

Cash Flow Ratios Analysis sebagai Metode Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan

Daniel Tulasi

Abstract

The financial performance of the firm is one of the major components that must be considered by management and stakeholders (investor, creditor, government, united labor) in the firm's performance measurement. There are many methods developed to measure financial performance such as traditional financial ratios analysis, EVA and MVA, Zeta models, Balance Scorecard. This paper investigates the role of cash flow ratios as an alternative concept to measure financial performance of a firm. This method emphasizes on cash flow from operations due to there is a movement of new paradigm that become the basis of corporate financial management that is 'cash not profits is the king'. Meaning to say that firm's net income is necessary, but cash flows are even more important because dividend must be paid in cash, cash is necessary to purchase the assets required and to continue operations. The application of this concept has documented although the previous study are still inconclusive.

Keywords: Cash flow ratios, cash flow from operations and financial performance

Salah satu pilar utama agar perusahaan mampu *survived* dalam tatanan ekonomi global dimana intensitas persaingan antar perusahaan semakin tinggi akibat deregulasi, kemajuan teknologi dan perusahaan yang kuat memasuki pasar domestik adalah kepemilikan kinerja yang baik. Kinerja perusahaan memiliki cakupan dimensi yang luas baik menyangkut kegiatan investasi, operasi maupun pendanaan. Karena itu kinerja perusahaan didefinisikan sebagai "hasil keputusan yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen" (Helfert 1993:52).

Salah satu dimensi pokok kinerja perusahaan adalah kinerja keuangan.

Daniel Tulasi, Dosen FE Universitas Wydia Mandala Surabaya

Kinerja keuangan penting karena: 1) kinerja keuangan merupakan salah satu indikator utama yang dapat mendeskripsikan secara jelas kondisi kehidupan perusahaan (kesuksesan ataupun kegagalan) dan operasionalisasinya, 2) adanya keeratatan hubungan antara kinerja keuangan dengan aspek-aspek strategis lain seperti kinerja manajemen dan ekspektasi *stakeholders* (investor, kreditur, masyarakat dan pemerintah), dan 3) pada batas marginal kinerja keuangan perusahaan bisa memberikan petunjuk riil dari serangkaian interaksi antar manusia, gagasan, kegiatan, dan aspek organisasi lainnya dalam upaya menggapai misi, tujuan dan sasaran perusahaan.

Permasalahannya, bagaimana mengukur kinerja keuangan perusahaan

secara benar agar diperoleh gambaran akurat dan jelas tentang kondisi perusahaan. Ada berbagai metode yang telah dikembangkan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan secara efektif yaitu melalui pendekatan klasik (*traditional financial ratios analysis*), pendekatan *Behavior, Quantitative, System, Seven-S, Quality Circle*, EVA dan MVA, *Zeta Models, Cash Flow Ratios Analysis* atau teori Z (Idrus dan Stanton 1991:245); atau melalui rasio profitabilitas, rasio pertumbuhan dan ukuran penilaian (Weston dan Copeland 1992:191).

Meski banyak metode telah dikembangkan namun dalam aplikasinya metode-metode tersebut memiliki keunggulan dan kelemahan. Maka tulisan ini akan mendeskripsikan secara normatif teoritis salah satu metode alternatif pengukuran kinerja keuangan perusahaan yakni *cash flow ratios analysis*.

Tinjauan Singkat Laporan Arus Kas (Cash Flows Statement)

Laporan Arus Kas disosialisasikan oleh *The Financial Accounting Standards Board* dalam "Statement No. 95" tentang "Statement of Cash Flows" pada bulan Nopember 1987. Dalam "Statement" tersebut ditegaskan bahwa tujuan utama Laporan Arus Kas adalah *menyediakan Informasi* yang relevan tentang penerimaan (sumber) dan pengeluaran (penggunaan) kas perusahaan selama periode tertentu. "*Statement of cash flows is a firm's financial statement that summarizes its sources and uses of cash over a specified period*" (Ross, Westerfield dan Jordan, 2001:49).

Di Indonesia sejak tahun 1994 Ikatan Akuntan Indonesia (1994: PSAK No.2) di dalam "Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan" tentang Laporan Arus Kas mengharuskan semua perusahaan untuk menyusun Laporan Arus Kas sebagai

bagian dari Laporan Keuangan perusahaan pada periode pelaporan keuangan dan berlaku efektif mulai 1 Januari 1995 (Purwatingsih et al., 2003).

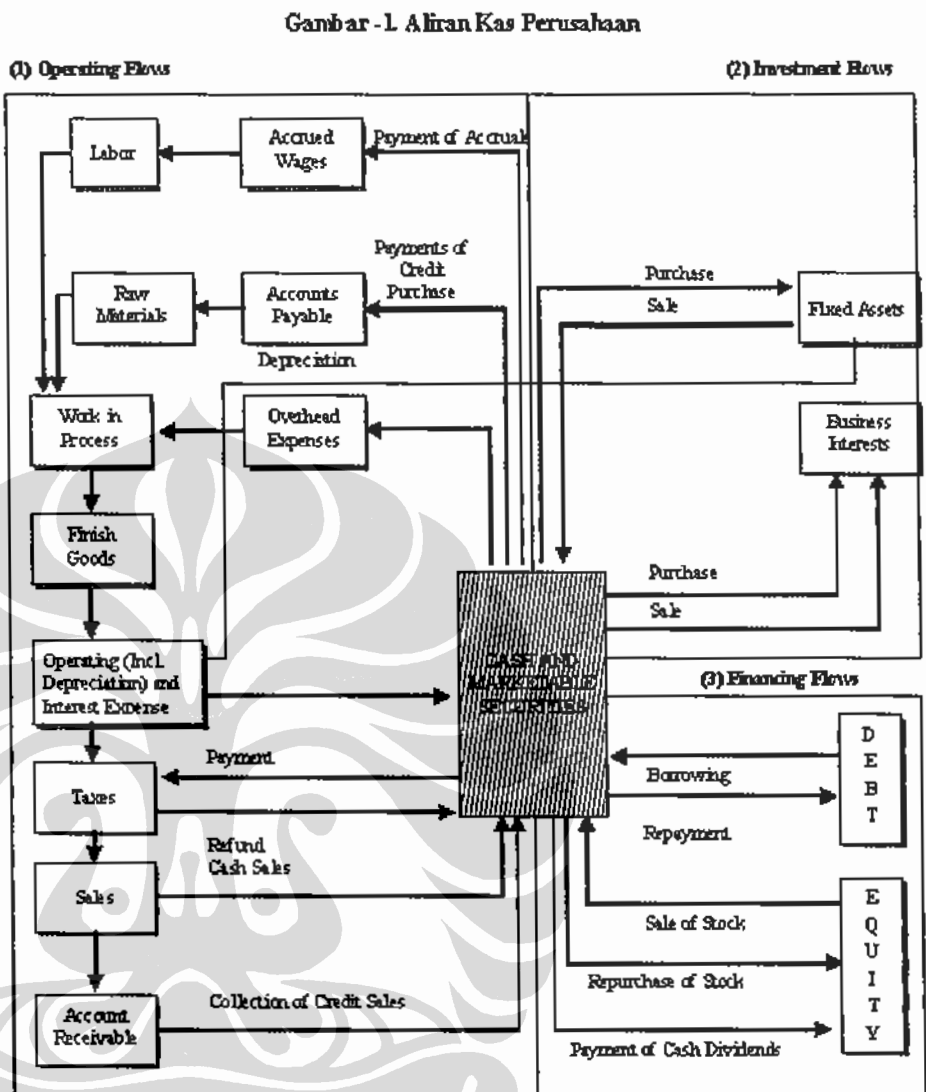
Perhatian terhadap *cash flow* ini penting. Pertama, karena dalam operasinya perusahaan harus memperhatikan "kemampuan jangka pendek untuk memenuhi kebutuhan kas dan kemampuan jangka panjang untuk menghasilkan kas dari sumber eksternal" (Henderson dan Maness CCM, 1989:1). Kedua, karena pada level yang paling mendasar perusahaan sebenarnya melakukan dua kegiatan utama yaitu menghasilkan kas (*cash inflow*) dan menggunakan kas (*cash outflow*). Kas diartikan sebagai "seluruh *cash on hand* dan dana yang disimpan di bank dalam berbagai bentuk seperti deposito dan rekening koran" (Sartono, 1997:519). Maka *cash flow* adalah "suatu proses dimana terjadi aliran kas masuk dan aliran kas keluar akibat operasi perusahaan" (Henderson dan Maness, 1989:4). Secara umum aliran kas dalam perusahaan dapat dilukiskan seperti Gambar-1.

Gambar di atas menunjukkan bahwa *cash flow* dapat diklasifikasikan atas: 1) *operating flows*, 2) *investment flows*, dan 3) *financing flows*. *Operating flows* berkaitan dengan kegiatan produksi dan penjualan produk perusahaan, *investment flows* berhubungan dengan pembelian dan penjualan aktiva tetap maupun bunga dan *financing flows* berkaitan dengan transaksi keuangan (hutang dan modal sendiri).

Bentuk Laporan Cash Flow

Untuk dapat menganalisis kinerja keuangan perusahaan dengan metode analisis rasio-rasio *cash flow*, maka Laporan Arus Kas yang memuat dinamika *cash flow* perlu dipilah ke dalam 3 (tiga) kelompok aktivitas utama yang dinamakan *trichotomy cash flows* (Nurnberg dan Largay III, 1996; Figuewics dan Zeller, 1991; Ikatan Akuntan Indonesia, 1994: PSAK No.2). Hal ini mengacu pada aktivitas pokok perusahaan yang berkaitan dengan tiga keputusan pokok: 1) *operating decision*, 2) *investing decision*, dan 3) *financing decision*.

Trichotomy cash flows terdiri dari 1) *Cash flow from operating (CFFO) activities*



Sumber: Garman, 1995: 73

yaitu *cash flow* dari aktivitas operasi perusahaan yang berkaitan langsung dengan produksi, pembelian dan penjualan barang/jasa, pembelian material, sampai pada laba/rugi perusahaan, 2) *Cash flow from investing activities*: aktivitas investasi yang mendukung kegiatan operasi serta berkaitan dengan pembelian dan penjualan aktiva tetap dan *business interest*. Maka pola investasi dan reinvestasi dalam *assets* seperti pembelian *property*, pabrik, *equipment*, *assets* operasi, hutang dan sekuritas perusahaan lain akan membangun dasar operasi dan menjadi indikator keberhasilan perusahaan, dan 3) *Cash flow from financing activities*: *cash flow* yang berkaitan dengan transaksi pen-danaan

dari hutang dan modal. Maka *the financing and refinancing* hutang dan atau ekuitas merupakan petunjuk usaha yang sukses. Sebab pendanaan dari hutang (variabel penerbitan, penyelesaian, alau reakuisasi sekuritas hutang/obligasi) maupun ekuitas (emisi saham, dividen) dibutuhkan untuk mendukung kebutuhan operasi jangka pendek dan jangka panjang perusahaan.

Penyajian Laporan Arus Kas, dapat digunakan metode langsung (*direct method*) atau metode taklangsung (*indirect method*). Ikatan Akuntan Indonesia (1994: PSAK no.2) mewajibkan perusahaan yang *go public* untuk menggunakan *direct method* dalam Laporan Arus Kas (Purwatingsih et al., 2003).

Tujuan Informasi Cash Flow

Informasi *cash flows* penting bagi *stakeholders* karena bertujuan: 1) untuk mengidentifikasi sumber dan penggunaan kas dan setara kas perusahaan karena merupakan aktiva yang paling likuid dan 'nyawa' bisnis, 2) memberikan informasi historis tentang kas dan setara kas perusahaan yang diklasifikasikan atas aktivitas operasi, investasi dan pendanaan (Ikatan Akuntan Indonesia, 1994: PSAK No. 2).

Manfaat Informasi Cash Flow

Informasi *cash flow* bermanfaat untuk (Prastowo, 1995:118-119):

- Mengevaluasi perubahan aktiva bersih, struktur keuangan (termasuk likuiditas dan solvabilitas), serta untuk mengevaluasi kemampuan dalam menentukan waktu dan jumlah arus kas sesuai kondisi perusahaan.
- Menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas.
- Meningkatkan daya banding laporan kinerja operasi perusahaan karena meniadakan pengaruh perlakuan akuntansi yang berbeda terhadap transaksi dan peristiwa yang sama.
- Membandingkan antara taksiran dengan realisasi arus kas terutama dalam menentukan tingkat laba dan arus kas bersih akibat perubahan harga.
- Sebagai dasar bagi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen.
- Bagi investor dan kreditor, sebagai dasar untuk menilai kinerja manajemen dan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen, hutang dan bunga, khususnya dengan kas dari aktivitas operasi.

Pentingnya Analisis Rasio Cash Flow

'*Cash not profits is the king*', demikian salah satu aksioma yang mendasari manajemen keuangan perusahaan. Aksioma tersebut menegaskan betapa pentingnya *cash flow* dan bukan *accounting profit* untuk mengukur *return* perusahaan (Keown, et al., 2003:254).

Adanya Laporan Arus Kas mendorong beberapa peneliti di bidang keuangan untuk mengembangkan rasio-rasio arus kas (*cash flow ratios*) guna dijadikan sarana pengukuran kinerja keuangan perusahaan. Metode ini pada dasarnya menfokuskan pada aspek *cash flow* yang

dihasilkan dari atau digunakan untuk kegiatan operasi perusahaan.

Arti pentingnya analisis rasio-rasio *cash flow* telah dikemukakan banyak pemerhati manajemen keuangan. Carslaw dan Mills (1991) menegaskan bahwa analisis Laporan Arus Kas penting karena dapat digunakan secara bersama-sama dengan analisis rasio keuangan tradisional oleh investor, kreditor dan pihak lainnya untuk 1) menilai kemampuan total (*entity's ability*) perusahaan dalam menghasilkan *future positive net cash flow*, 2) menilai kemampuan perusahaan dalam membayar hutang, dividen dan memenuhi kebutuhan dana bagi pembiayaan eksternal selama periode tertentu, 3) mengetahui sebab atau alasan-alasan perbedaan di antara *net income* dengan penerimaan dan pengeluaran kas, dan 4) menilai hasil-hasil (*effects*) pada posisi *financial* baik investasi kas maupun investasi bukan kas, serta transaksi keuangan lainnya selama periode tertentu.

Pendapat serupa dikemukakan oleh Rappaport (1986:52) yang menggunakan *discounted cash flows* untuk menganalisis nilai kekayaan *shareholders*. Pengukuran *accrual-based* seperti ROA dan ROE, digunakan bila mengevaluasi kinerja perusahaan. Namun untuk pengukuran nilai (*measuring value*) perusahaan, metode yang tepat adalah *cash flow returned on assets available to investor*.

Dukungan atas pendapat-pendapat tersebut berasal dari Nordgren (1986) dalam Figlewicz dan Zeller (1991) yang mensinyalir beberapa alasan pokok dilakukan analisis rasio *cash flow*: 1) hutang atau kewajiban *financial* dibayar dengan kas bukan laba, 2) aktivitas yang *profitable* tidak selamanya mencerminkan kas yang dibutuhkan dan sebaliknya arus kas yang positif tidak selalu *profitable*, 3) perusahaan yang menghasilkan laba dapat segera bangkrut (*go bankrupt*) karena tidak tersedia dana yang memadai bagi pembayaran hutang yang jatuh tempo dan 4) perusahaan yang *solvable* belum tentu menghasilkan laba selama beberapa periode pada awal operasinya.

Berdasarkan argumen-argumen di atas, secara logis dikatakan analisis rasio-

rasio *cash flow* akan dapat melengkapi, memperkaya, atau setidaknya tidaknya sebagai pembanding untuk metode lainnya, guna "mengevaluasi faktor-faktor seperti *entity's liquidity, financial flexibility, profitability and risk*" (SFAC 5, dalam Figlewicz dan Zeller, 1991).

Cash Flow Ratios Dan Traditional Financial Ratios Analysis

Baik pendekatan *traditional financial ratios* maupun *cash flow ratios* didasarkan pada laporan keuangan dan membandingkan satu variabel dengan variabel lainnya. Perbedaannya, pada metode rasio keuangan tradisional, aliran kas merupakan *net income* ditambah depresiasi. Jadi secara prinsipil mencakup konsep *accrual revenue* dan *accrual expense* sehingga perhitungan rasio-rasionya, *accrual basis*. Sedangkan pada *cash flow*, aliran kas merupakan penyesuaian *net income* bagi *accruals* and *deferrals* sehingga lebih menitikberatkan pada konsep *cash revenue* dan *cash expenditure*. Jadi perhitungan *cash flow ratios* didasarkan pada *trichotomy cash flows* (operasi, investasi dan pendanaan) dan *cash basis* (Laitinen, 1994).

Kehandalan metode *traditional financial ratios* dalam pengukuran kinerja keuangan tidak diragukan lagi. Meski demikian metode ini mengandung beberapa kelemahan. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2005: 464-465) kelemahan itu: 1) sulit untuk mengidentifikasi kategori industri yang dijadikan patokan sebuah perusahaan jika perusahaan tersebut mengoperasikan banyak sektor bisnis (konglomerasi), 2) rata-rata industri yang dipublikasikan hanya perkiraan (*approximations*) dan menyediakan pedoman umum, bukan rata-rata rasio yang ditentukan secara ilmiah dari keseluruhan, bahkan kadang hanya sampel perusahaan dari industri yang ada, 3) adanya praktek akuntansi yang berbeda antar perusahaan yang menyebabkan perbedaan perhitungan rasio-rasio keuangan, misalnya metode depresiasi aktiva, aplikasi metode LIFO dan FIFO dalam penilaian persediaan, 4) rasio keuangan perusahaan bisa terlalu tinggi atau terlalu rendah dibandingkan dengan norma industri. Misalnya tingkat likuiditas di atas rata-rata industri

memberikan sinyal kelebihan likuiditas (*idle cash*) atau di bawah rata-rata industri mengindikasikan kekurangan likuiditas, 5) operasi perusahaan dipengaruhi faktor musiman sehingga penilaian pada akhir tahun pelaporan dapat bias, 6) tidak memperhatikan *cash flow* perusahaan.

Menilik salah satu kelemahan pokoknya adalah mengabaikan *cash flow* perusahaan maka dikembangkan metode *cash flow ratios analysis* yang menekankan aspek *cash flow* dari kegiatan perusahaan (Keown et al., 2003: 14).

Campbell, Johnson dan Savcie (1984) telah melakukan penelitian terhadap level kepentingan 21 faktor dalam manajemen dan perencanaan likuiditas untuk memosisikan antara *cash flow* dengan *traditional financial ratios analysis*. Hasilnya, para responden lebih mem-prioritaskan *cash flow ratios analysis* dari pada *traditional financial ratios analysis*. Argumennya, perusahaan yang *profitable* bisa memperlihatkan *cash flow* negatif, jika terjadi ekspansi aktiva dan pem-bayaran hutang. Sebaliknya, sebuah perusahaan yang *unprofitable* dapat mencerminkan *cash flow* positif, jika terjadi penjualan *assets* atau penambahan hutang. Karena itu *cash flow ratios analysis* lebih mencerminkan kondisi riil operasi perusahaan dari pada *traditional financial ratios analysis* (Henderson dan Maness CCM, 1989:1).

Hal senada ditegaskan oleh Weston dan Brigham (1993:38) yang mengatakan "*the firm's net income is important, but cash flows are even more important, because dividend must paid in cash and because cash is necessary to purchase the assets required to continue operations*". Artinya *traditional financial ratio analysis* yang menekankan *accounting income* dan *net income* penting, tetapi *cash flow* lebih penting karena kegiatan perusahaan selalu melibatkan kas. Bahkan Drucker (1998:35) secara tegas mengatakan, tanpa laba suatu usaha dapat beroperasi selama bertahun-tahun asalkan *cash flow* memadai tetapi kebalikannya tidak benar. Sebab kesulitan likuiditas menyebabkan perusahaan cenderung menjual unit usaha yang paling *profitable* dan paling prospektif karena menghasilkan kas dalam waktu yang paling cepat.

Cash-Flow Key Ratios

Serangkaian rasio *cash flow* telah dikembangkan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. Giacomino dan Mielke (1993) mengemukakan 9 rasio *cash flow* yang disebutnya *performance ratios* dan dibagi ke dalam dua kelompok rasio yakni *Sufficiency ratios* dan *Efficiency ratios*.

Sufficiency ratios terdiri atas *cash flow adequacy*, *long-term debt payment*, *dividend payout*, *reinvestment*, *debt coverage* dan *depreciation-amortization impact*. *Efficiency ratios* mencakup *cash flow to sales*, *operations index*, dan *cash flow return on assets*.

Carslaw dan Mills (1991) mengembang-kan beberapa rasio *cash flow*:

- Solvency and liquidity* atau kadang disebut *cash coverage*, mencakup: *cash interest coverage*, *cash debt coverage*, dan *cash dividend coverage*.
- Quality of income: quality of sales* dan *quality of income*.
- Capital expenditures: capital acquisitions* dan *investment to finance*.

- Cash flow returns: cash flow per share, cash return on assets, cash return on debt and equity* dan *cash return on stockholders' equity*.

Selain itu Figuewicz dan Zeller (1991) mengembangkan rasio-rasio *cash flow* yang dikategorikan dalam beberapa bagian:

- Performance: operating cash return on sales, operating cash return on assets* dan *operating cash return on equity*.
- Liquidity and Coverage: cash flow liquidity, critical needs coverage, interest coverage, dan dividend covera*.
- Investing and Financing: operating investing activity, non-operating investing activity, debt activity, dan equity activity*.

$$2. \text{Long-term debt payment} = \frac{\text{long-term debt payments}}{\text{CFFO}} \times 100\%$$

$$3. \text{Reinvestment} = \frac{\text{purchase of assets}}{\text{CFFO}} \times 100\%$$

$$4. \text{Dividend payout} = \frac{\text{net CFFO}}{\text{dividend paid}} \times 100\%$$

$$\text{Cash dividend coverage} = \frac{\text{CFFO} - \text{preferred dividend}}{\text{common stock dividends}} \times 100\%$$

Dari berbagai rasio *cash flow* yang diutarakan di atas, penulis mencoba untuk memadukan dan mengkategorikan rasio-rasio tersebut dalam subbagian rasio berdasarkan pengelompokan yang dilakukan Giacomino dan Mielke (1993) dan Figuewicz dan Zeller (1991). Pemilihan subbagian untuk pengelompokan dan penamaan rasio-rasio *cash flow* ini didasarkan pada pertimbangan bahwa beberapa rasio *cash flow* meski diistilahkan secara berbeda namun variabel pengukur-annya sama. Selain itu analisis rasio-rasio *cash flow* pada umumnya secara konsisten mengacu pada CFFO dan hanya sebagian kecil rasio yang tidak melibatkan CFFO. Berikut rangkuman rasio-rasio *cash flow*.

a. Rasio Kecukupan (*Sufficiency ratios*)

Sufficiency ratios atau *liquidity and coverage ratios* menggambarkan *adequacy cash flows* untuk memenuhi kebutuhan kas perusahaan. Rasio ini mencakup antara lain:

$$1. \text{Cash flow adequacy} = \frac{\text{CFFO}}{\text{Purchase of assets} + \text{long-term debt} + \text{dividend paid}} \times 100\%$$

Cash flow adequacy ratio merupakan perbandingan antara *cash flow from operations* (CFFO) dengan pembayaran hutang jangka panjang, pembelian *asset* dan pembayaran dividen yang dinyatakan dalam prosentase. Rasio ini digunakan untuk mengevaluasi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas guna membayar hutang, reinvestasi operasi, dan membayar dividen kepada investor. Jika selama satu periode nilainya = satu atau 100%, berarti perusahaan memiliki kas yang memadai untuk memenuhi kewajibannya baik kepada kreditur maupun investor dan dapat melakukan investasi.

Rasio *long-term debt payment*, *dividend payout*, dan *reinvestment* dapat memberikan gambaran tentang prospek kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya

masing-masing kepada kreditur (pembayaran pokok pinjaman dan bunga), investor (dividend tunai) dan mengadakan ekspansi (pembelian *assets*) dengan dana dari *normal operating cash flow*.

$$5. \text{Cash interest coverage} = \frac{\text{net CFFO before interest and tax}}{\text{interest paid}} \times 1 \text{ kali}$$

Rasio ini kadang disebut juga dengan *operations cash flow plus interest to interest* yang digunakan untuk 1) mengetahui jumlah *cash outflows* dari aktivitas operasi perusahaan yang tersedia untuk pembayaran bunga dan 2) membantu investor dan kreditur untuk menentukan besarnya *cash flow* yang bisa diserap perusahaan sebelum terjadi resiko kegagalan pembayaran tingkat bunga. Rasio ini berbeda dengan *interest coverage ratio* pada analisis rasio keuangan tradisional yang *accrual-based*. Perusahaan yang berkinerja baik menunjukkan nilai minimal harus 100%.

$$6. \text{Cash debt coverage} = \frac{\text{Total debt}}{\text{CFFO}} \times 1 \text{ kali. Atau}$$

$$\text{Cash flow to debt coverage} = \frac{\text{CFFO} - \text{total dividend}}{\text{total debt payment}} \times 1 \text{ kali}$$

Kemampuan perusahaan untuk tetap beroperasi tergantung pula pada kemampuan membayar kembali pokok pinjaman baik jangka pendek maupun jangka panjang. Jika mengacu pada formula pertama, *debt coverage ratio* dapat dilihat sebagai *payback period* guna mengestimasi lamanya waktu perusahaan melunasi hutangnya pada tingkat *cash inflow* tertentu dari aktivitas operasi perusahaan periode sekarang. Sedangkan pada formula kedua, dapat diketahui seberapa besar dana dari aktivitas operasi yang digunakan untuk pelunasan hutang. Nilai rasio tersebut tidak boleh kurang dari satu kali.

$$7. \text{Depreciation - amortization impact} = \frac{\text{depreciation} + \text{amortization}}{\text{CFFO}} \times 100\%$$

Rasio ini menggambarkan prosentase kas dari aktivitas operasi yang berasal dari jumlah depresiasi dan amortisasi dan berkaitan dengan *sufficiency reinvestment* dan pemeliharaan *asset* perusahaan.

$$8. \text{Cash flow liquidity} = \frac{\text{Net CFFO}}{\text{current liabilities}} \times 1 \text{ kali}$$

Rasio ini kadang disebut *operations cash flow to current liabilities* dan menunjukkan perbandingan antara kas bersih dari aktivitas operasi dengan jumlah hutang jangka pendek. Fungsinya untuk memprediksi kemampuan jangka pendek perusahaan dalam memenuhi kewajibannya yang jatuh tempo dalam periode berjalan yang dinyatakan dalam jumlah tertentu. Idealnya, nilainya harus e" satu agar perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya.

$$9. \text{Critical needs coverage} = \frac{\text{CFFO} + \text{interest paid}}{\text{Interest} + \text{current portion of debt} (t-1) + \text{dividend paid}} \times 100\%$$

Rasio ini diterapkan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan yang paling urgen pada periode berjalan seperti pembayaran bunga, hutang yang jatuh tempo, dan dividend tunai. Nilai ideal rasio ini e" satu agar

perusahaan mencukupi kebutuhan dana yang urgen.

b. Rasio Efisiensi (Efficiency Ratios)

Efficiency ratios menjelaskan bagaimana perusahaan menghasilkan *cash flow* dari operasi selama periode tertentu dan untuk menemukan sebab adanya perbedaan antara *net income* dengan *net cash flow* (Giacomino dan Mielke, 1993). Upaya ini dapat dilakukan dengan analisis kualitas penjualan (*quality of sales*) dan kualitas pendapatan (*quality of income*). Rasio-rasio yang digunakan dalam pengukuran kinerja keuangan:

$$10. \text{Quality of sales atau cash flow to sales} = \frac{\text{CFFO}}{\text{total sales}} \times 100\%$$

Pengukuran kualitas penjualan dapat dilakukan dengan metode langsung atau metode tidak langsung. Metode langsung menekankan dampak *cash flow* individual terhadap pendapatan operasi normal perusahaan dan pengeluaran (*gross sales, cost of goods sold*) bahkan keseluruhan pengeluaran operasi. Sedangkan metode tidak langsung digunakan oleh pihak-pihak yang tidak memiliki informasi yang cukup mengenai pendapatan dan pengeluaran perusahaan.

$$11. \text{Operations index} = \frac{\text{CFFO}}{\text{income from continuing operations}} \times 1 \text{ kali atau}$$

$$\text{Quality of income} = \frac{\text{CFFO before interest and tax}}{\text{income before interest, tax and depreciation}} \times 1 \text{ kali}$$

Rasio *operations index* atau *quality of income* mengukur produktivitas menghasilkan kas (*cash-generating productivity*) aktivitas operasi perusahaan yang berkelanjutan dan mengukur *variance* antara CFFO dengan *reported earnings*.

$$12. \text{Cash flow return on assets} = \frac{\text{CFFO}}{\text{total assets}} \times 100\%, \text{ atau}$$

$$\text{Cash flow return on assets} = \frac{\text{CFFO before interest and tax}}{\text{total assets}} \times 100\%$$

Rasio ini diaplikasikan untuk mengetahui kas yang dihasilkan oleh perusahaan dengan *asset* yang tersedia (*cash generation* sebagai lawan dari *income generation*). Rasio ini juga disebut *operating cash flow return on assets* sehingga dapat dihitung dengan rasio *return on investment (ROI)*, *return on total assets (ROTA)*, *return on debt and equity (RODE)*.

$$13. \text{Cash flow return on stockholders' equity} = \frac{\text{CFFO}}{\text{total equity}} \times 100\%$$

Secara keseluruhan rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *return* bagi investor yang dinyatakan dengan perbandingan antara CFFO dengan modal sendiri.

c. Rasio-rasio Investasi dan Pendanaan (Investing and Financing ratios)

Rasio-rasio Investasi dan Pendanaan menggambarkan kemampuan berinvestasi dan sumber pembiayaan perusahaan selama periode tertentu.

$$14. \text{Operating investing activity} = \frac{\text{net property plant and equipment investing}}{\text{average total assets}} \times 100\%$$

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara investasi pada pembelian gedung, pabrik dan peralatan yang digunakan untuk kegiatan operasi perusahaan dengan rata-rata aktiva yang dinyatakan dalam prosentase tertentu.

$$15. \text{Non-operating investing activity} = \frac{\text{net non-operating investing}}{\text{average total assets}} \times 100\%$$

Jika rasio *operating investing activity* lebih menekankan pada investasi yang bersifat operasional maka rasio ini lebih menekankan pada perbandingan kegiatan investasi non-operasi dengan rata-rata aktiva perusahaan.

$$16. \text{Investment to finance} = \frac{\text{net cash flows for investing}}{\text{net cash flows from financing}} \times 100\% \text{ atau}$$

$$\text{Investment to finance} = \frac{\text{net cash for investing}}{\text{net CFFO} + \text{Net CF from financing}} \times 100\%$$

Rasio ini menjadi indikator jumlah investasi yang didanai dengan kas dari aktivitas operasi dan aktivitas pendanaan bersih.

$$17. \text{Debt activity} = \frac{\text{net debt}}{\text{total liabilities and equity}} \times 100\%$$

Rasio aktivitas hutang menunjukkan perbandingan antara hutang bersih terhadap total hutang dan modal sendiri.

$$18. \text{Equity activity} = \frac{\text{net equity}}{\text{total liabilities and equity}} \times 100\%$$

Rasio aktivitas modal menggambarkan perbandingan antara modal sendiri dengan seluruh kewajiban perusahaan (hutang + modal sendiri).

Berbagai Studi Tentang Cash Flow Ratios

Studi tentang Arus Kas (*cash flow*) untuk mengukur dan memprediksi kinerja keuangan telah banyak dilakukan (Donaldson, 1961, 1969; Lawson, 1971; Helfert, 1982). Namun rangkaian pengujian secara empiris (penelitian) tentang kemampuan model rasio-rasio *cash flow* dalam pengukuran kinerja keuangan dan prediksi kebangkrutan perusahaan baru dilakukan oleh Casey dan Bartczak (1984, 1985), Gentry, Newbold dan Whitford yang dikenal dengan Model GNW (1985-a, 1985-b), Aziz, Emanuel dan Lawson (1988), Giacomino dan Mielke (1993). Ada penelitian yang mendukung, ada pula yang tidak mendukung aplikasi *cash flow ratios analysis* dalam pengukuran kinerja keuangan perusahaan (Laitinen, 1994).

■ Studi Tentang Cash Flow Ratios

Aplikasi rasio-rasio *cash flow* oleh Giacomino dan Mielke (1993) dan Tulasi (2002) menyimpulkan bahwa rasio-rasio *cash flow* dapat menyediakan informasi yang signifikan dalam pengukuran kinerja keuangan perusahaan dan handal dalam pengklasifikasian terhadap perusahaan yang berkinerja sehat dan tidak sehat. Giacomino dan Mielke (1993) mengembangkan sembilan *performance ratios* yang dapat menjadi indikator kinerja keuangan perusahaan khususnya dalam memprediksi

kebangkrutan dan *financial distress* dengan *predictor variables* yang paling efektif, *cash flow to sales ratio*, *operations index* dan *cash flow return on assets*. Juga penelitian Tulasi (2002) menemukan hasil yang mendukung kehandalan rasio-rasio *cash flow* dengan variabel yang paling efektif dalam pengukuran kinerja keuangan dan pengklasifikasian atas perusahaan yang berkinerja keuangan sehat dan tidak sehat, *cash flow return to assets* dan *investment to finance ratio*.

■ Studi Perbandingan Traditional Financial ratios dengan Cash Flow ratios

Selain studi empiris yang dikhususkan pada rasio-rasio *cash flow*, banyak peneliti juga membuat studi perbandingan dengan rasio-rasio keuangan tradisional (*traditional financial ratios*).

Casey dan Bartczak (1984) menyebutkan bahwa model diskriminan *multivariate accrual based* pada *traditional financial ratios* lebih akurat daripada *cash flow ratios analysis* dalam pengukuran dan prediksi kebangkrutan perusahaan meskipun diakui juga bahwa ada tiga *predictor variables* bagi kebangkrutan perusahaan yakni *Cash Flow From Operations (CFFO)*, hutang jangka pendek (*Current Liabilities*) dan total hutang (*Total Liabilities = TL*). Maka rasio yang signifikan: CFFO/CL dan CFFO/TL. (Casey dan Bartczak, 1985) bahkan menegaskan bahwa jika model *cash flow ratios* yang mengacu pada *cash flow from operations* dikombinasikan dengan sembilan *traditional financial ratios* (*net income/total assets*, *EBIT/total assets*, *total debt/total assets*, *cash flow/total debt*, *net working capital/total assets*, *current assets/current liabilities*, *cash plus marketable securities/current liabilities*, *natural log of total assets*, *market value of equity/book value of equity*) tidak signifikan dalam pengukuran kinerja keuangan dan peningkatan ketepatan hasil prediksi tentang kebangkrutan perusahaan.

Sedangkan Gombola dan Ketz (1983), Gentry, Newbold dan Whitford atau Model GNW (1985-a, 1985-b), menyimpulkan bahwa model rasio-rasio *cash flow* sangat membantu untuk mengukur kinerja keuangan dan memprediksi kebangkrutan perusahaan. Jika komponen atau rasio *cash flow* digabungkan dengan sembilan rasio keuangan tradisional seperti disebut Casey dan Bartczak (1984, 1985), '*explanatory power*' akan meningkat secara signifikan.

Studi lainnya dilakukan oleh Aziz, Emanuel dan Lawson (1988), membandingkan model *cash flow ratios* dengan model Z yang *accrual based* (Altman, 1968) dan *Zeta Models* (Altman, Haldeman dan Narayan, 1977). Secara umum disimpulkan bahwa akurasi kedua metode hampir sama. Jika Z-model dibandingkan dengan model *cash flow ratios*, keduanya secara substansial akurat dalam mengukur dan memprediksi kebangkrutan perusahaan untuk data keuangan 5 tahun atau lebih. Selain itu diketahui *Zeta model* lebih akurat dari pada *cash flow ratios* dalam pengukuran kinerja perusahaan dan prediksi kebangkrutan jika data yang digunakan 2 tahun sedangkan model *cash flow ratios* lebih akurat daripada *Zeta model* jika data yang digunakan 3 tahun atau lebih.

Catatan Kritis Tentang Cash flow ratios Analysis

Mengacu pada kajian di atas dapat disimpulkan: 1) rasio-rasio *cash flow* dapat memperkaya khasanah analisis kinerja keuangan perusahaan sehingga dapat dijadikan suatu metode alternatif peng-ukuran kinerja keuangan perusahaan, 2) rasio-rasio *cash flow* berbeda dengan rasio-rasio keuangan tradisional karena rasio-rasio *cash flow* adalah *cash based* sedangkan rasio-rasio keuangan tradisional merupakan *accrual based*.

Akan tetapi pengukuran kinerja keuangan dengan model rasio-rasio *cash flow* bukan tanpa kelemahan. Pertama, pada masa awal suatu perusahaan beroperasi, analisis rasio *cash flow* kemungkinan tidak valid sebagai indikator karena *cash flow* mungkin negatif, walaupun dapat meng-gambarkan kondisi nil perusahaan. Kedua, rasio-rasio *cash flow* hanya merupakan salah satu metode penilaian kinerja perusahaan yang mengacu pada kinerja keuangan dan mengabaikan dimensi lainnya. Karena itu untuk mengetahui kondisi perusahaan secara holistik perlu dilakukan pengukuran atas beberapa aspek lain, seperti *customer service, process time, innovation, productivity, flexibility, dan quality* (Maskell, 1998). Atau dapat dilakukan pengukuran kinerja perusahaan dengan model *Balanced Scorecard* (Kaplan dan Norton, 1996) yang mencakup *financial perspective* (ROE, EVA), *customer perspective* (satisfaction, retention, market, account share), *internal-business process* (quality, response time, cost, new product introductions), *learning and growth perspective* (employee capabilities, information systems, motivation). □

DAFTAR PUSTAKA

- Aziz, A., D.C. Emanuel dan G.H. Lawson. 1988. "Bankruptcy Prediction, An Investigation of Cash Flow Based Models." *Journal of Management Studies*. (September), pp. 419-437.
- Brigham, Eugene F. dan Michael C. Ehrhardt. 2005. *Financial Management, Theory And Practice*. International Student Edition, 11th Edition. USA: Thomson, South-Western.
- Carslaw, Ch. A. dan John R. Mills. 1991. "Developing Ratios for Effective Cash Flow Statement Analysis". *Journal of Accountancy*. (Nopember), pp. 63-70.
- Casey, C. dan Norman Bartczak. 1984. "Cash Flow - It's not The Bottom Line". *Harvard Business Review*. Vol. 62: 4. (July-August), pp. 60-65.
- _____. 1985. "Using Operating Cash Flow Data To Predict Financial Distress: Some Extensions". *Journal of Accounting Research*. Vol. 23:1. (Spring), pp. 384-401.
- Drucker, Peter F. 1998. *Innovation And Entrepreneurship Practice And Principles*. New York: Harper dan Row.
- Figlewics, R.E. dan Thomas L. Zeller. 1991. "An Analysis of Performance, Liquidity, Coverage, and Capital Ratios From The Statement of Cash Flows". *ABER*. VOL. 22, No. 1. (Spring), pp. 64-81.
- Gentry, J.A., Paul Newbold dan David T. Whitford. 1985a. "Predicting Bankruptcy: If Cash Flow's Not The Bottom Line, What Is?". *Financial Analysis Journal*. (September/October), pp. 47-54.
- _____. 1985b. "Classifying Bankrupt Firms With Funds Flow Components". *Journal of Accounting Research* 23 (1). (Spring), pp. 146 - 160.
- Giacomino D.E. dan David E. Mielke. 1993. "Cash Flows, Another Approach To Ratio Analysis". *Journal of Accountancy*. (March), 55-58.
- Gitman, L.J. 1995. *Foundations of Managerial Finance*. Fourth Edition. New York: Harper Collins College Publishers.
- Gombola, M. J. dan J. Edward Ketz. 1983. "A Note On Cash Flow and Classification Patterns of Financial Ratios". *The Accounting Review* 58. (January), pp. 105-114.
- Heiferd, E.A. 1993. *Techniques in Financial Analysis* (terj.). Edisi Ketujuh. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Henderson, J.W. dan Terry S. Maness, CCM. 1989. *The Financial Analysis Deskbook: A Cash Flow Approach To Liquidity*. New York: Van Nostrand Reinhold.
- Idrus, M.S. dan J.J. Stanton. 1991. "A Strategic Planning Approach To The Evaluation of Performance, A Theoretical Framework". *Asia Pacific International Management Forum*. Vol. 17, No. 1, pp. 21-35.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 1994. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Kaplan, Robert S dan David P. Norton. 1996. *The Balanced Scorecard: Translating Strategy Into Action*. USA: The President and Fellows Of Harvard College.
- Keown, Anhur J., John D. Martin, J. William Petty dan David F. Scott, JR. 2001. *Foundations of Finance Management, The Logic And Practice of Financial Management*. International Edition, 3rd Edition. New Jersey: Prentice Hall, Inc.
- Laitinen, Erkki K. 1994. "Traditlonal Versus Operating Cash Flow In Failure Prediction". *Journal Of Business Finance & Accounting*. (March), pp. 195-217.
- Maskell. 1998. "Cash Flow Ratios Analysis". *Management Accounting*. (May), pp.23-45.
- Nordgren, Roger K. 1986. "Understanding Cash Flows: S Key Step In Financial Analysis". *The Journal of Commercial Bank Lending*, 68, 9. (May), pp. 2-17.
- Numberg, H. dan James A. Largay III. 1996. "More Concerns Over Cash Flow Reporting Under FASB Statement No. 95". *Accounting Horizons*. Vol. 10, No. 4. (December), pp. 123-135.
- Prastowo D., Dwi. 1995. *Analisis Laporan Keuangan, Konsep Dan Aplikasi*. Yogyakarta: UPP AMPYKPN.
- Purwatningsih, E., M. Harry Susanto dan Suradi Martawidjaya. 2003. "Analisis Kandungan Informasi Komponen-Komponen Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, Arus Kas Pendanaan Dan Pengaruhnya Terhadap Return Saham (Studi Pada Saham-Saham LQ45 Di Bursa Efek Jakarta)". *JAM: Jurnal Aplikasi Manajemen*. Vol. 1, No. 1. (April), hal. 162-183.
- Rappaport, A. 1986. *Creating Shareholder's Value: The New Standard for Business Performance*. New York: The Free Press.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield dan Bradford D. Jordan, 2001. *Essential of Corporate Finance*. Third Edition. New York: McGraw-Hill Higher Education.
- Sartono, R. A. 1997. *Manajemen Keuangan, Teori Dan Aplikasi*. Edisi Ke-3. Yogyakarta: BPFE.
- Tulasi, Daniel. 2002. "Kinerja Keuangan Perusahaan Metal Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta, Aplikasi Cash Flow Ratios Analysis". *Jurnal Wydia Manajemen Dan Akuntansi*. (Desember), hal 191-211.
- Weston, J. F. dan Thomas E. Copeland. 1992. *Managerial Finance* (terj.). 9th Edition. Orlando, Florida (USA): The Dryden Press International.
- _____. dan Eugene Brigham, 1993. *Essentials Of Managerial Finance*, 10th Edition. Florida, USA: Th Dryden Press.