

Volume 19 Nomor 1, 2026

P-ISSN: 1979-1712, E-ISSN: 2829-0615

This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License

Reaksi Pasar terhadap Informasi Laba dan Arus Kas Operasi (Studi Abnormal Return pada Saham Sektor Energi di BEI 2021-2023)

¹Muh. Rafiq Hariri, ² Asri Usman, ³ Afdal¹ Departemen Akuntansi, Universitas Hasanuddin, Makassar, Indonesia. E-mail: hariri.rafiq04@gmail.com² Departemen Akuntansi, Universitas Hasanuddin, Makassar, Indonesia. E-mail: asriusman@unhas.ac.id³ Departemen Akuntansi, Universitas Hasanuddin, Makassar, Indonesia. E-mail: afdal@unhas.ac.id

Abstract: This study aims to analyze the capital market reaction to annual earnings and cash flow operations information in energy sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2021–2023 period. Market reaction (abnormal returns) was measured around the annual earnings announcement date within a 15-day event window using the market-adjusted model, while hypothesis testing was carried out through cross-section t-tests and multiple linear regression analysis. The results show that significant abnormal returns occurred on D-5, D-4, and D0, indicating information leakage prior to the announcement date and information content at the announcement. Furthermore, the F-test results reveal that annual earnings (EPS) and operations cash flow (CFOPS) simultaneously have a significant effect on CAR. Partial t-tests indicate that both variables exert a positive influence, although EPS has a more dominant impact compared to CFOPS on CAR.

Keywords: Abnormal Return; Earnings Announcement; Annual Earnings; Operations Cash Flow

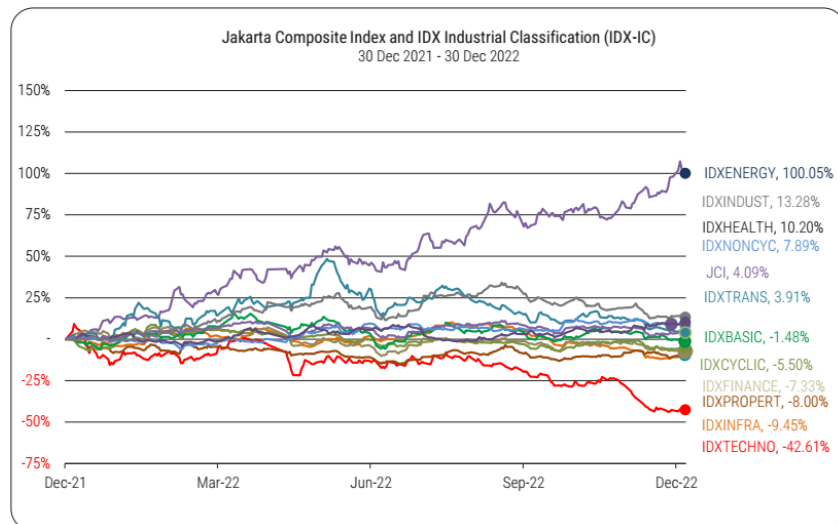
Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar modal terhadap informasi laba tahunan dan arus kas operasi pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021–2023. Reaksi pasar (abnormal return) diukur di sekitar tanggal pengumuman laba tahunan dengan jendela peristiwa selama 15 hari dengan menggunakan market-adjusted model, sedangkan pengujian hipotesis dilakukan dengan uji t cross-section dan analisis regresi linear berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat abnormal return signifikan pada hari -5, -4, dan 0, yang mengindikasikan adanya kebocoran informasi sebelum tanggal pengumuman dan peristiwa pengumuman laba mengandung informasi. Lebih lanjut, hasil uji F menunjukkan bahwa laba tahunan (EPS) dan arus kas operasi (CFOPS) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap CAR. Uji t parsial mengindikasikan bahwa keduanya berpengaruh positif, namun EPS memiliki pengaruh yang lebih dominan dibandingkan CFOPS terhadap CAR.

Kata kunci: Abnormal Return; Pengumuman Laba; Laba Tahunan; Arus Kas Operasi

1. Pendahuluan

Dalam era perekonomian modern pada saat ini, pasar modal merupakan elemen penting yang mempertemukan perusahaan sebagai pencari dana dengan investor yang memiliki kelebihan dana melalui perdagangan sekuritas seperti saham dan obligasi. Perusahaan dapat menghimpun modal, sementara investor memperoleh keuntungan dari dividen atau *capital gain*. Selain itu, pasar modal berperan strategis dalam mengalokasikan sumber daya ekonomi secara efisien dengan menyediakan alternatif investasi yang optimal (Tandelilin, 2017).

Kemajuan teknologi informasi memungkinkan transaksi pasar modal dilakukan secara daring, sehingga meningkatkan akses dan jumlah pelaku pasar. Hal tersebut dapat terlihat pada pertumbuhan yang signifikan dari tiga indikator utama yang dicatat oleh Bursa Efek Indonesia di tahun 2021-2023, di mana kapitalisasi pasar tumbuh sebesar 41,4%, dari Rp8.255.624 miliar pada 2021 menjadi Rp11.674.055 miliar pada 2023, jumlah emiten meningkat 17,9%, dari 766 menjadi 903 perusahaan, dan volume saham yang diperdagangkan juga melonjak 57,3%, dari 7.227.250 juta lembar menjadi 11.369.224 juta lembar (Bursa Efek Indonesia, 2023).



Sumber: IDX Yearly Statistics, 2022

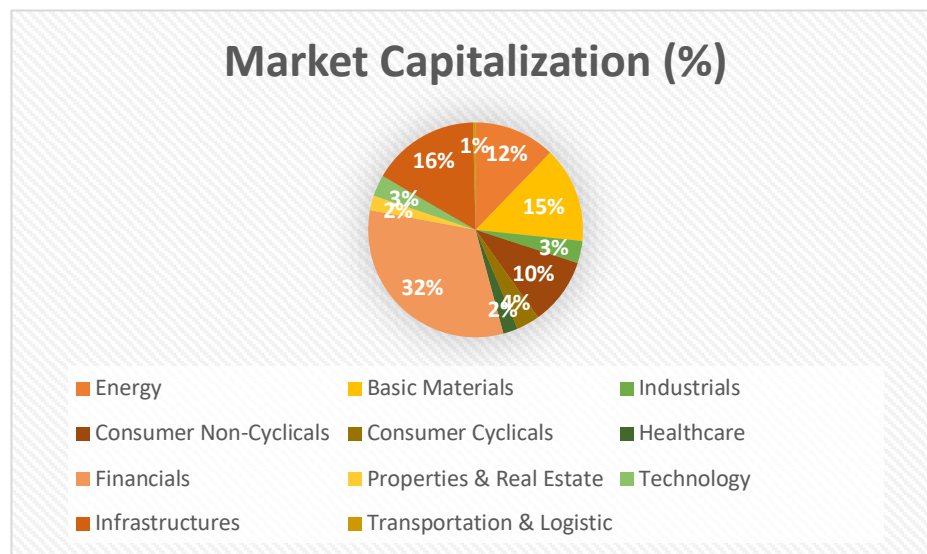
Gambar 1

Pergerakan JIC dan Indeks Saham Sektoral Periode 30 Des. 2021 - 30 Des 2022

Tahun 2021 menandai awal pemulihan ekonomi pasca pandemi Covid-19 yang berdampak signifikan pada aktivitas pasar modal, termasuk sektor energi. Setelah mengalami tekanan pada 2020, harga komoditas energi mulai meningkat seiring pulihnya permintaan global, yang mendorong volatilitas harga saham sektor ini. Berdasarkan data statistik BEI (Gambar 1), sektor energi mencatat pertumbuhan harga saham tertinggi pada 2022 sebesar 100,05%, jauh melampaui sektor lain seperti perindustrian (13,28%) dan kesehatan (10,20%) (Bursa Efek Indonesia, 2022). Lonjakan tersebut dipicu oleh kenaikan harga komoditas energi global akibat konflik Rusia–Ukraina yang mengganggu pasokan energi dunia, sehingga meningkatkan kinerja

dan harga saham emiten energi, terutama batu bara seperti PT Indo Tambangraya Megah Tbk. (ITMG) dan PT Adaro Energy Tbk (ADRO) (Sipayung et al., 2023).

Sektor energi menjadi salah satu sektor yang paling menarik perhatian investor pada periode tersebut. Sektor energi ini tidak hanya memiliki pertumbuhan harga saham yang tinggi, namun juga memiliki kontribusi signifikan terhadap pasar modal Indonesia yang berdampak pada perekonomian nasional. Berdasarkan data statistik BEI tahun 2023, sektor energi menempati posisi keempat dalam kapitalisasi pasar terbesar, menunjukkan peran pentingnya dalam perdagangan saham dan tingginya minat investor terhadap sektor ini (Bursa Efek Indonesia, 2024). Seperti terlihat pada Gambar 2, sektor dengan kapitalisasi pasar terbesar berturut-turut adalah *financials*, *infrastructures*, *basic materials*, *energy*, dan *consumer non-cyclicals*.



Sumber: idx.co.id, 2023 (data diolah)

Gambar 2
Kapitalisasi Pasar (%) Indeks Sektoral BEI Tahun 2023

Sektor energi di BEI terdiri dari perusahaan yang bergerak dalam eksplorasi, produksi, distribusi, dan pemanfaatan sumber daya energi seperti minyak dan gas alam. Hingga akhir 2023 tercatat 83 emiten sektor energi, dan jumlah tersebut meningkat menjadi 89 pada 2024. Dibandingkan sektor lain, volatilitas saham energi lebih tinggi karena sensitif terhadap fluktuasi harga komoditas global serta faktor internal perusahaan. Selain itu, sektor ini mengalami transformasi besar dalam dekade terakhir akibat transisi menuju energi berkelanjutan, dinamika harga global, dan kebijakan energi nasional (Moerdianto *et al.*, 2022). Menurut laporan Kementerian ESDM (2023), sektor energi tetap menjadi pilar penting perekonomian Indonesia dengan kontribusi substansial terhadap PDB dan daya tarik investasi, menjadikannya relevan untuk dikaji dalam konteks reaksi pasar terhadap informasi keuangan.

Pergerakan harga saham sangat sensitif terhadap perubahan informasi, termasuk pengumuman laba, kondisi makroekonomi, dan ekspektasi pasar (Hartono, 2017). Berdasarkan

teori Efficient Market Hypothesis (Fama, 1970, dalam Hartono, 2017), harga saham seharusnya mencerminkan seluruh informasi yang tersedia sesuai tingkat efisiensinya, namun dalam praktiknya reaksi pasar sering kali tertunda (Jones, 1995, dalam Hartono, 2017) menjelaskan bahwa kecepatan penyesuaian harga bergantung pada jenis informasi, di mana informasi laba biasanya membutuhkan waktu untuk dievaluasi investor. Keterlambatan ini membuka peluang terjadinya *abnormal return*, yaitu selisih antara pengembalian aktual dan pengembalian yang diharapkan akibat adanya informasi baru (Hartono, 2017). Temuan Ball dan Brown (1968, dalam Donleavy, 2018) memperkuat pandangan tersebut, bahwa pengumuman laba memiliki kandungan informasi signifikan yang memengaruhi harga saham. Dalam konteks studi peristiwa, *abnormal return* digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap peristiwa ekonomi seperti pengumuman laba (MacKinlay, 1997), dan pendekatan ini relevan untuk menguji efisiensi pasar bentuk semi-kuat karena menunjukkan sejauh mana pasar merespons informasi publik di sekitar tanggal pengumuman (Tandelilin, 2017).

Laporan keuangan, khususnya informasi laba dan arus kas operasi, menjadi media penting dalam komunikasi antara manajemen dan investor (Donleavy, 2018; Hartono, 2017). Di dalam *signaling theory*, menjelaskan bahwa informasi laba dan arus kas operasi dapat berfungsi sebagai sinyal bagi investor dalam menilai kinerja perusahaan. Oleh karena itu, pengujian reaksi pasar terhadap informasi laba dan arus kas menjadi penting untuk menilai efisiensi pasar dan kandungan informasi dari laporan keuangan. Laba dapat menimbulkan *abnormal return* ketika harga saham belum sepenuhnya mencerminkan informasi yang terkandung di dalamnya, sementara arus kas operasi memperkuat kredibilitas laba karena mencerminkan kemampuan riil perusahaan menghasilkan kas (Rahman, 2009). Penelitian sebelumnya juga menunjukkan bahwa pasar bereaksi lebih positif terhadap laba yang disertai arus kas positif, karena kombinasi keduanya memberikan sinyal keberlanjutan kinerja perusahaan (Lewellen & Lewellen, 2016; Mostafa, 2014).

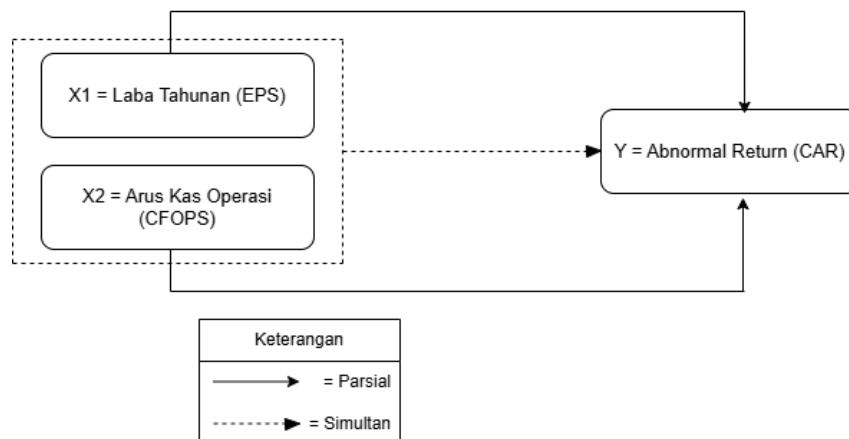
Sejumlah penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Sutejo dan Utami (2020) menemukan tidak adanya *abnormal return* signifikan sebelum atau sesudah pengumuman laba tahunan, sementara Nadya et al. (2022) menunjukkan adanya reaksi signifikan, baik positif maupun negatif, terhadap laba. Penelitian lain oleh Umdiana dan Paradiba (2021) mengungkapkan bahwa laba berpengaruh positif terhadap *abnormal return*, sedangkan arus kas berpengaruh negatif signifikan. Inkonsistensi ini menunjukkan perlunya penelitian lanjutan dengan pendekatan yang lebih terfokus, khususnya pada sektor energi yang memiliki volatilitas tinggi dan sensitivitas besar terhadap perubahan informasi keuangan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar melalui studi peristiwa terhadap informasi laba dan arus kas operasi di sekitar tanggal pengumuman laba tahunan perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI periode 2021–2023. Secara khusus, penelitian ini menguji pengaruh laba per saham (*earnings per share* atau EPS) dan arus kas operasi per saham (*cash flow from operations per share* atau CFOPS) terhadap *cumulative abnormal return* (CAR) sebagai indikator reaksi pasar. Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi teoretis

terhadap pemahaman efisiensi pasar bentuk setengah kuat dan teori sinyal, serta memberikan manfaat praktis bagi investor dalam memanfaatkan informasi laba dan arus kas operasi sebagai dasar pengambilan keputusan investasi pada sektor energi di BEI.

Teori sinyal (*signaling theory*) menjelaskan bahwa manajemen sebagai pihak yang memiliki informasi mengenai kondisi perusahaan menyampaikan sinyal kepada investor melalui informasi keuangan untuk mengurangi asimetri informasi. Investor selanjutnya mengevaluasi sinyal tersebut sebagai *good news* atau *bad news* dan menggunakannya sebagai dasar dalam pengambilan keputusan investasi (Ross, 1977, dalam Dwijaya & Hariyati, 2020). Dalam penelitian ini, informasi laba tahunan yang diproksikan dengan *earnings per share* (EPS) dan arus kas operasi yang diproksikan dengan *cash flow from operations per share* (CFOPS) berperan sebagai sinyal mengenai kondisi fundamental perusahaan. EPS mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bagi setiap lembar saham, sedangkan CFOPS mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari aktivitas operasionalnya. Apabila informasi tersebut dipersepsikan positif atau sesuai dengan ekspektasi investor, permintaan terhadap saham dapat meningkat dan mendorong perubahan harga saham; sebaliknya, sinyal yang dipersepsikan negatif dapat menimbulkan respons yang berlawanan. Respons pasar terhadap sinyal tersebut selanjutnya tercermin dalam *abnormal return*, yang dalam penelitian ini diukur secara kumulatif melalui *cumulative abnormal return* (CAR). Dengan demikian, teori sinyal memberikan dasar teoritis bagi hubungan EPS dan CFOPS sebagai variabel independen dengan CAR sebagai indikator reaksi pasar.

Kerangka Pemikiran



Gambar 3
Model Penelitian

Hipotesis Penelitian

Pengumuman Laba Tahunan dan Abnormal Return

Menurut teori pasar efisien bentuk setengah kuat, harga saham akan menyesuaikan terhadap informasi publik yang tersedia, termasuk informasi laba yang diumumkan perusahaan. Oleh karena itu, pengumuman laba yang mengandung informasi baru dapat mendorong investor melakukan transaksi sehingga menimbulkan perubahan harga saham yang tercermin dalam *abnormal return*. Teori sinyal juga menjelaskan bahwa pengumuman laba merupakan sinyal mengenai kondisi dan kinerja perusahaan yang akan dievaluasi investor sebagai *good news* atau *bad news*, sehingga dapat menimbulkan respons pasar. Penelitian Nadya et al. (2022) menunjukkan adanya reaksi pasar yang signifikan terhadap pengumuman laba, dengan pengumuman laba positif menghasilkan respons positif dan pengumuman laba negatif menghasilkan respons negatif. Dengan demikian, pengumuman laba tahunan diperkirakan mengandung informasi yang menyebabkan timbulnya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman. Dasar argumentasi ini sesuai dengan pengembangan H1 dalam skripsi.

H1: Terdapat abnormal return yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman laba tahunan.

Pengaruh Simultan Informasi Laba dan Arus Kas Operasi terhadap Abnormal Return

Teori pasar efisien bentuk setengah kuat menjelaskan bahwa harga saham mencerminkan informasi publik yang tersedia, termasuk informasi laba dan arus kas operasi. Sementara itu, berdasarkan teori sinyal, informasi laba dan arus kas operasi merupakan sinyal fundamental yang dapat digunakan investor untuk menilai kinerja dan prospek perusahaan. Laba menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan, sedangkan arus kas operasi memberikan informasi mengenai kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari aktivitas utamanya. Penggunaan kedua informasi tersebut secara bersama-sama memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai kondisi perusahaan dan dapat memengaruhi keputusan investasi serta pergerakan harga saham. Penelitian terdahulu yang digunakan dalam skripsi juga menunjukkan bahwa informasi laba yang dikombinasikan dengan arus kas operasi dapat memengaruhi *abnormal return*.

H2: Informasi laba dan arus kas operasi secara simultan berpengaruh positif terhadap abnormal return di sekitar tanggal pengumuman laba tahunan.

Pengaruh Parsial Informasi Laba dan Arus Kas Operasi terhadap Abnormal Return

Teori sinyal menjelaskan bahwa informasi keuangan yang disampaikan perusahaan dapat menjadi sinyal bagi investor dalam menilai kondisi perusahaan. Dalam penelitian ini, EPS merepresentasikan informasi laba per saham dan CFOPS merepresentasikan arus kas operasi per saham. Peningkatan EPS memberikan sinyal mengenai kemampuan perusahaan menghasilkan laba bagi pemegang saham, sedangkan peningkatan CFOPS memberikan sinyal mengenai kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari aktivitas operasionalnya. Sinyal yang lebih baik dapat meningkatkan penilaian investor terhadap perusahaan dan selanjutnya tercermin dalam respons harga saham dan *abnormal return*. Penelitian terdahulu yang dirujuk dalam skripsi menunjukkan bahwa informasi laba cenderung memiliki hubungan positif dengan

abnormal return, meskipun kekuatan pengaruh arus kas operasi dapat berbeda menurut karakteristik perusahaan.

H3a: Informasi laba tahunan (EPS) berpengaruh positif terhadap abnormal return (CAR).

H3b: Arus kas operasi (CFOPS) berpengaruh positif terhadap abnormal return (CAR).

2. Metode Penelitian

Variabel dan Pengukuran Variabel

Penelitian ini menggunakan *cumulative abnormal return* (CAR) sebagai variabel dependen, sedangkan informasi laba tahunan yang diproksikan dengan *earnings per share* (EPS) dan arus kas operasi yang diproksikan dengan *cash flow from operations per share* (CFOPS) digunakan sebagai variabel independen.

Abnormal Return

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *abnormal return*, yang menggambarkan selisih dari *return* aktual saham dengan *return* harapan pada periode tertentu sebagai penanda respons pasar terhadap pengumuman (Tandelilin, 2017, p. 228). Variabel ini dihitung menggunakan *abnormal return* kumulatif atau CAR (*cumulative abnormal return*), yakni akumulasi *abnormal return* (AR) perusahaan ke-i selama *event window* yakni 15 hari seputar pengumuman laba (H-7 hingga H+7). Abnormal return ($AR_{i,t}$) dihitung menggunakan model sesuaian pasar (*market-adjusted model*), di mana *return* ekspektasi ($E[R_{i,t}]$) diasumsikan sama dengan *return* pasar ($R_{m,t}$) pada hari yang sama, yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), sehingga dapat dihitung dengan persamaan berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* untuk saham i pada periode t

$R_{i,t}$ = *return* aktual saham i pada periode t, yaitu selisih harga saham akhir periode (P_{t-1}) dengan harga awal periode (P_t) =

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

$E[R_{i,t}]$ = *return* ekspektasi saham i pada periode peristiwa t (*market-adjusted model*), yaitu selisih indeks pasar IHSG periode akhir ($IHSG_{t-1}$), dengan IHSG awal periode ($IHSG_t$)=

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

CAR dihitung sebagai akumulasi dari $AR_{i,t}$ selama *event window*, yaitu:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=h-7}^{h+7} AR_{i,t}$$

$CAR_{i,t}$ = *abnormal return* kumulatif untuk saham ke-i selama *event window t*

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* saham ke-i selama *event window t*

Laba Tahunan

Variabel independen X_1 ini adalah rasio *Earning per Share* (EPS) atau laba per saham, yang merupakan informasi laba bersih perusahaan yang siap diatribusikan kepada pemegang saham pada tiap lembar saham yang dimilikinya dalam satu periode pelaporan (Tandelilin, 2017, p. 367). Variabel ini diukur menggunakan rasio earnings per share ($EPS_{i,t}$), yaitu rasio antara laba bersih perusahaan i pada periode t dengan rata-rata tertimbang saham perusahaan i yang beredar pada periode t , dengan rumus sebagai berikut:

$$EPS_{i,t} = \frac{\text{Laba bersih}_{i,t}}{\text{Rata - rata tertimbang saham yang beredar}_{i,t}}$$

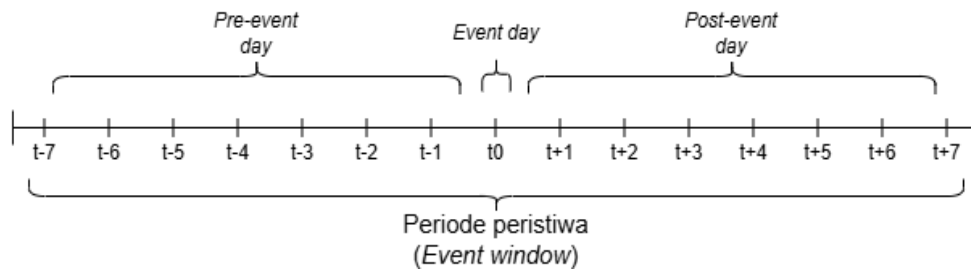
Arus Kas Operasi

Variabel independen X_2 ini adalah arus kas dari aktivitas operasi atau *cash flow from operations* (CFO), yang mana arus kas ini merupakan jumlah kas yang dihasilkan dari aktivitas operasional atau bisnis utama perusahaan selama satu periode pelaporan (Subramanyam, 2014, p. 419). Variabel ini diukur menggunakan rasio *cash flow from operations per share* ($CFOPS_{i,t}$), yaitu rasio dari arus operasi perusahaan i pada periode t dengan rata-rata tertimbang saham yang beredar perusahaan i pada periode t , dengan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$CFOPS_{i,t} = \frac{\text{Arus kas operasi}_{i,t}}{\text{Rata - rata tertimbang saham yang beredar}_{i,t}}$$

Berdasarkan jenis datanya, penelitian ini termasuk penelitian kuantitatif, yang menggunakan data numerik untuk menjelaskan fenomena dan menguji hubungan antarvariabel melalui matematika atau statistika (Raihan, 2017, p. 81). Penelitian ini juga menggunakan metode studi peristiwa (*event study*) untuk mengukur *abnormal return* pada periode pengumuman laba tahunan.

Menurut MacKinlay (1996), *event study* (*studi peristiwa*) merupakan alat yang efektif untuk mengevaluasi dampak peristiwa ekonomi, seperti pengumuman laba, terhadap nilai perusahaan yang tercermin dari perubahan harga pasar saham. Adapun *event window* atau periode jendela (*peristiwa*) ditentukan selama 15 hari (7 hari sebelum untuk mengetahui ada tidaknya kebocoran informasi, 1 hari peristiwa untuk reaksi pasar pada tanggal pengumuman, dan 7 hari pascaperistiwa untuk mengetahui kecepatan reaksi pasar) di seputar tanggal pengumuman yang terlihat pada Gambar 4, karena peristiwa pengumuman laba diasumsikan bisa dengan mudah ditentukan nilai ekonomisnya oleh investor sehingga mereka dapat bereaksi dengan cepat (Hartono, 2017).



Gambar 4
Timeline Periode Pengamatan (*Event Window*)

Periode 2021–2023 dipilih karena mencerminkan fase dengan dinamika yang tinggi pada sektor energi. Tahun 2021 merupakan periode awal pemulihan ekonomi setelah tekanan pandemi Covid-19, yang diikuti oleh peningkatan permintaan dan harga komoditas energi global. Selanjutnya, pada 2022 sektor energi di BEI mencatat pertumbuhan harga saham yang tinggi seiring dengan lonjakan harga komoditas energi dan gangguan pasokan global akibat konflik Rusia–Ukraina. Periode pengamatan hingga 2023 digunakan untuk menangkap perkembangan sektor energi setelah kondisi tersebut dalam rentang waktu yang konsisten. Dengan demikian, rentang tiga tahun tersebut memberikan konteks yang relevan untuk menganalisis reaksi pasar terhadap informasi laba dan arus kas operasi pada perusahaan sektor energi. Sampel dalam penelitian ini diambil dari populasi menggunakan teknik purposive sampling, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang ditetapkan peneliti. Kriteria dan hasil *sampling*, sebagai berikut:

Tabel 1
Seleksi Sampel Penelitian

Kriteria Sampel	Jumlah
Perusahaan sektor energi yang tetap terdaftar di BEI selama periode 2021–2023 dan mengumumkan laporan keuangan dengan informasi yang lengkap untuk perhitungan variabel.	71
Perusahaan sektor energi yang masuk ke dalam kategori papan pencatatan “Pemantauan Khusus”.	(15)
Total Perusahaan yang Memenuhi Kriteria	56
Jumlah Sampel (× 3 tahun)	168

Reduksi sampel dilakukan untuk menjaga konsistensi dan kelengkapan data selama periode pengamatan. Dari 71 perusahaan sektor energi yang tetap terdaftar di BEI selama 2021–2023 dan memiliki informasi yang diperlukan untuk perhitungan variabel, sebanyak 15 perusahaan dikeluarkan karena termasuk dalam papan pencatatan “Pemantauan Khusus” pada periode penelitian. Penyaringan tersebut dilakukan agar sampel yang digunakan memiliki karakteristik pencatatan yang lebih konsisten serta data publikasi yang memadai untuk pengukuran *abnormal return*, EPS, dan CFOPS. Dengan demikian, diperoleh 56 perusahaan yang memenuhi seluruh kriteria penelitian atau sebanyak 168 observasi selama tiga tahun.

3. Hasil

3.1. Uji Asumsi Klasik

3.1.1. Uji Normalitas

Pengujian normalitas dilakukan menggunakan metode *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* terhadap nilai residual yang dihasilkan dari model regresi. Hasil pengujian yang terdapat pada Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,054, lebih besar dari taraf signifikansi 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa residual dalam model penelitian ini berdistribusi normal, sehingga memenuhi asumsi normalitas dan layak untuk dilakukan analisis regresi lebih lanjut.

Adapun hasil uji validitas pada penelitian ini berdasarkan tabulasi data, dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			<i>Unstandardiz-ed Residual</i>
N			168
<i>Normal Parameters^{a,b}</i>	<i>Mean</i>		.0000000
	<i>Std. Deviation</i>		.08388479
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>		.068
	<i>Positive</i>		.068
	<i>Negative</i>		-.064
<i>Test Statistic</i>			.068
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)^c</i>			.054
Monte Carlo Sig. (2- tailed) ^d	<i>Sig.</i>		.057
	99% Confidence Interval	<i>Lower Bound</i>	.051
		<i>Upper Bound</i>	.063

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

d. Lilliefors' method based on 10000 Monte Carlo samples with starting seed 926214481.

Sumber: olahan data SPSS 27

3.1.2. Uji Multikolinearitas

Berdasarkan hasil uji *collinearity statistics* pada output regresi linear yang terlihat pada Tabel 3, diperoleh nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) sebesar 1,012 dan nilai *Tolerance* sebesar 0,988 baik untuk variabel EPS maupun CFOPS. Nilai VIF yang berada di bawah 10 dan *Tolerance* yang lebih dari 0,10 menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antara variabel bebas dalam model ini. Dengan demikian, model regresi layak untuk dilanjutkan pada tahap analisis berikutnya.

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinearitas

Model	Unstandardized Coefficients		Coefficients ^a		Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta	t		Tolerance	VIF
1 (Constant)	.034	.007		4.832	<.001		
EPS	5.224E-5	.000	.446	7.047	<.001	.988	1.012
CFOPS	6.310E-5	.000	.436	6.890	<.001	.988	1.012

a. Dependent Variable: CAR

Sumber: hasil olahan SPSS 27

3.1.3. Uji Heteroskedastisitas

Bagian ini menguraikan hasil proses analisis yang dapat disampaikan dalam bentuk tabel, bagan, atau format deskriptif. Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini dilakukan menggunakan uji *Glejser*, di mana variabel dependen yang digunakan adalah nilai absolut residual (ABS). Hasil pengujian pada Tabel 4 menunjukkan bahwa nilai signifikansi untuk variabel EPS sebesar 0,932 dan CFOPS sebesar 0,092, keduanya lebih besar dari taraf signifikansi 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala heteroskedastisitas pada model regresi yang digunakan, sehingga model layak untuk digunakan pada tahap analisis berikutnya.

Tabel 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	Unstandardized Coefficients		Coefficients ^a		Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta	t		Tolerance	VIF
1 (Constant)	.064	.004		14.620	<.001		
EPS	3.866E-7	.000	.007	.085	.932	.988	1.012
CFOPS	9.499E-6	.000	.132	1.697	.092	.988	1.012

a. Dependent Variable: ABS

Sumber: hasil olahan SPSS 27

3.2. Hasil Analisis Regresi Linear

Tabel 5
Hasil Analisis Regresi

Model	Unstandardized Coefficients		Coefficients ^a		Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta	t		Tolerance	VIF
1 (Constant)	.034	.007		4.832	<.001		
EPS	5.224E-5	.000	.446	7.047	<.001	.988	1.012

CFOPS	6.310E-5	.000	.436	6.890	<.001	.988	1.012
-------	----------	------	------	-------	-------	------	-------

a. *Dependent Variable: CAR*

Sumber: hasil olahan SPSS

Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda yang terdapat pada Tabel 5, persamaan regresi yang diperoleh adalah sebagai berikut:

$$\hat{Y} = 0,034 + 5,224 \times 10^{-5}X_1 + 6,310 \times 10^{-5}X_2$$

Nilai konstanta sebesar 0,034 menunjukkan bahwa apabila variabel EPS dan CFOPS bernilai nol, maka nilai CAR (Y) akan tetap sebesar 0,034. Koefisien regresi variabel EPS (X1) sebesar $5,224 \times 10^{-5}$ dan CFOPS (X2) sebesar $6,310 \times 10^{-5}$ menunjukkan arah hubungan yang positif terhadap CAR. Artinya, setiap kenaikan EPS sebesar satu satuan akan meningkatkan CAR sebesar $5,224 \times 10^{-5}$, atau 0,0005224 dan setiap kenaikan CFOPS sebesar satu satuan akan meningkatkan CAR sebesar $6,310 \times 10^{-5}$ atau 0,000631, dengan asumsi variabel lain konstan.

3.3. Hasil Uji Hipotesis

3.3.1. Uji Hipotesis *Abnormal Return*

Pengujian terhadap abnormal return pada setiap hari dalam periode pengamatan (*event window*), yakni t-7 sampai t+7 dilakukan menggunakan *one-sample t-test* dengan kesalahan standar metode *cross-section*, sesuai dengan model yang digunakan dalam penelitian ini yaitu market-adjusted model yang tidak memerlukan periode estimasi. Uji-t dilakukan terhadap nilai *average abnormal return* (AAR) pada masing-masing hari jendela peristiwa untuk mengetahui apakah AAR tersebut berbeda signifikan dari nol pada tingkat signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$).

Tabel 6
Hasil Uji t Rata-rata *Abnormal Return* (AAR)

<i>One-Sample Test</i>						
<i>Test Value = 0</i>						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
H-7	-1.262	167	.209	-.00488	-.0125	.0028
H-6	1.242	167	.216	.00825	-.0049	.0214
H-5	2.276	167	.024	.00884	.0012	.0165
H-4	-1.986	167	.049	-.00443	-.0088	.0000
H-3	-1.866	167	.064	-.00468	-.0096	.0003
H-2	.549	167	.584	.00134	-.0035	.0062
H-1	-.100	167	.920	-.00023	-.0047	.0042
H0	2.223	167	.028	.00605	.0007	.0114
H+1	1.636	167	.104	.00578	-.0012	.0127
H+2	.028	167	.977	.00007	-.0046	.0048
H+3	1.381	167	.169	.00334	-.0014	.0081
H+4	-1.585	167	.115	-.00379	-.0085	.0009
H+5	-1.244	167	.215	-.00349	-.0090	.0021

H+5	1.376	167	.171	.00590	-.0026	.0144
H+6	1.413	167	.160	.00399	-.0016	.0096

Sumber: hasil olah SPSS 27

Berdasarkan hasil pengujian yang ditunjukkan pada Tabel 6, diperoleh bahwa hanya AAR pada hari t-5 (p-value = 0,024), t-4 (p-value = 0,049), dan t0 (p-value = 0,028) yang memiliki nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian, pada ketiga hari tersebut *abnormal return* tercatat signifikan, sedangkan pada hari-hari lainnya dalam periode jendela, nilai AAR tidak signifikan secara statistik.

3.3.2. Uji Simultan Model Regresi (Uji F)

Tabel 7
Hasil Uji F

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.623	2	.312	43.769	<.001 ^b
	Residual	1.175	165	.007		
	Total	1.799	167			

a. Dependent Variable: CAR

b. Predictors: (Constant), CFOPS, EPS

Sumber: hasil olahan SPSS 27

Hipotesis nol (H_0) pada uji ini dapat dinyatakan bahwa variabel *earnings per share* (EPS) dan *cash flow from operations per share* (CFOPS) secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap *cumulative abnormal return* (CAR). Berdasarkan hasil uji ANOVA pada Tabel 7, diperoleh nilai F-hitung sebesar 43,769 dengan nilai signifikansi < 0,001. Karena nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05, maka H_0 ditolak. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa EPS dan CFOPS secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap CAR.

3.3.3. Uji Parsial Model Regresi (Uji t)

Tabel 8
Hasil Uji t

		Coefficients ^a					Collinearity Statistics	
Model		Unstandardized Coefficients B	Std. Error	Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	.034	.007		4.832	<.001		
	EPS	5.224E-5	.000	.446	7.047	<.001	.988	1.012
	CFOPS	6.310E-5	.000	.436	6.890	<.001	.988	1.012

a. Dependent Variable: CAR

Sumber: hasil olahan SPSS 27

Hipotesis nol (H_0) pada uji ini dapat dinyatakan bahwa masing-masing variabel independen, yaitu *earnings per share* (EPS) dan *cash flow from operations per share* (CFOPS), tidak berpengaruh signifikan terhadap *cumulative abnormal return* (CAR). Berdasarkan hasil uji t pada Tabel 8, variabel EPS memiliki nilai t-hitung sebesar 7,047 dengan signifikansi $< 0,001$, sedangkan variabel CFOPS memiliki nilai t-hitung sebesar 6,890 dengan signifikansi $< 0,001$. Karena nilai signifikansi keduanya lebih kecil dari α (0,05), maka H_0 untuk kedua variabel ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa baik EPS maupun CFOPS secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap CAR.

Berdasarkan nilai koefisien beta, EPS memiliki nilai sebesar $5,224 \times 10^{-5}$, sedangkan CFOPS sebesar $6,310 \times 10^{-5}$. Dengan demikian, jika dibandingkan, pengaruh EPS terhadap CAR lebih besar dibandingkan CFOPS, yang berarti reaksi pasar lebih dominan dipengaruhi oleh informasi laba (*earnings*) dibandingkan informasi arus kas operasi.

3.3.4. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 9
Hasil Uji Koefisien Determinasi

<i>Model Summary^b</i>					
<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>	<i>Durbin-Watson</i>
1	.589 ^a	.347	.339	.08439166	2.108

a. *Predictors: (Constant), CFOPS, EPS*

b. *Dependent Variable: CAR*

Sumber: hasil olahan SPSS 27

Hasil uji koefisien determinasi pada Tabel 9 menunjukkan bahwa nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,339. Artinya, sebesar 33,9% variasi perubahan pada variabel dependen *cumulative abnormal return* (CAR) dapat dijelaskan oleh variabel independen *earnings per share* (EPS) dan *cash flow from operations per share* (CFOPS) secara bersama-sama. Sementara itu, sisanya sebesar 66,1% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian ini.

4. Pembahasan

4.1. *Abnormal Return* di sekitar Tanggal Pengumuman Laba Tahunan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa selama periode peristiwa ± 7 hari di sekitar tanggal pengumuman laba tahunan, pasar menunjukkan reaksi signifikan pada hari ke-5, ke-4, dan hari ke-0 dengan nilai signifikansi masing-masing 0,024; 0,049; dan 0,028. *Abnormal return* yang signifikan pada hari ke-0 menandakan bahwa pengumuman laba tahunan mengandung informasi penting yang direspons oleh pasar, sejalan dengan teori pasar efisien yang menyatakan bahwa pengumuman dengan kandungan informasi akan menyebabkan penyesuaian harga saham (Hartono, 2017). Sementara itu, munculnya *abnormal return* signifikan sebelum tanggal pengumuman (H-5 dan H-4) mengindikasikan adanya kebocoran informasi, di mana sebagian investor telah bereaksi lebih awal terhadap informasi yang belum dirilis secara resmi (Hartono, 2017). Meskipun *abnormal return* tetap berfluktuasi hingga H+7,

hasil uji statistik menunjukkan bahwa titik-titik setelah pengumuman tidak signifikan, sehingga pasar sektor energi dapat dikategorikan efisien dalam bentuk setengah kuat dan tidak menunjukkan fenomena *post-earnings-announcement drift* (PEAD). Dengan demikian, harga saham menyesuaikan dengan cepat terhadap informasi laba yang dipublikasikan, mencerminkan bahwa investor tidak dapat secara konsisten memperoleh *abnormal return* hanya berdasarkan informasi publik.

Dari perspektif teori sinyal, pengumuman laba tahunan dan arus kas operasi berperan sebagai sinyal manajemen mengenai kinerja dan prospek perusahaan. Reaksi signifikan yang muncul pada hari pengumuman memperlihatkan bahwa laba tahunan sektor energi di BEI berfungsi sebagai sinyal kredibel yang diyakini investor, karena hanya perusahaan dengan kinerja baik yang mampu memberikan sinyal positif secara konsisten (Sehgal & Bjoy, 2015; Dwijaya & Hariyati, 2020). Meskipun terdapat indikasi kebocoran informasi sebelum hari peristiwa dan fluktuasi kecil setelahnya, reaksi pasar yang tetap terfokus di sekitar tanggal pengumuman menunjukkan bahwa informasi laba memiliki kandungan informasi nyata dan relevan terhadap harga saham. Hasil ini memperkuat asumsi teori sinyal bahwa pengumuman laba menjadi mekanisme penting untuk mengurangi asimetri informasi dan membantu investor dalam mengambil keputusan investasi yang rasional pada sektor energi.

4.2. Pengaruh Simultan Laba dan Arus Kas Operasi terhadap *Abnormal return*

Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa laba (EPS) dan arus kas operasi (CFOPS) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap cumulative *abnormal return* (CAR), sebagaimana ditunjukkan oleh nilai F-hitung sebesar 43,769 dengan signifikansi $< 0,001$. Hal ini menandakan bahwa investor tidak hanya memperhatikan informasi laba, tetapi juga mempertimbangkan arus kas operasi dalam menilai kinerja dan prospek perusahaan. Dengan demikian, laporan keuangan tahunan terbukti memiliki *information content* yang relevan bagi pasar modal. Berdasarkan teori sinyal, EPS dan CFOPS berperan sebagai sinyal yang dikirimkan manajemen kepada pasar untuk menunjukkan kondisi keuangan perusahaan; laba mencerminkan profitabilitas, sedangkan arus kas operasi mencerminkan kemampuan menghasilkan kas dari kegiatan utama. Kedua informasi ini memperkuat keyakinan investor terhadap keberlanjutan operasional perusahaan dan memengaruhi harga saham melalui *abnormal return*.

Koefisien determinasi (Adjusted R^2) sebesar 0,339 menunjukkan bahwa 33,9% variasi CAR dijelaskan oleh EPS dan CFOPS, sementara 66,1% sisanya dipengaruhi faktor eksternal seperti fluktuasi harga minyak dan batubara global, serta kebijakan pemerintah di sektor energi (Sipayung *et al.*, 2023). Hasil ini sejalan dengan teori pasar efisien bentuk setengah kuat (Fama, 1970; Hartono, 2017) yang menyatakan bahwa harga saham mencerminkan informasi publik yang tersedia, termasuk laba dan arus kas operasi. Namun, pengaruh keduanya yang terbatas juga menunjukkan bahwa pasar tidak sepenuhnya efisien karena masih dipengaruhi dinamika eksternal. Temuan ini konsisten dengan penelitian Cheng *et al.* (2013), Umdiana dan Paradiba (2021), serta Yamrali *et al.* (2014), yang menegaskan bahwa laba dan arus kas operasi memiliki kandungan informasi relevan terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini memperkuat bukti bahwa kedua indikator fundamental tersebut berperan penting dalam

pembentukan reaksi pasar, meskipun pengaruhnya sebagian dibatasi oleh sensitivitas sektor energi terhadap faktor ekonomi global.

4.3. Pengaruh Parsial Informasi Laba dan Arus Kas Operasi terhadap Abnormal

Hasil uji parsial menunjukkan bahwa laba (EPS) dan arus kas operasi (CFOPS) berpengaruh signifikan terhadap cumulative *abnormal return* (CAR) dengan tingkat signifikansi $< 0,001$ untuk keduanya. Namun, pengaruh EPS lebih dominan dibandingkan CFOPS, ditunjukkan oleh koefisien regresi yang lebih tinggi, yang menandakan bahwa investor sektor energi lebih memperhatikan informasi laba tahunan sebagai sinyal utama kinerja perusahaan. Hal ini sejalan dengan teori pasar efisien bentuk setengah kuat (Fama, 1970; Hartono, 2017), di mana harga saham mencerminkan informasi publik yang tersedia, termasuk laba dan arus kas operasi, serta teori sinyal yang menyatakan bahwa laba berfungsi sebagai sinyal profitabilitas dan prospek jangka pendek perusahaan. Laba dipersepsikan sebagai indikator utama kinerja dan efektivitas operasional yang mampu menarik minat investor, sedangkan arus kas operasi berfungsi memperkuat validitas laba yang disajikan. Temuan ini menunjukkan bahwa meningkatnya laba akan mendorong kenaikan harga saham karena persepsi positif pasar terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan.

Hasil ini juga mengonfirmasi konsep *information content* dan *earnings response coefficient* (ERC) yang menyatakan bahwa laba memiliki kandungan informasi tertinggi dan sensitif terhadap perubahan harga saham (Ball & Brown, 1968; Beaver, 1968; Collins & Kothari, 1989). Meskipun demikian, kekuatan reaksi pasar terhadap informasi laba dapat berbeda antarperusahaan tergantung tingkat risiko sistematis (beta)—terutama pada sektor energi yang sangat dipengaruhi fluktuasi harga komoditas global (Donleavy, 2018). Temuan ini sejalan dengan penelitian Yamrali *et al.* (2014) serta Andison dan Nasser (2017), yang menunjukkan bahwa laba berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* sementara arus kas operasi memberikan kontribusi lebih kecil. Namun, hasil ini berbeda dengan Cheng *et al.* (2013) yang menemukan kontribusi setara antara laba dan arus kas tergantung pada kualitas laba. Oleh karena itu, meskipun laba terbukti menjadi faktor dominan dalam memengaruhi *abnormal return* pada sektor energi, arus kas operasi tetap penting sebagai penguat kredibilitas informasi laba dan penentu stabilitas persepsi investor terhadap kinerja perusahaan.

5. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis terhadap perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021–2023, penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman laba tahunan, khususnya pada H-5, H-4, dan H0. Temuan ini menunjukkan bahwa pengumuman laba memiliki kandungan informasi yang relevan bagi investor serta mengindikasikan adanya kemungkinan kebocoran informasi sebelum publikasi resmi. Selain itu, informasi laba tahunan (*earnings per share* atau EPS) dan arus kas operasi (*cash flow from operations per share* atau CFOPS) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap cumulative *abnormal return* (CAR), yang menunjukkan bahwa kedua informasi tersebut dipertimbangkan investor dalam menilai kinerja dan prospek perusahaan. Secara parsial, EPS dan CFOPS berpengaruh positif dan signifikan terhadap CAR, dengan EPS menunjukkan pengaruh yang lebih dominan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa pasar lebih responsif terhadap informasi laba dibandingkan informasi arus kas operasi,

meskipun arus kas operasi tetap berperan sebagai informasi pelengkap dalam menilai kinerja perusahaan.

Implikasi Teoretis dan Praktis

Secara teoretis, hasil penelitian ini mendukung relevansi teori pasar efisien bentuk setengah kuat dan teori sinyal dalam menjelaskan respons pasar terhadap informasi keuangan yang dipublikasikan perusahaan. Adanya *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman menunjukkan bahwa informasi laba memiliki kandungan informasi yang direspons oleh pasar. Selain itu, pengaruh positif EPS dan CFOPS terhadap CAR memperkuat teori sinyal bahwa informasi laba dan arus kas operasi dapat menjadi sinyal mengenai kondisi dan kinerja perusahaan yang digunakan investor dalam pengambilan keputusan investasi. Temuan bahwa EPS memiliki pengaruh yang lebih dominan juga menunjukkan bahwa pasar sektor energi lebih responsif terhadap informasi laba dibandingkan informasi arus kas operasi.

Secara praktis, hasil penelitian ini memberikan implikasi bagi investor agar tidak hanya mempertimbangkan informasi laba, tetapi juga memperhatikan arus kas operasi dalam mengevaluasi kinerja dan prospek perusahaan sektor energi. Bagi perusahaan, hasil penelitian menunjukkan pentingnya penyampaian informasi laba dan arus kas operasi secara transparan, akurat, dan tepat waktu karena informasi tersebut dapat memengaruhi respons investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, terdapat perbedaan waktu pengumuman laba tahunan karena beberapa perusahaan melakukan pengumuman pada hari libur bursa, sehingga dapat menyebabkan perbedaan waktu respons pasar dan penyesuaian periode jendela pada beberapa perusahaan. Kedua, terdapat perbedaan mata uang pelaporan karena sebagian perusahaan menggunakan rupiah dan sebagian lainnya menggunakan dolar Amerika Serikat, sehingga diperlukan konversi menggunakan kurs tengah Bank Indonesia pada masing-masing periode. Ketiga, terdapat keterbatasan dalam konsistensi publikasi data karena beberapa perusahaan tidak mempublikasikan laporan tahunan secara tepat waktu atau masuk dalam kategori pemantauan pada salah satu periode penelitian, sehingga diperlukan penyaringan dan penyesuaian data.

Saran Penelitian Selanjutnya

Penelitian selanjutnya disarankan untuk mempertimbangkan perbedaan waktu publikasi laporan keuangan dan hari perdagangan bursa secara lebih spesifik dalam penetapan *event window*. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat menggunakan data dengan mata uang pelaporan yang lebih seragam atau menerapkan prosedur konversi yang konsisten untuk meningkatkan keterbandingan data. Penelitian berikutnya juga diharapkan menggunakan sampel dengan ketersediaan dan konsistensi data publikasi yang lebih baik agar pengukuran reaksi pasar dapat dilakukan secara lebih optimal.

Daftar Pustaka

- Andison, & Nasser, E. M. (2017). Operating Cash Flow, Earning Response Coefficient, and Fixed Asset Revaluation: Study on Manufacturing Company. *Etikonomi*, 16(1), 93–102. <https://doi.org/10.15408/etk.v16i1.4820>
- Bursa Efek Indonesia. (2022). *IDX Yearly Statistics 2022*. <https://www.idx.co.id/>
- Bursa Efek Indonesia. (2023). *IDX Yearly Statistics 2023*. <https://www.idx.co.id/>
- Bursa Efek Indonesia. (2024). *Trading Summary by Industry Classification 2023*. <https://www.idx.co.id/>
- Cheng, C. S. A., Johnston, J., & Liu, C. Z. (2013). The Supplemental Role of Operating Cash Flows In Explaining Share Returns. *International Journal of Accounting & Information Management*, 21(1), 53–71. <https://doi.org/10.1108/18347641311299740>
- Donleavy, G. (2018). *An Introduction to Accounting Theory* (2nd ed.). Bookboon.
- Dwijaya, R., & Hariyati. (2020). Pengaruh Insider Ownership, Free Cash Flow, Collaterizable Assets, dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Dividen. *AKUNESA: Jurnal Akuntansi Unesa*, 9(1), 1–11.
- Hartono, J. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (11th ed.). BPFE.
- Kementerian Energi dan Sumber Daya Mineral. (2023). *Laporan Kinerja Kementerian Energi dan Sumber Daya Mineral 2022*.
- Lewellen, J., & Lewellen, K. (2016). Investment and Cash Flow: New Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(4), 1135–1164. <https://doi.org/10.1017/S002210901600065X>
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Moerdianto, R., Anto, A. S. U., Gazali, Y. P., Kartini, & Rura, Y. (2022). Pengaruh Return on Asset dan Earning Per Share Terhadap Harga Saham Perusahaan Energi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *[Nama Jurnal]*, 11(4), 251–259.
- Mostafa, W. (2014). The Relative Information Content of Cash Flows and Earnings Affected by Their Extremity: UK Evidence. *Managerial Finance*, 40(7), 646–661. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2013-0128>
- Nadya, D., Fatmala, N., & Muda, I. (2022). Investigated Stock Market Reaction to Accounting Earnings Announcement. In I. Muda, M. Ali, & L. P. L. Cavaliere (Eds.), *Accounting Inquiries With New Approaches in The Post-Pandemic Era* (pp. 78–84). NCM Publishing House.
- Rahman, A. F. (2009). Masalah Keagenan Aliran Kas Bebas, Manajemen Laba dan Relevansi Nilai Informasi Akuntansi. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi dan Keuangan)*, 15(2), 232–246. <https://doi.org/10.24034/j25485024.y2011.v15.i2.230>
- Raihan. (2017). *Metodologi Penelitian*. Universitas Islam Jakarta.
- Sehgal, S., & Bijoy, K. (2015). Stock Price Reactions to Earnings Announcements: Evidence from India. *Vision*, 19(1), 25–36. <https://doi.org/10.1177/0972262914564042>
- Sipayung, F. H., Puspitawati, E., Nurdianto, R. N., & Khozin, I. M. (2023). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Indeks Saham Sektor Energi di Indonesia. *Jurnal Ekonomi, Lingkungan, Energi, dan Bisnis*, 1(1), 62–81.

- Subramanyam, K. R. (2014). *Financial Statement Analysis* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Sutejo, B. S., & Utami, M. (2020). Abnormal Return Testing Before and After The Earnings Announcement. *[Nama jurnal/prosiding]*, 115, 195–198. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200127.040>
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi*. PT Kanisius.
- Umdiana, N., & Paradiba, S. (2021). Pengaruh Arus Kas dan Laba Akuntansi Terhadap Abnormal Return pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Management & Accounting Expose*, 1(1), 13–24. <https://doi.org/10.36441/mae.v1i1.78>
- Yamrali, O., Aliyani Nezhad, A., & Hivehchi, E. (2014). The Relationship Between The Operational Profit, Operational Cash Flow and Abnormal Returns of Initial Public Offering in Tehran Stock Exchange. *New Researches on Accounting*, 2(5), 23–31.