapun penelitian terdahulu yang melakukan penelitian mengenai reaksi pasar memberikan hasil penelitian yang berbeda-beda, antara lain, Musdalifah *et al.*, (2013) dengan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa arus kas operasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Fathurrochman (2014), menunjukkan bahwa arus kas operasi tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, sedangkan persistensi laba

mempunyai pengaruh yang signifikan. Mutia (2012), dengan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa laba akuntansi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, namun arus kas operasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham LQ 45 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Santoso dan Rahayu (2014), menjelaskan bahwa informasi laba dan arus kas operasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Gursida *et al.*, (2016), yang meneliti tentang Pengaruh Profitabilitas Dan *Leverage* Terhadap Harga Saham, dengan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa *return on investment*, *earnings per share* dan *debt to equity ratio* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Sedangkan dalam Damayanti (2017), menunjukkan bahwa arus kas operasi dan laba akuntansi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Perbedaan beberapa hasil penelitian ini yang mendorong peneliti untuk melakukan penelitian kembali dari beberapa penelitian tersebut, yaitu mengenai arus kas operasi dan kinerja keuangan terhadap reaksi pasar dengan dimoderasi oleh *leverage*. Pada penelitian ini, peneliti menambahkan *leverage* sebagai variabel moderasi karena berdasarkan penjelasan di atas *leverage* masih menjadi perhatian penting bagi pemakai informasi selain arus kas dan laba, artinya *leverage* dianggap akan dapat mempengaruhi hubungan arus kas operasi dan kinerja keuangan terhadap reaksi pasar. Sehingga penting bagi peneliti mengungkap pengaruh *leverage* dalam memoderasi hubungan antara arus kas operasi dan kinerja keuangan terhadap reaksi pasar.

Peneliti memilih perusahaan bidang *consumer goods* yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) karena semakin ketatnya persaingan dalam industri bidang *consumer goods* mengakibatkan perusahaan mau tidak mau mengambil langkah yang tepat dalam persaingan tersebut. Masing-masing berpacu meluncurkan produk terbaru dengan melakukan berbagai inovasi pada produk. Perusahaan bidang *consumer goods* merupakan pasar yang potensial karena produknya adalah barang-barang yang diperlukan oleh masyarakat dalam kehidupan sehari-hari. Berdasarkan masalah yang telah diuraikan di atas maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul: "Pengaruh Arus Kas Operasi dan Kinerja Keuangan Terhadap Reaksi Pasar Dengan Tingkat Hutang Sebagai Variabel *Moderating* Pada Perusahaan Bidang *Consumer Goods* yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia".

Berdasarkan latar belakang permasalahan yang terjadi, maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah: (1) Apakah arus kas operasi berpengaruh terhadap reaksi pasar?; (2) Apakah kinerja keuangan berpengaruh terhadap reaksi pasar?; (3) Apakah tingkat hutang mempengaruhi hubungan antara arus kas operasi dan kinerja keuangan terhadap reaksi pasar? Adapun tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Untuk menguji pengaruh arus kas operasi terhadap reaksi pasar; (2) Untuk menguji pengaruh kinerja keuangan terhadap reaksi pasar; (3) Untuk menguji pengaruh hubungan arus kas operasi dan kinerja keuangan terhadap reaksi pasar dengan tingkat hutang sebagai variabel moderating.

TINJAUAN TEORITIS

Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Arifin (2005:11), teori sinyal pada dasarnya membahas adanya ketidaksamaan informasi antara pihak internal dan pihak eksternal perusahaan. Pihak internal perusahaan (manajer) biasanya memiliki lebih banyak informasi mengenai kondisi perusahaan yang sebenarnya dibandingkan pihak eksternal (investor). Informasi merupakan hal penting bagi para investor dan pelaku bisnis karena menyajikan catatan, keterangan, atau gambaran mengenai kelangsungan hidup perusahaan yang baik pada masa lalu, saat ini maupun masa mendatang.

Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar, salah satunya berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya dan akan mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan yang akan datang Prapaska (2012). Untuk menghindari asimetri informasi pihak internal mengeluarkan laporan tahunan sebagai sinyal kepada para investor mengenai prospek perusahaan kedepannya. Laporan tahunan biasanya memuat informasi akuntansi yaitu informasi yang berkaitan dengan laporan keuntungan dan informasi non-akuntansi yaitu informasi yang tidak berkaitan dengan laporan keuangan. Investor selalu membutuhkan informasi yang sesuai dengan keadaan perusahaan yang sebenarnya untuk pemantau dalam menanamkan dana kepada perusahaan.

Manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik sebagai wujud dari tanggung jawab atas pengelolaan perusahaan. Teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi adalah karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar karena perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar khususnya investor dan kreditor (Sartono, 2010:31).

Teori sinyal juga mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik ataupun pihak yang berkepentingan lainnya. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan, laporan apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik, atau bahkan dapat berupa promosi serta informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik dari pada perusahaan lain.

Pecking order theory

Pecking order theory merupakan pengembangan dari *signalling theory*. Teori tersebut adalah teori struktur pendanaan yang menawarkan alternatif lain dalam pengambilan keputusan pendanaan. Berdasarkan penelitian Myers dan Majluf (1984) struktur pendanaan menurut *pecking order theory* adalah: (1) Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal;(2) Perusahaan menargetkan *dividend payout ratio* untuk peluang investasi perusahaan dan berusaha menghindari perubahan tiba-tiba dalam dividen;(3) Kebijakan dividen yang *sticky* serta fluktuasi tak terduga terhadap profit dan peluang investasi tidak dapat diprediksi dimana arus kas internal terkadang melebihi *capital expenditure* dan pada saat tertentu jumlah kas internal tidak mencukupi;(4) Perusahaan jika membutuhkan sumber pendanaan eksternal, pertama perusahaan akan memilih sumber yang lebih aman yakni dengan hutang kemudian dengan surat berharga atau kemungkinan sekuritas campuran seperti obligasi konversi, dan ekuitas sebagai pilihan terakhir.

Pecking order theory dimulaidengan terdapatnya informasi asimetris dimana manajer memiliki informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas.

Dalam kaitannya dengan nilai perusahaan, *pecking order theory* telah memberikan gambaran bahwa penggunaan utang akan memberikan manfaat sekaligus biaya dan risiko sebagaimana dinyatakan oleh Brigham (2007:371) yang mengemukakan bahwa penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kerugian bagi perusahaan. Sehingga penggunaan utang yang optimal dan dipertimbangkan terhadap karakteristik spesifik perusahaan (*asset*, pangsa pasar dan kemampuan) akan menghindarkan perusahaan

dari risiko gagal pemenuhan kewajiban sehingga perusahaan terhindar dari penurunan kepercayaan investor yang berimplikasi pada menurunnya nilai perusahaan.

Laporan Arus Kas

Kas merupakan suatu alat ukur yang dapat diterima oleh bank dalam nilai nominalnya, yang antara lain meliputi koin, uang kertas, cek, wesel (*money order*) atau kiriman uang melalui pos yang lazim berbentuk draft bank atau cek bank; dan uang yang disimpan di bank yang dapat ditarik tanpa pembatasan dari bank yang bersangkutan (Niswonger dkk, 1999 dalam Adiwirathama, 2012). Pengertian arus kas yang termuat dalam PSAK No. 2 (IAI, 2009) adalah arus masuk dan arus keluar kas atau setara kas. Setara kas (*cash equivalent*) dapat didefinisikan sebagai investasi yang sifatnya likuid, berjangka pendek dan yang dengan cepat dapat dijadikan kas dalam jumlah tertentu tanpa menghadapi resiko perubahan nilai yang signifikan.

Pernyataan (PSAK 2012 No.2 par 19) menyebutkan pula bahwa laporan arus kas harus melaporkan arus kas selama periode tertentu dan diklasifikasikan menjadi: (1) Arus kas dari aktivitas operasi; (2) Arus kas dari aktivitas investasi; (3) Arus kas dari aktivitas pendanaan. Menurut (PSAK 2012 No.2 par 17) terdapat dua metode pelaporan arus kas dari aktivitas operasi dalam laporan arus kas adalah metode langsung dan metode tidak langsung. Metode langsung melaporkan sumber kas operasi. Sumber utama kas operasi adalah kas yang diterima dari kas operasi meliputi kas yang dibayarkan kepada pegawai sebagai upah. Perbedaan antara penerimaan kas dan pembayaran kas dalam suatu operasi merupakan arus kas bersih dari aktivitas operasi. Keunggulan metode ini adalah bahwa metode ini melaporkan sumber dan penerimaan kas dalam laporan arus kas. Kelemahannya adalah bahwa data yang dibutuhkan seringkali tidak mudah didapat dan biaya pengumpulan umumnya mahal. Metode tidak langsung melaporkan arus kas operasi yang dimulai dengan laba bersih dan kemudian disesuaikan dengan pendapatan serta beban yang tidak melibatkan penerimaan atau pembayaran kas. Dengan kata lain, laba bersih akrual disesuaikan dengan menentukan jumlah bersih arus kas dari aktivitas.

Kinerja Keuangan

Kinerja perusahaan adalah suatu usaha formal yang dilaksanakan perusahaan untuk mengevaluasi efisien dan efektivitas dari aktivitas perusahaan yang telah dilaksanakan pada periode waktu tertentu. Menurut Sucipto (2003) pengertian kinerja keuangan adalah penentuan ukuran-ukuran tertentu yang dapat mengukur keberhasilan suatu organisasi atau perusahaan dalam menghasilkan laba. Sedangkan menurut IAI (2012) Kinerja Keuangan adalah kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengendalikan sumberdaya yang dimilikinya. Dari pengertian di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa kinerja keuangan adalah usaha formal yang telah dilakukan oleh perusahaan yang dapat mengukur keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba, sehingga dapat melihat prospek, pertumbuhan, dan potensi perkembangan baik perusahaan dengan mengandalkan sumber daya yang ada. Suatu perusahaan dapat dikatakan berhasil apabila telah mencapai standar dan tujuan yang telah ditetapkan.

Pengukuran kinerja digunakan perusahaan untuk melakukan perbaikan di atas kegiatan operasionalnya agar dapat bersaing dengan perusahaan lain. Analisis kinerja keuangan merupakan proses pengkajian secara kritis terhadap review data, menghitung, mengukur, menginterpretasi, dan memberi solusi terhadap keuangan perusahaan pada suatu periode tertentu. Kinerja Keuangan dapat dinilai dengan beberapa alat analisis. Berdasarkan tekniknya, analisis keuangan dapat dibedakan menjadi 8 macam, yaitu menurut Jumingan (2006:242) : (1) Analisis perbandingan Laporan Keuangan, merupakan teknik analisis dengan cara membandingkan laporan keuangan dua periode atau lebih dengan menunjukkan perubahan, baik dalam jumlah (absolut) maupun dalam persentase

(relatif); (2) Analisis Tren (tendensi posisi), merupakan teknik analisis untuk mengetahui tendensi keadaan keuangan apakah menunjukkan kenaikan atau penurunan; (3) Analisis Persentase per Komponen (common size), merupakan teknik analisis untuk mengetahui persentase investasi pada masing-masing aktiva terhadap keseluruhan atau total aktiva maupun utang; (4) Analisis Sumber dan Penggunaan Modal Kerja, merupakan teknik analisis untuk mengetahui besarnya sumber dan penggunaan modal kerja melalui dua periode waktu yang dibandingkan; (5) Analisis Sumber dan Penggunaan Kas, merupakan teknik analisis untuk mengetahui kondisi kas disertai sebab terjadinya perubahan kas pada suatu periode waktu tertentu; (6) Analisis Rasio Keuangan, merupakan teknik analisis keuangan untuk mengetahui hubungan di antara pos tertentu dalam neraca maupun laporan laba rugi baik secara individu maupun secara simultan; (7) Analisis Perubahan Laba Kotor, merupakan teknik analisis untuk mengetahui posisi laba dan sebab-sebab terjadinya perubahan laba; (8) Analisis *Break Even*, merupakan teknik analisis untuk mengetahui tingkat penjualan yang harus dicapai agar perusahaan tidak mengalami kerugian.

Tingkat Hutang

IFRS (2012), mendefinisikan liabilitas sebagai utang entitas masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus kas keluar dari sumber daya entitas yang mengandung manfaat ekonomi. Hanafi (2004:37), menyatakan bahwa yang dimaksud dengan utang adalah Pengorbanan ekonomis yang mungkin timbul di masa mendatang dari kewajiban organisasi sekarang untuk mentransfer aset atau memberikan jasa ke pihak lain di masa mendatang, sebagai akibat transaksi atau kejadian di masa lalu. Utang muncul terutama karena penundaan pembayaran untuk barang atau jasa yang telah diterima oleh organisasi dan dari dana yang dipinjam.

Subramanyam dan Wild (2010: 56), menyatakan bahwa tingkat hutang akan terlihat pengaruhnya terhadap laba masa depan di saat perusahaan dalam kondisi keuangan baik atau buruk, saat kondisi keuangan biasa-biasa saja maka pengaruhnya tidak dapat dibuktikan. Saat kondisi keuangan perusahaan baik maka beban hutang akan lebih kecil dibandingkan pengembalian yang didapat perusahaan sehingga laba yang diperoleh meningkat. Penelitian ini dibangun dengan salah satu kriteria sampel yaitu perusahaan yang tidak mengalami rugi selama empat tahun berturut-turut, sehingga dapat dikategorikan sebagai perusahaan dengan kondisi keuangan yang baik.

Tingkat hutang dalam penelitian ini, diukur dengan menggunakan *leverage*. *leverage* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang (Rodoni dan Ali, 2010: 123). Kasmir (2013: 158), *leverage* merupakan rasio yang digunakan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan perusahaan dalam membayarkan seluruh kewajibannya (baik kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang). Atmaja (2008: 271), *leverage* (rasio hutang) menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjang. Dari uraian pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa rasio *leverage* menggambarkan hubungan antara utang perusahaan terhadap modal sendiri maupun aktiva. Dengan rasio ini kita bisa melihat seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh utang atau pihak luar dengan kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal sendiri atau aktiva.

Return Saham

Menurut Brigham et al., (2007: 192), pengertian dari *return* adalah *imeasure the financial performance of an investment*. Artinya *return* digunakan pada suatu investasi untuk mengukur hasil keuangan suatu perusahaan. Menurut Hartono,J (2009:205) definisi *return* adalah hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di

masa mendatang. Sehingga total pengembalian adalah total keuntungan atau kerugian yang dialami pada investasi selama periode tertentu.

Informasi yang tersedia di pasar modal memiliki peranan yang penting untuk mempengaruhi segala macam bentuk transaksi perdagangan di pasar modal tersebut. Hal ini disebabkan karena para pelaku di pasar modal akan melakukan analisis lebih lanjut terhadap setiap pengumuman atau informasi yang masuk ke bursa efek tersebut. Informasi atau pengumuman-pengumuman yang diterbitkan oleh emiten akan mempengaruhi para (calon) investor dalam mengambil keputusan untuk memilih portofolio investasi yang efisien.

Menurut Hartono.J (2009: 98), para pelaku pasar modal akan mengevaluasi setiap pengumuman yang diterbitkan oleh emiten, sehingga hal tersebut akan menyebabkan beberapa perubahan pada transaksi perdagangan saham, misalnya adanya perubahan pada volume perdagangan saham, perubahan pada harga saham, proporsi kepemilikan, dan lain-lain. Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman yang masuk ke pasar memiliki kandungan informasi, sehingga direaksi oleh para pelaku di pasar modal. Suatu pengumuman memiliki kandungan informasi jika pada saat transaksi perdagangan terjadi, terdapat perubahan terutama perubahan harga saham. Berubahnya harga saham akan mempengaruhi *return* saham yaitu semakin tinggi harga saham berarti semakin meningkat *return* yang diperoleh investor.

Hipotesis Penelitian

Pengaruh Arus Kas Operasi Terhadap Reaksi Pasar

Pernyataan standar akuntansi keuangan No.2 (IAI,2012) aktivitas operasi adalah aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan (*principal revenue producing activities*) dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Dalam PSAK No.2 (IAI,2012) disebutkan bahwa jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar deviden dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan dari luar. Musdalifah *et al.*, (2013) menyatakan bahwa perusahaan yang mampu menghasilkan kas dapat mencukupi secara internal dari kegiatan operasi perusahaan untuk membayar kewajibannya tanpa harus meminjam dari pihak luar. Investor dapat menilai apakah dana yang diinvestasikan telah dikelola dengan baik oleh manajemen. Semakin tinggi arus kas operasi perusahaan maka semakin tinggi kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut. Aktivitas operasi adalah aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan pendanaan, umumnya berasal dari transaksi dan peristiwa lain yang memengaruhi penetapan laba/rugi bersih yang dapat menghasilkan kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan dari luar.

Musdalifah *et al.*, (2013) dan Baler (2011) menguji hubungan informasi arus kas operasi terhadap *return* saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel arus kas operasi mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Dalam Triyono dan Hartono (2000), menyimpulkan bahwa pemisahan total arus kas kedalam ketiga komponen arus kas, khususnya arus kas operasi, lebih berguna bagi investor. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Arus kas operasi berpengaruh positif terhadap reaksi pasar

Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Reaksi Pasar

Menurut PSAK No.2 (IAI,2012) laba merupakan pengukur utama kinerja keuangan perusahaan dalam suatu periode akuntansi dan menjadi sentral perhatian para pemakai laporan keuangan. Penelitian Ball dan Brown (1968) menduga manfaat keberadaan angka laba akuntansi dengan menguji kandungan informasi dan ketepatan waktu dari angka laba tersebut. Mereka menemukan bahwa informasi yang terkandung dalam angka akuntansi adalah berguna yaitu jika laba yang sesungguhnya berbeda dengan laba ekspektasi (*expected earning*) maka pasar akan bereaksi yang tercermin dalam pergerakan harga saham sekitar tanggal pengumuman informasi laba. Harga saham cenderung naik apabila laba yang dilaporkan lebih besar dari laba ekspektasi dan sebaliknya, harga saham cenderung turun apabila laba yang dilaporkan lebih kecil dari laba ekspektasi.

Santoso dan Rahayu (2014) menguji apakah pengaruh informasi laba terhadap harga saham dengan hasil penelitian mereka memberikan bukti empiris bahwa pada tahap *growth* maupun *mature* laba memberikan pengaruh positif atau searah dan signifikan terhadap harga saham. Selain itu, dalam penelitian Mutia (2012) dan Damayanti (2017) juga menyatakan bahwa laba akuntansi mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *return* saham. Oleh karena itu, Informasi laba akuntansi dianggap relevan apabila menimbulkan reaksi pasar oleh para investor. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan *return* saham. Semakin tinggi nilai laba akuntansi, maka akan menimbulkan reaksi positif yaitu *return* saham meningkat karena perusahaan dianggap mempunyai kinerja keuangan yang baik dan mampu memberikan *return* yang baik pula kepada investor. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:
H₂: Kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap Reaksi pasar

Kemampuan Tingkat Hutang Dalam Memoderasi Arus Kas Operasi dan Kinerja Keuangan Terhadap Reaksi Pasar

Pengukuran tingkat hutang dalam hal ini *leverage* digambarkan untuk melihat sejauh mana aset perusahaan dibiayai oleh hutang dibandingkan dengan modal sendiri (Kasmir, 2013:41). Dalam Gursida *et al.*, (2016) menguji tentang pengaruh tingkat hutang terhadap reaksi pasar dengan hasil penelitian membuktikan bahwa juga menjelaskan bahwa hasil *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif terhadap harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa informasi perubahan DER yang dapat diperoleh dari laporan keuangan perusahaan berpengaruh pada keputusan *return* saham di pasar modal.

Tingkat hutang atau *laverage* merupakan sumber keuangan perusahaan yang berasal dari pihak ketiga yaitu pihak selain investor perusahaan. Maka ketika *leverage* tinggi, akan direspon negatif oleh investor dan berpengaruh buruk terhadap reaksi pasar. Sedangkan, arus kas operasi merupakan kegiatan inti perusahaan karena mencakup operasional perusahaan. Perusahaan dapat dikatakan berhasil jika segala sistem operasionalnya dapat berjalan sesuai rencana baik dari pihak internal maupun eksternal. Baler (2011) menunjukkan bahwa arus kas operasi mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Dalam Musdalifah *et al.*, (2013) menyatakan bahwa perusahaan yang mampu menghasilkan kas dapat mencukupi secara internal dari kegiatan operasi perusahaan untuk membayar kewajibannya tanpa harus meminjam dari pihak luar. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki rasio *leverage* rendah maka akan berusaha meningkatkan kemampuan internal dari kegiatan operasi sehingga semakin berdampak baik terhadap reaksi pasar.

Lverage merupakan rasio yang menyatakan seberapa besar perusahaan menggunakan hutang. Semakin besar *leverage* suatu perusahaan berarti perusahaan tersebut memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi dibandingkan dengan modalnya. Dengan demikian jika terjadi peningkatan kinerja keuangan atau laba maka yang diuntungkan adalah *debtholder*, karena debitur mempunyai keyakinan bahwa perusahaan akan mampu

membayar hutang-hutangnya melalui peningkatan kinerja keuangan perusahaan tersebut. Namun hal ini akan direspon negatif oleh investor karena investor beranggapan bahwa perusahaan akan lebih mengutamakan hutang daripada pembayaran dividen (Mulyani, 2007). Penelitian yang dilakukan Dearima (2011), menguji tentang pengaruh *leverage* dalam hubungan antara laba dan harga saham. Hasil penelitian menyatakan bahwa *leverage* memperlemah hubungan antara laba perusahaan dengan harga saham. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi akan direspon negatif oleh pasar sehingga hubungan kinerja keuangan terhadap reaksi pasar akan menjadi lebih rendah. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Tingkat Hutang memperlemah pengaruh antara arus kas operasi dengan reaksi pasar.

H₄: Tingkat Hutang memperlemah pengaruh antara kinerja keuangan dengan reaksi pasar.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Obyek) Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kuantitatif. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penggunaan seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI sebagai populasi karena perusahaan tersebut mempunyai kewajiban untuk menyampaikan laporan tahunan kepada pihak luar perusahaan atau para investor, sehingga memungkinkan data laporan tahunan tersebut diperoleh dalam penelitian ini.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel merupakan sebagian dari populasi yang terdiri atas sejumlah anggota yang dipilih dari populasi. Dalam penelitian ini teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Sampel dalam penelitian ini seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dengan kriteria sampel sebagai berikut; (1) Perusahaan Bidang *Consumer Goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2015 sampai 2017; (2) Perusahaan Bidang *Consumer Goods* yang telah menerbitkan dan mempublikasikan laporan keuangan auditnya dari tahun 2015 sampai 2017; (3) Perusahaan Bidang *Consumer Goods* mengalami keuntungan atau laba positif selama tahun 2015 sampai 2017. Adapun teknik mengambil sampel dalam penelitian ini yang nampak pada Tabel 1.

Tabel 1
Kriteria Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah Sampel
Perusahaan Bidang <i>Consumer Goods</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2015-2017	38
Perusahaan Bidang <i>Consumer Goods</i> yang tidak menerbitkan dan mempublikasikan laporan keuangan auditnya dari tahun 2015-2017	(7)
Perusahaan Bidang <i>Consumer Goods</i> yang mengalami kerugian atau laba negatif dari tahun 2015-2017	(9)
Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel penelitian	22
Jumlah perusahaan untuk penelitian (n)	66

Dengan demikian total sampel dalam penelitian ini selama Tahun 2015-2017 adalah 66 sampel (22 Perusahaan x 3 tahun pengamatan). Berdasarkan teknik pengambilan sampel dengan *purposive sampling*, maka jumlah sampel yang memenuhi kriteria dan digunakan dalam penelitian ini yaitu,

Tabel 2
Daftar Sampel Penelitian

No	Nama Perusahaan	Kode	No	Nama Perusahaan	Kode
1	PT Wilmar Cahaya Indonesia Tbk	CEKA	12	PT Wisnilak Inti Makmur Tbk	WIIM
2	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	13	PT Darya Varia Laboratoria Tbk	DVLA
3	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP	14	PT Kimia Farma Tbk	KAEF
4	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	15	PT Kalbe Farma Tbk	KLBF
5	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI	16	PT Merck Tbk	MERK
6	PT Mayora Indah Tbk	MYOR	17	PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk	SIDO
7	PT Nippon Indosari Corporindo Tbk	ROTI	18	PT Tempo Scan Pacifik Tbk	TSPC
8	PT Sekar Bumi Tbk	SKBM	19	PT Akasha Wira <i>International</i> Tbk	ADES
9	PT Ultrajaya <i>Milk Industry dan Trading Company</i> Tbk	ULTJ	20	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID
10	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	21	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR
11	PT HM Sampoerna Tbk	HMSP	22	PT Chitose <i>International</i> Tbk	CINT

Sumber: Bursa Efek Indonesia

Teknik Pengumpulan Data

Jenis Data

Jenis data dalam penelitian ini menggunakan data sekunder. Menurut Sugiyono (2011:131), data sekunder yaitu sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara (diperoleh dan dicatat oleh pihak lain). Data sekunder berupa bukti, catatan, atau laporan historis yang tersusun dalam arsip, baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan.

Sumber Data

Sumber data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari laporan tahunan (*annual report*) dan data harga saham penutupan diperoleh dari ICMD tahun 2015-2017, data perusahaan bidang *consumer goods* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015-2017 yang di ambil dari *www.idx.co.id*, yang diperoleh dari situs website resmi masing-masing perusahaan.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Reaksi Pasar (RSP)

Dalam penelitian ini yang dimaksud reaksi pasar dinilai dari tingkat *Return* saham yang diperoleh perusahaan. Perhitungan variabel reaksi pasar yang dinilai dari tingkat *return* dalam penelitian ini yaitu dirumuskan sebagai berikut :

$$Rit = \frac{Hi_t - Hi_{t-1}}{Hi_{t-1}} ;$$

Dimana : Rit = *Return* Saham i Peritode t (Rasio)
 Hit = Harga Saham i Periode t
 t = Periode waktu {t = 2015,..2017}

Arus Kas Operasi (AKO)

Arus kas operasi merupakan aktivitas penghasil utama perusahaan dan aktivitas lain selain investasi dan pendanaan, dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\Delta AKO = \frac{AKO_t - AKO_{t-1}}{AKO_{t-1}} ;$$

Dimana : AKO = Arus Kas Operasi (Rasio)
 t = Periode waktu {t = 2015,..2017}

Kinerja Keuangan (KKU)

Kinerja keuangan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan laba akuntansi. Laba Akuntansi yang digunakan dalam penelitian ini dihitung sebagai perubahan laba akuntansi. Laba akuntansi yang dimaksud adalah laba bersih setelah pajak (*Earning After Tax*) dengan rumus sebagai berikut:

$$\Delta LAK = \frac{LAK_t - LAK_{t-1}}{LAK_{t-1}};$$

Dimana : LAK = Laba Akuntansi
t = Periode waktu {t = 2015,..2017}

Tingkat Hutang (HTG)

Tingkat hutang dalam penelitian ini, diukur dengan menggunakan rasio *leverage*. Tingkat hutang dalam penelitian ini, dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$HTG = \frac{\text{Total Hutang}_t}{\text{Total Ekuitas}_t}$$

Dimana : HTG = Rasio Hutang (Rasio)
t = Periode waktu {t = 2015,..2017}

Teknik Analisis Data

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif ini digunakan untuk menganalisis data kuantitatif yang diolah menurut perhitungan untuk masing-masing variabel sehingga dapat memberikan penjelasan atau gambaran mengenai kondisi perusahaan selama periode tertentu.

Analisis Data

Analisis regresi merupakan suatu metode statistika yang menjelaskan pola hubungan dua variabel atau lebih melalui sebuah persamaan. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA). MRA atau uji interaksi merupakan aplikasi khusus regresi linear berganda dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi atau perkalian antara dua atau lebih variabel independen. Persamaan regresi untuk penelitian ini adalah:

$$RSP = \alpha + \beta_1 AKO + \beta_2 KKU + \beta_3 AKO*HTG + \beta_4 KKU*HTG + \epsilon$$

Keterangan:

RSP	: Reaksi Pasar	KKU	: Kinerja Keuangan
α	: Konstanta	HTG	: Tingkat Hutang
$\beta_{1,2,3,4}$: Koefisien Regresi Variabel Bebas	ϵ	: Error
AKO	: Arus Kas Operasi		

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2016). Dalam penelitian ini uji normalitas menggunakan *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Dasar pengambilan keputusan dari uji normalitas yaitu : (1) Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas; (2) Jika data menyebar lebih jauh dari diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogram tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas (Ghozali, 2016:156).

Selain melihat dari grafik, uji statistik yang dapat digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statisti non-parametik kolmogrov-smirnov (K-S). Jika kolmogrov-smirnov menunjukkan nilai signifikansi di atas 0,05 maka data residual terdistribusi normal. Jika kolmogrov-smirnov menunjukkan nilai signifikansi dibawah 0,05 maka data residual terdistribusi tidak normal (Ghozali,2016).

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi merupakan untuk pengujian asumsi dalam model regresi dimana variabel nilai perusahaan tidak berkorelasi dengan dirinya sendiri. Maksud korelasi dengan dirinya sendiri itu bahwa nilai variabel reaksi pasar yang tidak berhubungan dengan variabel itu sendiri, baik nilai periode sebelumnya maupun nilai sesudahnya. Cara pendeteksi ada tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Durbin-Watson (DW test). Uji Durbin-Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu dan mensyaratkan adanya konstanta dalam model regresi. Model regresi yang baik adalah model regresi yang bebas dari autokorelasi.

Menurut Ghozali (2016) batas nilai dari metode Durbin-Watson adalah : (1)Nilai D-W yang besar atau di atas 2 berarti ada autokorelasi negatif; (2) Nilai D-W antara negatif 2 sampai 2 berarti tidak ada autokorelasi atau bebas autokorelasi; (3) Nilai D-W yang kecil atau dibawah negatif 2 berarti ada autokorelasi positif.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal merupakan variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas dalam model regresi adalah dengan melihat nilai *varianceinflation factor* (VIF) dan lawannya nilai *tolerance*. Apabila nilai *tolerance* mendekati 1, serta nilai VIF disekitas angka 1 serta tidak lebih dari 10, maka dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas antara variabel bebas dalam model regresi. (Ghozali, 2016:103).

Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang Homoskedastisitas. Menurut Ghozali (2016), dasar untuk pengambilan keputusan uji Heteroskedastisitas adalah : (1) Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas;(2) Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit*)

Uji kelayakan model yang menunjukkan apakah model regresi *fit* untuk diolah lebih lanjut. Uji kelayakan model pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat (Ghozali, 2016). Secara statistik, setidaknya *goodness of fit* dapat diukur dari nilai determinasi (R^2) dan nilai statistik F. Pengujian nilai statistik F dilakukan dengan menggunakan signifikan level 0,05 ($\alpha=5\%$). Ketentuan penerimaan atau penolakan hipotesis adalah sebagai berikut :(1) Jika nilai signifikansi $F > 0,05$ maka model penelitian dapat dikatakan tidak layak; (2) Jika nilai signifikansi $F \leq 0,05$ maka model penelitian dapat dikatakan layak.

Sedangkan koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel terikat. Nilai koefisien determinasi adalah diantara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel-variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi-variabel dependen (Ghozali, 2016).

Uji statistik t

Ghozali (2016), uji statistik t digunakan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelasan/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 0,05 ($\alpha = 5\%$) dengan kriteria sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi $t > 0,05$ maka hipotesis ditolak; (2) Jika nilai signifikansi $t \leq 0,05$ maka hipotesis diterima.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk menunjukkan jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini serta dapat menunjukkan nilai maksimum, nilai minimum, dan nilai rata-rata serta standar deviasi dari masing-masing variabel. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi: arus kas operasi (AKO), kinerja keuangan (KKU), tingkat hutang (HTG), dan reaksi pasar (RSP). Hasil dari analisis deskriptif variabel disajikan dalam Tabel 3.

Tabel 3
Hasil Analisis Deskriptif

	<i>Descriptive Statistics</i>				
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AKO	66	-1.916	4.229	.27827	1.041984
KKU	66	-.886	9.435	.28011	1.264595
HTG	66	.076	2.655	.69747	.589705
RSP	66	-.987	2.161	-.00474	.454136
Valid N (listwise)	66				

Sumber: Output SPSS.

Berdasarkan Tabel 3, dapat dilihat bahwa jumlah observasi (N) yang diteliti sebanyak 66 data pengamatan. Data tersebut diperoleh dari laporan keuangan perusahaan bidang *consumer goods* yang terdaftar di BEI pada Tahun 2015 sampai 2017, dengan deskripsi masing-masing variabel sebagai berikut: (1) Pada variabel Arus Kas Operasi (AKO) memiliki nilai *mean* atau rata-rata sebesar 0,27827, artinya rata-rata arus kas operasi pada perusahaan bidang *consumer goods* yang diobservasi adalah sebesar 27,827%, dengan nilai standar deviasi sebesar 1,041984 atau 104,1984%. Sedangkan nilai minimum adalah -1,916 atau -191,6% yang terjadi pada tahun 2017 dan nilai maksimum adalah 4,229 atau 422,9% yang terjadi pada tahun 2015; (2) Pada variabel Kinerja Keuangan (KKU) memiliki nilai *mean* atau rata-rata sebesar 0,28011, artinya rata-rata kinerja keuangan pada perusahaan bidang *consumer goods* yang diobservasi adalah sebesar 28,011%, dengan nilai standar deviasi sebesar 1,264595 atau 126,4595%. Sedangkan nilai minimum adalah -0,886 atau -88,6% yang terjadi pada tahun 2016 dan nilai maksimum adalah 9,435 atau 94,35% yang terjadi pada tahun 2017; (3) Pada variabel Tingkat Hutang (HTG) memiliki nilai *mean* atau rata-rata sebesar 0,69747, artinya rata-rata tingkat hutang pada perusahaan bidang *consumer goods*

yang diobservasi adalah sebesar 69,747%, dengan nilai standar deviasi sebesar 0,589705 atau 58,9705%. Sedangkan nilai minimum adalah 0,076 atau 7,6% yang terjadi pada tahun 2015 dan nilai maksimum adalah 2,655 atau 265,5% yang terjadi pada tahun 2017; (4) Pada variabel Reaksi Pasar (RSP) memiliki nilai *mean* atau rata-rata sebesar -0,00474, artinya rata-rata reaksi pasar pada perusahaan bidang *consumer goods* yang diobservasi sebesar -0,474%, dengan standar deviasi sebesar 0,454136 atau 45,4136%. Sedangkan nilai minimum adalah -0,987 atau 98,7% yang terjadi pada tahun 2015 dan nilai maksimum adalah 2,161 atau 216,1% yang terjadi pada tahun 2016.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel terikat dan variabel bebas keduanya memiliki distribusi yang normal atau tidak, dengan menggunakan dua pendekatan, yaitu pendekatan grafik dan *Kolmogorov Smirnovtest*. Hasil dari uji normalitas dengan menggunakan pendekatan grafik. Gambar grafik normal plot menunjukkan bahwa pola data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, sehingga dapat dikatakan bahwa variabel dalam penelitian ini memenuhi uji normalitas. Dianjurkan di samping menggunakan uji grafik dilengkapi dengan uji statistik, salah satunya dengan menggunakan uji statistik non-parametrik *Kolmogorov-Smirnov*. Berdasarkan hasil pengujian normalitas, dapat diketahui bahwa pengujian memberi nilai Z hitung sebesar 1,033 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,236, nilai taraf signifikansi di atas 0,05 berarti hal tersebut menunjukkan bahwa variabel penelitian terdistribusi normal. Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa data terdistribusi secara normal.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya (Ghozali, 2006). Berdasarkan hasil pengujian autokorelasi menunjukkan nilai DW sebesar 2,542. Nilai tersebut berada diantara -2 sampai +2 maka dapat disimpulkan dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *tolerance value* yang dihasilkan oleh penelitian. Apabila nilai VIF kurang dari 10 dan nilai *tolerance* lebih besar dari 0,10 maka tidak terjadi gejala multikolonieritas. Hasil dari Uji Multikolinearitas diketahui bahwa besarnya nilai *Variance Influence Factor* (VIF) pada seluruh variabel baik arus kas operasi, kinerja keuangan dan tingkat hutang lebih kecil dari 10, dan sesuai dengan ketentuan yang telah ditetapkan maka hal ini berarti model yang digunakan dalam penelitian tidak ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau bisa disebut juga dengan bebas dari Multikolinearitas, sehingga variabel tersebut dapat digunakan dalam penelitian.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan antara varian dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2006). Berdasarkan hasil diketahui bahwa titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, serta tersebar di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Oleh karena itu dapat disimpulkan tidak terjadi gangguan heteroskedastisitas pada model regresi.

Uji Regresi Linier

Uji Koefisien Determinasi Berganda (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel reaksi pasar. Hasil dari uji koefisien determinasi berganda yang nampak pada Tabel 4.

Tabel 4
Hasil Uji Koefisien Determinasi Berganda (R^2)

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.327 ^a	.107	.084	.452804

a. Predictors: (Constant), K KU, AKO

b. Dependent Variable: RSP

Sumber: Output SPSS

Hasil Uji koefisien determinasi berganda pada Tabel 4, dapat diketahui R square (R^2) sebesar 0,107 atau 10,7% yang menunjukkan kontribusi dari variabel arus kas operasi dan kinerja keuangan terhadap reaksi pasar pada perusahaan industri *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan sisanya 88,3% dikontribusi oleh faktor lain diluar model penelitian. Koefisien korelasi berganda ditunjukkan dengan (R) sebesar 0,327 atau 32,7% yang mengindikasikan bahwa korelasi atau hubungan antara variabel arus kas operasi dan kinerja keuangan terhadap reaksi pasar pada perusahaan industri *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, mempunyai hubungan yang cukup.

Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit*)

Uji kelayakan model yang menunjukkan apakah model regresi *fit* untuk diolah lebih lanjut. Hasil dari Uji Kelayakan Model, yang nampak pada Tabel 5.

Tabel 5
Hasil Uji Kelayakan Model

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.694	3	0.565	2.756	.009 ^a
	Residual	12.712	62	.205		
	Total	14.406	65			

a. Predictors: (Constant), K KU, AKO

b. Dependent Variable: RSP

Sumber: Output SPSS

Berdasarkan perhitungan pada Tabel 5, menunjukan bahwa F hitung sebesar 2,756 dengan sig 0,009. Dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar $\alpha = 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa arus kas operasi dan kinerja keuangan menunjukkan model penelitian ini layak untuk dilakukan pengujian berikutnya.

Uji statistik t

Pengujian ini pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas secara individual dalam menerangkan variabel reaksi pasar. Hasil dari Pengujian Uji t, yang nampak pada Tabel 6.

Tabel 6
Hasil Uji t

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.120	.090		1.335	.187
AKO	.246	.054	.105	2.083	.021
KKU	.440	.045	.211	2.393	.003
HTG	-.330	.095	-.269	-1.864	.047

a. Dependent Variable: RSP

Sumber: Output SPSS

Berdasarkan hasil Uji t pada Tabel 6, dapat diperoleh: (1) Pengujian pengaruh arus kas operasi terhadap reaksi pasar menghasilkan nilai signifikansi t sebesar 0,021 dengan arah positif, hal ini menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar, dengan demikian hipotesis pertama diterima; (2) Pengujian pengaruh kinerja keuangan terhadap reaksi pasar menghasilkan nilai signifikansi 0,003 dengan arah positif, hal ini sesuai dengan hipotesis yang dirumuskan yang menyatakan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar, dengan demikian hipotesis kedua diterima.

Moderated Regression Analysis (MRA)

Moderated Regression Analysis (MRA) atau uji interaksi merupakan aplikasi khusus regresi linear berganda dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi atau perkalian antara dua atau lebih variabel independen. Hasil dari Analisis regresi linear berganda disajikan pada Tabel 10.

Tabel 10
Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.024	.060		.529	.589
AKO	.392	.111	.205	2.018	.019
KKU	.291	.167	.259	2.320	.005
AKO_HTG	.011	.154	.022	1.970	.105
KKU_HTG	-.210	.201	-.254	-2.041	.012

a. Dependent Variable: RSP

Sumber: Output SPSS

Berdasarkan Tabel 10, didapat hasil analisis regresi linier berganda dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$RSP = 0,024 + 0,392 AKO + 0,291 KKU + 0,011 AKO_HTG - 0,210 KKU_HTG$$

Berdasarkan pada model persamaan regresi yang didapat, maka dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Besarnya nilai koefisien regresi arus kas operasi sebesar 0,392 nilai koefisien regresi ini bersifat positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel arus kas operasi dengan reaksi pasar. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi arus kas operasi perusahaan maka semakin tinggi kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut, dimana perusahaan mampu menghasilkan kas untuk mencukupi pendanaan secara internal dari kegiatan operasi perusahaan untuk membayar kewajibannya tanpa harus meminjam dari pihak luar; (2) Besarnya nilai koefisien regresi kinerja keuangan sebesar 0,291 nilai koefisien regresi ini bersifat positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kinerja keuangan dengan reaksi pasar. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja keuangan yang dilihat dari laba perusahaan semakin tinggi maka reaksi pasar juga akan semakin meningkat, informasi yang terkandung dalam laba yang sesungguhnya akan bereaksi dalam pergerakan harga saham sekitar tanggal pengumuman informasi laba, harga saham cenderung naik apabila laba yang dilaporkan lebih besar dari laba ekspektasi dan sebaliknya; (3) Berdasarkan hasil interaksi, maka dapat diketahui pengaruh tingkat hutang dalam memoderasi dapat memperkuat pengaruh arus kas operasi terhadap reaksi pasar, dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,011 dengan nilai signifikansi sebesar 0,946. Dengan nilai signifikansi $> 5\%$ maka disimpulkan variabel tingkat hutang tidak dapat memoderasi pengaruh antara arus kas operasi terhadap reaksi pasar, dengan demikian hipotesis ketiga ditolak. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan memiliki dana yang cukup besar dalam operasional perusahaan, maka perusahaan tidak memerlukan pendanaan dari pihak luar, sehingga menunjukkan bahwa keputusan manajemen untuk berusaha menjaga agar rasio *leverage* tidak bertambah tinggi yang mengacu pada teori *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan menyukai *internal financing*, yang berarti perusahaan masih bisa mengusahakan sumber pendanaan internal maka sumber pendanaan eksternal tidak akan diusahakan; (4) Berdasarkan hasil interaksi, maka dapat diketahui pengaruh tingkat hutang dalam memoderasi dapat memperlemah pengaruh kinerja keuangan terhadap reaksi pasar, dengan nilai koefisien regresi sebesar -0,210 dengan nilai signifikansi sebesar 0,012. Dengan nilai signifikansi $< 5\%$ maka disimpulkan variabel tingkat hutang secara signifikan mampu memperlemah hubungan antara kinerja keuangan terhadap reaksi pasar, dengan demikian hipotesis keempat diterima. Hal ini menunjukkan perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan hutang yang relatif kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang.

Pembahasan

Pengaruh Arus Kas Operasi Terhadap Reaksi Pasar

Hipotesis penelitian yang pertama menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa hipotesis pertama penelitian terbukti, hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi arus kas operasi perusahaan maka semakin tinggi kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut, dimana perusahaan mampu menghasilkan kas untuk mencukupi pendanaan secara internal dari kegiatan operasi perusahaan untuk membayar kewajibannya tanpa harus meminjam dari pihak luar. Investor dapat menilai apakah dana yang diinvestasikan telah dikelola dengan baik oleh manajemen. Semakin tinggi arus kas operasi perusahaan maka semakin tinggi kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut.

Dalam melakukan analisis investasi, investor seringkali menggunakan informasi dalam laporan arus kas yang lebih mencerminkan likuiditas daripada informasi laba. Analisis mengenai pengaruh publikasi laporan arus kas terhadap volume perdagangan saham di

pasar modal. Secara umum laporan arus kas dapat memberikan pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan saham. Laporan arus kas dapat memberi informasi mengenai likuiditas perusahaan, fleksibilitas keuangan perusahaan, dan kemampuan operasional perusahaan (M.Hanafi & Abdul Halim, 2005: 58).

Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Musdalifah *et al.*, (2013); Triyono dan Hartono (2000) dan Baler (2011) yang menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar, hal ini mengindikasikan bahwa laporan arus kas operasi juga merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan untuk setiap periode penyajian pelaporan keuangan. Kandungan informasi laporan arus kas operasi dapat diukur dengan menggunakan kekuatan hubungan antara arus kas dengan harga saham atau return saham. Informasi laporan arus kas akan dikatakan mempunyai makna apabila digunakan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan oleh investor. Triyono dan Jogiyanto (2000) menyimpulkan bahwa pemisahan total arus kas kedalam ketiga komponen arus kas, khususnya arus kas operasi, lebih berguna bagi investor. Arus kas dari aktivitas operasi dapat menjadi perhatian penting karena dalam jangka panjang untuk kelangsungan hidup perusahaan, suatu bisnis harus menghasilkan arus kas bersih yang positif dari aktivitas operasi.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan *signalling theory*, yang menyatakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Asimetri informasi dapat diminimalkan dengan mengungkapkan informasi sebanyak-banyaknya, pelaporan arus kas operasi merupakan salah satu usaha untuk meminimalkan asimetri informasi. Laporan arus kas dapat dijadikan informasi alternatif dalam menilai kinerja dan prospek perusahaan, pada saat laba mempunyai peluang besar untuk tersentuh praktek manipulasi (Meythi, 2006). Hasil penelitian ini menunjukkan pentingnya pelaporan arus kas operasi sehingga direaksi oleh pasar.

Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Reaksi Pasar

Hipotesis penelitian yang kedua menyatakan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa hipotesis pertama penelitian terbukti, hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai *earnings* akan berpengaruh terhadap *return* saham yang akan mempengaruhi prospek perusahaan di masa depan. *Earnings* merupakan prioritas penting bagi para investor untuk menanamkan sahamnya. Laba atau keuntungan yang diperoleh dari kegiatan operasional perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai balas jasa telah menanamkan modalnya dalam perusahaan atau yang biasa disebut dengan dividen. Nantinya dividen tersebut merupakan salah satu komponen penyusun *return* saham selain *capital gain*. Perusahaan yang menghasilkan laba semakin besar, maka secara teoretis perusahaan itu akan mampu membagikan dividen yang semakin besar. Dengan meningkatnya dividen yang diterima oleh pemegang saham, maka *return* yang diterima oleh pemegang saham juga akan meningkat.

Menurut PSAK No.2 laba merupakan pengukur utama kinerja keuangan perusahaan dalam suatu periode akuntansi dan menjadi sentral perhatian para pemakai laporan keuangan. Informasi yang terkandung dalam angka akuntansi adalah berguna yaitu jika laba yang sesungguhnya berbeda dengan laba ekspektasi (*expected earning*) maka pasar akan bereaksi yang tercermin dalam pergerakan harga saham sekitar tanggal pengumuman informasi laba. Harga saham cenderung naik apabila laba yang dilaporkan lebih besar dari laba ekspektasi dan sebaliknya, harga saham cenderung turun apabila laba yang dilaporkan lebih kecil dari laba ekspektasi.

Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mutia (2012); Santoso dan Rahayu (2014) dan Damayanti (2017) yang menyatakan bahwa laba akuntansi mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *return* saham, hal ini mengindikasikan

bahwa laporan laba rugi merupakan laporan yang mengukur keberhasilan operasi perusahaan untuk suatu periode waktu tertentu. Gambaran kinerja keuangan perusahaan yang baik menunjukkan tingginya kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Kinerja keuangan perusahaan yang semakin baik akan memberikan nilai positif terhadap reaksi pasar pada perusahaan tersebut yang pada akhirnya akan berdampak kepada kenaikan *return* saham, laba akuntansi merupakan salah satu indikator keuangan yang sering digunakan dalam menilai kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan konsep *signalling theory* yang menyatakan bahwa publikasi rasio-rasio keuangan mempunyai kandungan informasi dan dapat digunakan investor sebagai sinyal tentang prospek perusahaan. Publikasi rasio keuangan yang lebih besar dari tahun sebelumnya akan dianggap sebagai sinyal positif yang akan berdampak pada kenaikan harga saham, sedangkan publikasi rasio keuangan yang lebih rendah dari tahun sebelumnya akan dianggap sebagai sinyal negatif yang akan berdampak pada penurunan harga saham.

Tingkat Hutang Dalam Memoderasi Arus Kas Operasi Terhadap Reaksi Pasar

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa variabel tingkat hutang tidak mampu memoderasi hubungan antara variabel arus kas operasi terhadap reaksi pasar. Artinya apabila *leverage* mengalami kenaikan maupun penurunan tidak akan mempengaruhi hubungan arus kas operasi terhadap reaksi pasar. Hal ini sesuai dengan PSAK No. 2 menyatakan bahwa jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah operasi perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen, dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan sumber pendanaan dari luar.

Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Erianne (2016), yang menjelaskan bahwa *leverage* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap perubahan hubungan antara arus kas operasi dan *return* saham. Hasil ini diperkuat oleh *Pecking order theory* dalam Myers dan Majluf (1984), yang mengemukakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal perusahaan. Penggunaan dana internal lebih didahulukan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal. Urut-urutan yang dikemukakan oleh teori ini dalam hal pendanaan adalah pertama, laba ditahan diikuti dengan penggunaan hutang, dan terakhir adalah penerbitan ekuitas baru. Selain itu, tingkat hutang pada penelitian ini menggunakan analisis *leverage* yaitu peramalan jangka panjang, bukan dengan analisis likuiditas. Pada analisis likuiditas, menggunakan jangka waktu pendek sehingga pengaruh terhadap arus kas yang lebih akurat. Peramalan jangka panjang kurang dapat diandalkan sehingga analisis *leverage* menggunakan ukuran analitis yang kurang akurat, tetapi lebih menyeluruh (Subramanyan dan Wild, 2010:262).

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa dalam hal ini perusahaan *consumer goods* memiliki dana yang cukup besar dalam operasional perusahaan, maka perusahaan tidak memerlukan pendanaan dari pihak luar, sehingga menunjukkan bahwa keputusan manajemen untuk berusaha menjaga agar perusahaan tidak tergantung terhadap pendanaan eksternal yang mengacu pada teori *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan menyukai *internal financing*, yang berarti jika perusahaan masih bisa mengusahakan sumber pendanaan internal maka sumber pendanaan eksternal tidak akan diusahakan.

Tingkat Hutang Dalam Memoderasi Kinerja Keuangan Terhadap Reaksi Pasar

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui pengaruh variabel tingkat hutang dalam memoderasi variabel kinerja keuangan terhadap reaksi pasar adalah dapat memperlemah

reaksi pasar, dengan nilai koefisien regresi ini bersifat negatif yang signifikan, hasil ini menunjukkan adanya pengaruh hubungan yang tidak searah antara variabel tingkat hutang dalam memoderasi pengaruh kinerja keuangan terhadap reaksi pasar, hal ini menunjukkan perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan hutang yang relatif kecil, karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang.

Tingkat hutang merupakan rasio yang menyatakan seberapa besar perusahaan menggunakan pendanaan melalui utang, semakin besar *leverage* suatu perusahaan berarti perusahaan tersebut memiliki tingkat utang yang lebih tinggi dibandingkan dengan modalnya. Dengan demikian jika terjadi peningkatan laba maka yang diuntungkan adalah *debtholders*, karena debitur mempunyai keyakinan bahwa perusahaan akan mampu melunasi utang-utangnya. Namun hal ini akan direspon negatif oleh investor karena investor beranggapan bahwa perusahaan akan lebih mengutamakan utang daripada pembayaran dividen (Mulyani *et al.*, 2007). Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi akan direspon negatif oleh pasar sehingga hubungan laba akuntansi terhadap *return* saham akan menjadi lebih rendah (Naimah, 2008).

Hasil ini sejalan dengan penelitian Sulastri (2010), menjelaskan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap laba. Dalam Gursida *et al.*, (2016) juga dijelaskan bahwa hasil *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif terhadap harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa informasi perubahan DER yang dapat diperoleh dari laporan keuangan perusahaan berpengaruh pada keputusan harga saham di pasar modal. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi akan direspon negatif oleh pasar sehingga hubungan laba akuntansi terhadap harga saham akan menjadi lebih rendah. Hasil ini juga mendukung penelitian yang dilakukan oleh Dearima (2011) yang juga menjelaskan *leverage* dalam kaitannya sebagai variabel moderasi, yang menyatakan bahwa *leverage* memperlemah hubungan antara laba perusahaan dengan harga saham.

Selain itu, *pecking order theory* telah memberikan gambaran bahwa penggunaan hutang akan memberikan manfaat sekaligus biaya dan risiko sebagaimana dinyatakan oleh Brigham (2007:371) yang mengemukakan bahwa penggunaan hutang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kerugian bagi perusahaan. Sehingga penggunaan hutang yang optimal dan dipertimbangkan terhadap karakteristik spesifik perusahaan (*asset*, pangsa pasar dan kemampuan) akan menghindarkan perusahaan dari risiko gagal pemenuhan kewajiban sehingga perusahaan terhindar dari efek reaksi pasar yaitu penurunan kepercayaan investor yang berimplikasi pada menurunnya nilai perusahaan. Dalam *Pecking order theory* dimulaidengan terdapatnya informasi asimetris dimana manajer memiliki informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa tinggi rendahnya hutang suatu perusahaan khususnya perusahaan *consumer goods*, mempengaruhi hubungan antara laba akuntansi perusahaan terhadap *return* saham. Hal ini karena ketika semakin besar hutang yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar pula kewajiban untuk melunasi hutang tersebut. Ini akan berdampak pada kualitas laba dimasa yang akan datang karena perusahaan cenderung lebih mengutamakan pelunasan hutang daripada deviden, sehingga akan berdampak buruk terhadap reaksi pasar.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian mengenai pengaruh arus kas operasi dan kinerja keuangan terhadap reaksi pasar dengan tingkat hutang sebagai variabel moderating, maka dapat diambil kesimpulan mengenai hasil dari penelitian yang telah dilaksanakan adalah sebagai berikut: (1) Hasil penelitian variabel arus kas operasi dengan reaksi pasar menunjukkan pengaruh signifikan positif terhadap reaksi pasar; (2) Hasil penelitian variabel kinerja keuangan dengan reaksi pasar menunjukkan pengaruh signifikan positif terhadap reaksi pasar; (3) Hasil penelitian variabel arus kas operasi dengan tingkat hutang sebagai variabel moderating terhadap reaksi pasar menunjukkan pengaruh tidak signifikan; (4) Hasil penelitian variabel kinerja keuangan dengan tingkat hutang sebagai variabel moderating terhadap reaksi pasar adalah dapat memperlemah, dengan nilai koefisien regresi ini bersifat negatif yang signifikan.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini telah mengusahakan dan melaksanakan sesuai dengan prosedur dan kaidah kaidah ilmiah, namun demikian masih terdapat beberapa keterbatasan yaitu: (1) Dalam penelitian ini menunjukkan variabel independen yang diteliti berpengaruh terhadap variabel reaksi pasar hanya sebesar 10,7%, berarti ada pengaruh sebesar 88,3% dari variabel-variabel lain diluar model; (2) Jumlah sampel dalam penelitian ini dibatasi hanya pada perusahaan manufaktur bidang *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015-2017 sehingga jumlah yang sesuai dengan kriteria sampel sebanyak 22 perusahaan; (3) Dalam penelitian ini, variabel tingkat hutang berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar dengan nilai sigifikansi pada uji t sebesar $0,047 <$ dari tingkat signifikansi sebesar 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel moderasi yaitu tingkat hutang bukan merupakan *pure moderator*.

Saran

Bedasarkan hasil penelitian di atas, dapat disarankan beberapa hal sebagai berikut: (1) Disarankan penelitian ke depan untuk dapat meneliti pengaruh variabel-variabel lain yang diduga berpengaruh terhadap reaksi pasar seperti variabel ukuran perusahaan, struktur kepemilikan dan faktor eksternal yang meliputi tingkat suku bunga, tingkat inflasi, kurs mata uang, situasi politik ekonomi yang tidak termasuk didalam model regresi pada penelitian ini; (2) Bagi peneliti selanjutnya, akan lebih baik jika dalam penelitiannya menambah jumlah sampel penelitian dengan membandingkan antara perusahaan manufaktur dengan perusahaan non manufaktur; (3) Bagi peneliti selanjutnya diharapkan variabel tingkat hutang digunakan sebagai variabel independen. Karena dalam penelitian ini hasil dari tingkat hutang sebagai variabel moderating menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Dan mencari variabel moderasi yang memang merupakan *pure moderator*.

DAFTAR PUSTAKA

- Adiwiratama, J. 2012. Pengaruh Informasi Laba, Arus Kas, dan Size Perusahaan terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika* Jinh. 2 (1).
- Alwi, Z. I. 2003. *Pasar Modal : Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Nasindo Internusa. Jakarta.
- Arifin. 2005. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Ekosinia. Yogyakarta.
- Atmaja, L. S. 2008. *Manajemen Keuangan*. Andi. Yogyakarta
- Baler, A. H. 2011. Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Return Saham dengan Persistensi Laba sebagai Variabel Intervening. *Skrripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas. Surabaya
- Bowen, R. 1986, Evidence on the Relationship Between Earning and Various Measures of Cash Flows, *The Accounting Review*, XI, 4, 213-225.

- Brigham, E. F. 2007. *Accounting Management. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Salemba Empat. Jakarta
- _____. dan J F. Houston, 2009. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Salemba Empat. Jakarta.
- Cahyanti, D.A., Nuraina, E. dan Wijaya, A.L., 2017. Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas dan *Leverage* terhadap Arus Kas Masa Mendatang Pada Perusahaan Properti dan Real Estate di BEI. *Jurnal Akuntansi dan Pendidikan* Vol. 6 No. 1 Hlmn. 26-41
- Dearima, A. 2011. Pengaruh Laba Akuntansi terhadap Harga Saham dengan Resiko Perusahaan dan *Leverage* sebagai Variabel Moderasi: Studi Empiris pada Perusahaan Otomotif yang Terdaftar di BEI. *Tesis*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Brawijaya.
- Damayanti, D.K. 2017. Analisis Pengaruh Komponen Arus Kas dan Laba Akuntansi terhadap Harga Saham dengan Persistensi Laba sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Sumatra Utara.
- Erienne, D. S. 2016. Pengaruh *Return On Asset*, Arus Kas Operasi, *Earnings* terhadap *Return Saham* dengan *Leverage* sebagai Variabel Moderating. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas. Surabaya.
- Erlina, S. M. 2007. *Metode Penelitian Bisnis*, Cetakan Pertama, USU Press, Medan.
- Fanani, Z. 2010. Analisis Faktor-Faktor Penentu Persistensi Laba. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. 7 (1).
- Fathurrochman. 2014. Pengaruh Arus Kas dan Persistensi Laba terhadap Harga Saham (Studi Kasus *Jakarta Islamic Index* Tahun 2005-2011). *Jurnal Ekonomi dan Hukum Islam*. 4 (2).
- Ghozali, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Edisi 8. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gursida, H., S. Septiani., E. M. Holiqurrahman., dan A. Ganitasari. 2016. Pengaruh Profitabilitas dan *Leverage* terhadap Harga Saham Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Publikasi Karya Ilmiah*. Universitas Pakuan.
- Halim, A. 2005. *Analisis Investasi*. Salemba Empat. Jakarta
- Hanafi, M. dan Abdul Halim. 2005. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Kedua. UPP. AMP. YKPN. Yogyakarta
- Hanafi, M. M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi Satu. BPFE. Yogyakarta.
- Hartono, J. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE. Yogyakarta.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2012. *Standar Akuntansi Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta.
- Ikhsan, A. 2012. Analisa Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Non Performing Loan pada PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk. *Skripsi*. Universitas Hasanudin. Makasar.
- Jensen, M.C. dan W. H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Oktober, 1976, V. 3, No. 4, pp.305-360.
- Jumingan. 2006. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Bumi Aksara
- Kasmir. 2013. *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Rajawali Pers. Jakarta.
- _____. 2013. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Kencana. Jakarta.
- Martono dan A. Harjito. 2013. *Manajemen Keuangan*. Edisi 3. BPFE. Yogyakarta
- Meythi. 2006. Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Harga Saham dengan Persistensi Laba sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9*. Padang.
- Mulyani, S., Nur F. A., dan Andayani, 2007, Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Earnings Response Coefficient* pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol. 11, No. 1, Juni: 35-45

- Musdalifah, G. Pagalung., dan Y. Rura. 2013. Pengaruh Persistensi Laba, Arus Kas dan Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham. *Publikasi Karya Ilmiah*. Politeknik Negeri Samarinda. Kalimantan Timur.
- Mutia, E. 2012. Pengaruh Informasi Laba dan Arus Kas terhadap Harga Saham. *Jurnal Akuntansi*, Vol. 1, No.1, Oktober 2012:12-22. Fakultas Ekonomi Universitas Syiah Kuala.
- Myers, S. C dan N. S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*. 13
- Naimah, Z., 2008, Pengaruh Risiko Perusahaan dan *Leverage* terhadap Relevansi Nilai Laba Akuntansi, *Simposium Nasional Akuntansi XI*, Pontianak, Juli: 1-24.
- Niswonger, C. Rollin, dkk. 1999. Prinsip-Prinsip Akuntansi. Jilid 1. Edisi 19. Penerbit Erlangga: Jakarta.
- Prapaska, J. R. 2012. Analisis Pengaruh Tingkat Profitabilitas, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2009-2010. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Prastowo, D. 2015. *Analisis Laporan Keuangan Konsep dan Aplikasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN.
- Purnasiwi, J. 2011. Pengaruh Size, Uprofitabilitas dan Leverage terhadap Pengungkapan CSR pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang
- Riyanto, B. 2011. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. Cetakan Kesebelas. BPFE. Yogyakarta.
- Rochman, A. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal Of Accounting*. 1 (2).
- Rodoni, A. dan H. Ali. 2010. *Manajemen Keuangan*. Mitra Wacana Media. Jakarta.
- Santoso, O. H. dan S. Rahayu. 2014. Pengaruh Informasi Laba dan Arus Kas terhadap Harga Saham (Studi Pada Perusahaan yang Tercatat di Indeks Sri Kehati Tahun 2010-2012). *e- Proceeding of Management*. 1 (3).
- Sartono R A. 2009. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi:4. BPFE. Yogyakarta.
- Sjahrial. D. 2012. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Mitra Wacana Media. Jakarta.
- Subramanyam, K. R. dan R. F. Wild. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Delapan. Buku Dua. Alih Bahasa: Yanivi dan Nurwahyu. Salemba Empat. Jakarta.
- Sucipto. 2003. Penilaian Kinerja Keuangan. *Jurnal Akuntansi*. Universitas Sumatra Utara. Medan.
- Sugiyono. 2011. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Alfabeta. Bandung
- _____. 2012. *Metode Penelitian Bisnis*. Cetakan Keempat. Penerbit Alfabeta. Bandung.
- Sulastri. 2010. Pengaruh Volatilitas Arus Kas, Volatilitas Penjualan, Besaran Akrua, dan Tingkat Hutang terhadap Persistensi Laba. *Jurnal Akuntansi*. Universitas Negeri Padang.
- Sunariyah, H. 2011. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Triyono dan Jogiyanto H. 2000. "Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas dan Laba Akuntansi dengan Harga atau Return Saham". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*.
- Yochelin, A. dan Y. J. Christiawan. 2012. Analisis Pengaruh Perubahan Arus Kas dan Laba Akuntansi terhadap Return Saham pada Perusahaan Berkapitalisasi Besar. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 14 (2).
- Yuyetta, E. N. (2009). Pengaruh Leverage terhadap Nilai Perusahaan Pada Masa Krisis. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, 2 (5)