

**PENGARUH KANDUNGAN INFORMASI
KOMPONEN LAPORAN ARUS PERUSAHAAN
TERHADAP *EXPECTED RETURN* SAHAM
(STUDI EMPIRIS SEKTOR MANUFAKTUR
DI BEJ PERIODE 2002 - 2007)**

Vidyarto Nugroho
Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara

Abstract

Performance measurements used by stockholders in investment decisions are profit and cash flow. Besides, investors also consider company financial characteristic. The research tests and builds empirical evidence whether cash flow statement information influence significantly the expected return of company's stock. Survey method is used to observe the research. The result indicates that variable of investment cash flow influence expected return significantly, while variable of cash flow operation does not influence expected return significantly. The analysis does not include cash flow funding because of multicollinearity identification existed in classical assumption testing. Therefore, cash flow funding variable is not used in regression model.

Keywords: Cash Flow, Expected Return, Investment, Risk

PENDAHULUAN

Salah satu fungsi pasar modal adalah sebagai sarana untuk memobilisasi dana yang bersumber dari masyarakat ke berbagai sektor yang melaksanakan investasi. Syarat utama yang diinginkan oleh para investor untuk bersedia menyalurkan dananya melalui pasar modal adalah perasaan aman akan investasi

dan tingkat *return* yang akan diperoleh dari investasi tersebut. Perasaan aman ini diantaranya diperoleh karena para investor memperoleh informasi yang jelas, wajar, dan tepat waktu sebagai dasar dalam pengambilan keputusan investasinya. *Return* memungkinkan investor untuk membandingkan keuntungan aktual ataupun keuntungan yang diharapkan yang disediakan oleh berbagai investasi pada tingkat pengembalian yang diinginkan. Disisi lain, *return* pun memiliki peran yang amat signifikan dalam menentukan nilai dari suatu investasi (Linda : 2005).

Pasar modal memiliki sejumlah sifat khas apabila dibandingkan dengan pasar yang lain. Salah satu sifat khas tersebut adalah ketidakpastian akan kualitas produk yang ditawarkan. Misalnya, suatu perusahaan yang mengeluarkan obligasi beberapa saat kemudian gagal membayar bunga dan utang pokoknya. Atau perusahaan yang semula tidak diperhitungkan ternyata memiliki tingkat laba yang tinggi sehingga mampu membayar bunga obligasi, pokok pinjaman, bahkan mampu memberikan dividen yang cukup tinggi bagi para pemegang saham (Hastuti:1998).

Situasi ketidakpastian ini mendorong investor yang rasional untuk selalu mempertimbangkan risiko dan *expected return* setiap sekuritas yang secara teoritis berbanding lurus. Semakin besar *expected return* maka tingkat risiko yang melekat juga semakin besar. Gambaran risiko dan *expected return* dari suatu saham dapat dinilai berdasarkan informasi baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif (Kurniawan : 2000). Selain itu berbagai pertimbangan dan analisa yang akurat perlu dilakukan investor sebelum membeli, menjual, atau menahan saham untuk mencapai tingkat return optimal yang diharapkan (Indriani : 2005). Suatu informasi dianggap informatif jika informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan (*beliefs*) para pengambil keputusan. Adanya suatu informasi yang baru akan membentuk suatu kepercayaan yang baru dikalangan para investor. Kepercayaan ini akan mengubah harga melalui perubahan *demand* dan *supply* surat-surat berharga (Hastuti : 1998). Dengan kata lain suatu informasi dikatakan memiliki kandungan (*content*) jika pasar menyerap informasi dengan cepat dan terefleksikan pada perubahan harga pasar.

Penelitian mengenai manfaat arus kas dan hubungannya dengan *return* saham diantaranya dilakukan oleh Miller dan Rock (1985) menguji reaksi pasar yang diproxy dari *return* saham terhadap pengumuman komponen aliran kas. Hasilnya menunjukkan bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap arus kas pendanaan dan arus kas investasi berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hasil penelitian Rayburn (1986) juga menemukan bahwa terdapat asosiasi antara arus kas operasi dan *accrual aggregat* dengan *return* saham.

Livnat dan Zarowin (1990) yang menguji hubungan antara arus kas dan laba akrual dengan *abnormal return*. Pengujian dengan analisis regresi berganda berhasil membuktikan bahwa komponen aliran kas mempunyai hubungan positif lebih kuat dengan *abnormal return* saham dibandingkan dengan aliran kas total atau laba akrual dengan *abnormal return*. Ali (1994) menguji kandungan informasi dari laba, modal kerja dari operasi, dan arus kas dengan menggunakan regresi linear dan non linear. Hasil analisis berdasarkan model linear menunjukkan bahwa arus kas relatif tidak memiliki kandungan informasi dibandingkan dengan variabel laba dan modal kerja dari operasi. Hasil yang diperoleh dari model non linear mendukung adanya hubungan dengan *return* saham dengan tiga variabel tersebut.

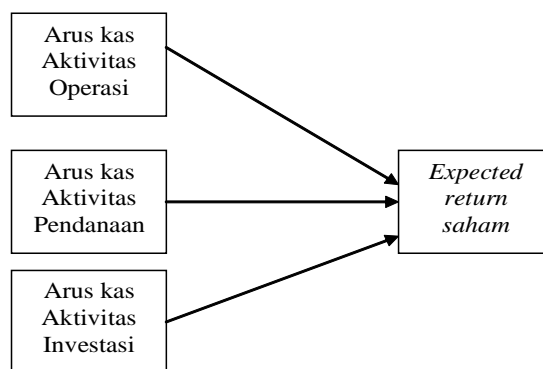
Sementara itu, penelitian mengenai *the information content of accounting earnings and cash flows measures of performance* yang dilakukan oleh Hassabelnaby & Said (2001) menemukan bahwa pengukuran dengan *cash flow* memberikan pengukuran yang lebih unggul mengenai kinerja ekonomi dan memberikan kandungan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

Houge dan Loughran (2000) dalam penelitiannya yang berjudul *cash flow is a king* menyatakan bahwa: “*The market consistently underestimates the transitory nature of accruals and the long term persistence of cash*

flows. In fact, there is a significant excess returns information from a cash flow based strategy". Ketidakmenetapan *accruals* terlalu diremehkan oleh pasar dan begitu juga dengan *cash flow* yang sebenarnya lebih menetap. Pada kenyataannya, informasi yang diberikan oleh *cash flow* dapat lebih signifikan

Di Indonesia penelitian tentang arus kas diantaranya dilakukan oleh Baridwan (1997), Suadi (1998), Hastuti (1998), Kurniawan (2000), Triyono (2000), Hermawan (2002), dan Ferry (2004). Suadi (1998) dalam penelitiannya menemukan bahwa laporan arus kas mempunyai hubungan dengan jumlah pembayaran dividen yang terjadi dalam satu tahun setelah terbitnya laporan arus kas. Hal ini menunjukkan bahwa laporan arus kas mempunyai kandungan informasi dan bermanfaat bagi investor. Triyono (2000) menguji hubungan kandungan informasi arus kas, komponen arus kas, dan laba akuntansi dengan harga dan *return* saham memperoleh kesimpulan bahwa perbedaan komponen aliran kas (operasi, investasi, dan pendanaan) seperti yang disyaratkan dalam PSAK No.2 mempunyai pengaruh yang berbeda-beda terhadap *return* saham. Kurniawan (2000) menguji hubungan arus kas operasi dan data akrual terhadap *return* saham menyimpulkan bahwa penelitiannya tidak berhasil menunjukkan adanya hubungan antara arus kas operasi dan komponen *earning* dengan *return* saham

Kerangka pemikiran dari pola hubungan antar variabel dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Teoritis dan Perumusan Hipotesa

ARUS KAS OPERASI DAN *EARNINGS*

Dalam manajemen keuangan terdapat banyak metode yang bisa digunakan untuk mengevaluasi dan menilai investasi. Pada dasarnya, metode penilaian investasi bisa didasarkan atas dua hal yaitu laba akuntansi atau arus kas.

Menurut Damodaran, untuk mengukur *return* dari sebuah investasi, dapat digunakan *accounting earnings* dan arus kas (Damodaran 1999). Informasi arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas. Informasi tersebut juga meningkatkan daya banding pelaporan kinerja operasi berbagai perusahaan karena dapat meniadakan pengaruh penggunaan perlakuan akuntansi yang berbeda terhadap transaksi dan peristiwa yang sama. Laporan arus kas melaporkan arus kas selama periode tertentu dan diklasifikasikan menurut aktivitas operasi, investasi dan pendanaan. 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 dividen dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan dari luar.

Earnings dihasilkan oleh proses akuntansi dan disajikan dalam laporan laba rugi. *Generally accepted accounting principle* (GAAP) menyatakan bahwa pengakuan pendapatan terjadi pada saat *transfer of title*, tanpa memperdulikan apakah perusahaan sudah atau belum menerima pembayaran tunai (*accrual basis*). Biaya yang berkaitan langsung dengan pendapatan akan diakui pada periode yang sama dengan pengakuan pendapatan. Biaya lain yang tidak berkaitan langsung dengan pendapatan akan diakui pada periode terjadinya.

Dari pengertian di atas, bisa terjadi *earnings* akan sangat berbeda dengan arus kas operasi. Damodaran mengatakan ada tiga faktor signifikan yang menyebabkan perbedaan. Faktor-faktor berikut mempengaruhi *accounting earnings*, tetapi tidak mempengaruhi arus kas, yaitu: (1) *Operating versus capital expenditure*, menurut akuntansi, pengeluaran yang diperkirakan

mempunyai masa manfaat dalam beberapa periode akuntansi, tidak akan dikurangkan langsung ke pendapatan pada periode terjadinya, tetapi akan ditangguhkan dan akan dikurangkan atau dibebankan ke pendapatan beberapa periode yang akan datang, yang diperkirakan menerima manfaat dari pengeluaran tersebut. Sebaliknya, arus kas hanya memperhatikan saat terjadinya transaksi tunai (*cash basis*) (2) Biaya-biaya non kas, beberapa jenis biaya yang bersifat non kas, seperti penyusutan dan amortisasi akan dikurangkan dari pendapatan untuk memperoleh *earnings* (3) *Accrual versus cash revenue and expenses*, adanya perbedaan waktu antara pengakuan transaksi secara *accrual* dengan penerimaan atau pembayaran tunai akan menyebabkan perbedaan antara pendapatan dan biaya.

1. Hubungan Arus Kas Dari Aktivitas Operasi dengan Return Saham

Aktivitas operasi adalah aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan (*principal revenue activities*) dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan pendanaan, umumnya berasal dari transaksi dan peristiwa lain yang mempengaruhi penetapan laba atau rugi bersih, dan merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasi perusahaan 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.

Livnat dan Zarowin (1990) yang menguji komponen arus kas menemukan bukti bahwa komponen arus kas mempunyai hubungan yang lebih kuat dengan return saham dibanding hubungan total arus kas dengan return. Ini terlihat dari model penelitian yang menunjukkan *unexpected cash flows* atau *outflows* dari operasi dalam periode tertentu akan mempengaruhi harga saham melalui pengaruhnya pada arus kas, sehingga diharapkan komponen arus kas dari operasi mempunyai hubungan yang signifikan dengan return saham. Hasil penelitian Ali (1994) dengan model non linear memberikan bukti adanya nilai tambah kandungan informasi arus kas operasi untuk kelompok perusahaan dengan nilai *absolute unexpected cashflows from operations* yang tinggi.

H1 : Diduga perubahan arus kas dari aktivitas operasi berpengaruh terhadap *expected return* saham.

2. Hubungan Antara Arus Kas dari Aktivitas Investasi Terhadap Return Saham

Aktivitas investasi adalah aktivitas yang menyangkut perolehan atau pelepasan aktiva jangka panjang (aktiva tidak lancar) serta investasi lain yang tidak termasuk dalam setara kas, mencakup aktivitas meminjamkan uang dan mengumpulkan piutang tersebut serta memperoleh dan menjual investasi dan aktiva jangka panjang produktif. Aktivitas investasi mencerminkan pengeluaran kas sehubungan dengan sumber daya yang bertujuan untuk menghasilkan pendapatan dan arus kas masa depan. Miller dan Rock (1985) melakukan pengujian mengenai pengaruh investasi pada return saham. Hasil studi ini menemukan bahwa peningkatan investasi berhubungan dengan peningkatan arus kas masa yang akan datang dan mempunyai pengaruh positif dengan *return* saham pada saat pengumuman investasi baru.

H2 : Diduga perubahan arus kas dari aktivitas investasi berpengaruh terhadap *expected return* saham.

3. Hubungan Antara Arus Kas Pendanaan Dengan Return Saham

Aktivitas pendanaan adalah aktivitas yang mengakibatkan perubahan dalam jumlah serta komposisi ekuitas dan pinjaman perusahaan. Arus kas pendanaan berguna untuk memprediksi klaim terhadap arus kas masa depan oleh para pemasok modal perusahaan. Miller dan Rock (1985) dengan *signaling theory* menjelaskan bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap pengumuman pendanaan dari kas karena akan berpengaruh terhadap arus kas dari operasi yang lebih rendah untuk masa yang akan datang, selain itu ia juga mengidentifikasi adanya sinyal lain yang berpengaruh terhadap arus kas dari pendanaan yaitu perubahan dividen yang sangat erat hubungannya dengan return saham.

H3 : Diduga perubahan arus kas dari aktivitas pendanaan berpengaruh terhadap *expected return* saham.

METODE PENELITIAN

1. Sampel dan Data

Populasi penelitian ini diambil dari seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ sejak tahun 2002-2007. Pemilihan sampel penelitian dilakukan secara *purposive sampling*, yaitu populasi yang dijadikan sample merupakan populasi yang memenuhi kriteria tertentu dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan termasuk kategori industri *Textile Mill Products, Apparel and Other Textile Products, dan Automotive and Allied Products* berdasarkan klasifikasi ICMD yang terdaftar di BEJ sebelum 31 Desember 2002 dan tetap terdaftar sampai tahun 2007. Hal ini untuk memperoleh data yang berkesinambungan.
- b. Perusahaan tidak *delisting* selama periode 2002-2007 dan tahun buku berakhir tanggal 31 Desember.
- c. Saham perusahaan aktif diperdagangkan selama tahun 2002-2007.

Sampel yang digunakan termasuk kelompok perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ. Hal ini didasarkan pada beberapa alasan yang menyangkut ketersediaan data, perbedaan karakteristik, dan sensitifitas terhadap kejadian.

Perusahaan yang terdaftar di BEJ berarti laporan keuangannya telah terpublikasi sehingga ketersediaan dan kemudahan memperoleh data dapat terpenuhi. Penggunaan kelompok industri yang sama yaitu kelompok aneka industri dalam industri pemanufakturan dimaksudkan untuk menghindari perbedaan karakteristik antara perusahaan manufaktur dan non manufaktur. Selain itu perusahaan manufaktur juga memiliki tingkat sensitifitas yang

tinggi terhadap setiap kejadian baik intern maupun ekstern perusahaan, Pemilihan sampel hanya pada perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan dimaksudkan agar diperoleh distribusi yang lebih terkonsentrasi sehingga dapat diperoleh parameter yang relatif efisien dan memiliki varians yang lebih kecil.

Setelah dilakukan seleksi terhadap sampel berdasarkan *purposive sampling* diperoleh total akhir sampel sebanyak 34 perusahaan. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang meliputi laporan keuangan publikasian tahunan yang telah di audit (*annual report*) yang terdiri dari neraca, laba rugi, dan laporan arus kas selama tahun 2002-2007. Data mengenai total arus kas masing-masing aktivitas diperoleh dari laporan arus kas, data mengenai angka laba kotor diperoleh dari laporan laba rugi, dan data total aktiva diperoleh dari neraca. Laporan arus kas yang digunakan disini adalah laporan arus kas dengan metode langsung karena kelompok utama dari penerimaan biaya dan pengeluaran kas diungkapkan dan metode ini yang dianjurkan oleh FASB dan PSAK No.2.

2. Pengukuran Variabel dan Model Penelitian

Variabel independen disini adalah arus kas dari aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan, diproxy dari total arus kas dari masing-masing aktivitas tersebut yang terdapat didalam laporan arus kas perusahaan.

Variabel independen disini adalah *expected return* saham. Pada penelitian ini *expected return* dihitung dengan Model Pasar (*Market Model*) yang merupakan bentuk dari Model Indeks Tunggal dengan batasan yang lebih sedikit. Perbedaan model pasar dengan model indeks tunggal terletak pada asumsinya. Pada model indeks tunggal diasumsikan $cov(e_i, e_j) = 0$ sedangkan di model pasar asumsi ini tidak dipakai karena kenyataannya sekuritas berkorelasi satu dengan lainnya sehingga kecepatan menurunnya risiko dengan bertambahnya aktiva akan semakin lambat, membuat model pasar lebih realistis. Berdasarkan model pasar, *expected return* dirumuskan sebagai berikut:

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i E(RM)$$

Dimana:

$E(R_i)$ = Return ekspektasi sekritas ke-i

α_i = Nilai ekspektasi dari *return* sekuritas yang independen terhadap *return* pasar

β_i = Beta yang merupakan koefisien yang mengukur perubahan R_i akibat dari perubahan RM (sensitifitas perubahan *return* harian saham terhadap *return* pasar)

$E(RM)$ = Tingkat *return* dari indeks pasar (*return* yang merupakan prosentase perubahan IHSG)

Pemilihan market model karena secara teoritis model ini memiliki potensi untuk menghasilkan tes statistik yang lebih kuat dibandingkan model statistik yang lebih sederhana (*mean adjusted* atau *market adjusted return*). Varians dari return akan berkurang dengan menghilangkan bagian dari return saham yang terkait dengan variasi return pasar, sehingga kemampuan model untuk mendeteksi pengaruh event akan semakin baik. Kelebihan market model bergantung pada koefisien determinasi (R^2) dari regresinya. Semakin tinggi koefisien determinasinya, pengurangan nilai varians dari return akan semakin besar dan sebaliknya (Kurniawan : 2000).

Metode analisis yang digunakan untuk membuktikan hipotesa adalah metode statistik regresi linear berganda. Analisis regresi bertujuan untuk mencari adanya hubungan antara variabel dependen dengan satu atau lebih variabel independen. Pengujian hipotesadilakukan dengan uji t dan uji F. Namun sebelum dilakukan uji asumsi klasik regresi terlebih dahulu agar model regresi dapat menghasilkan penduga yang tidak bias (sahih).

HASIL ANALISIS

1. Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Untuk menguji data berdistribusi normal atau tidak dilihat dari grafik plot linear dan histogram. Grafik histogram menunjukkan pola yang mendekati bentuk bel dan plot linear memperlihatkan data yang bergerak mengikuti garis linear diagonal sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal dan memenuhi asumsi normalitas.

Uji Otokorelasi

Untuk mengetahui adanya otokorelasi dapat dideteksi dengan menggunakan Durbin Watson statistik. Menurut Ghozali (2002) apabila nilai DW lebih besar dari pada batas atas (du) maka tidak terdapat otokorelasi pada model regresi. Berdasarkan tabel d-Durbin Watson dengan menggunakan $n = 204$ dengan parameter $k = 5$, menunjukkan nilai $du=1,78$ dan $dL=1,57$ sedangkan nilai DW dari hasil regresi diperoleh angka sebesar 2,314. Ini berarti nilai DW $2,314 >$ dari du 1,78 sehingga model regresi bebas otokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan situasi dimana dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Menurut Ghozali (2002) deteksi heteroskedastisitas dapat dilihat dari grafik Scatterplot. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Dari grafik Scatterplot yang dihasilkan terlihat hampir semua titik menyebar secara acak, tidak membentuk pola tertentu yang jelas serta tersebar diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y sehingga disimpulkan model regresi bebas heteroskedastisitas.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas yang ditunjukkan dengan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance Value*. Dari hasil regresi diketahui bahwa ada beberapa variabel independen dalam model regresi yang menunjukkan gejala multikolinearitas yakni dengan nilai VIF diatas 10 dan tolerance variance dibawah 0,10. Variabel tersebut adalah arus kas operasi dan arus kas pendanaan, sehingga salah satu dari variabel tersebut harus dikeluarkan dari model. Selain itu sejumlah observasi yang memiliki nilai sangat ekstrim (*outlier*) juga ditransformasi dari model agar tidak mengganggu tingkat prediksi dari model. Observasi yang outlier tersebut dapat dideteksi dari tabel casewise.

Setelah dilakukan transformasi variabel dan sejumlah observasi yang outlier diperoleh model yang tepat dan layak untuk menghasilkan nilai parameter penduga. Untuk analisis selanjutnya variabel arus kas pendanaan tidak diikutsertakan lagi dalam analisis baik secara individual maupun secara parsial dan jumlah observasi kini menjadi 198.

2. Pengujian Hipotesa

Dari koefisien determinasi kuadrat diketahui bahwa hanya 8,20% tingkat *expected return* yang dapat dijelaskan oleh keempat variabel independennya dalam bentuk hubungan linear sedangkan 91,80% dijelaskan oleh faktor lain diluar model.

Hubungan variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen dapat dilihat dari nilai F hitung dan signifikansinya. Dari hasil pengolahan data diperoleh nilai F hitung 4,327 yang lebih besar dari nilai F tabel 2,42. Sedangkan nilai signifikan yang diperoleh adalah 0,002 lebih kecil dari taraf keyakinan 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa arus kas operasi, arus kas investasi perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap *expected return*.

TABEL 1
KOEFISIEN REGRESI

Keterangan	Koefisien	T	Sig.
Konstanta	0,033	1,528	0,128
Arus Kas Operasi	-0,012	-0,077	0,939
Arus Kas Investasi	-0,167	-2,108	0,036

Berdasarkan di atas persamaan regresi yang dapat diperoleh adalah:

$$Y_{it} = 0,033 - 0,012 \text{ 1it } \chi - 0,167 \text{ 2it } \chi + 0,619 \text{ 4it } \chi$$

Dari persamaan regresi diatas dapat disimpulkan bahwa arus kas operasi, arus kas investasi, dan *size* perusahaan memiliki hubungan yang berlawanan arah dengan *expected return* saham. Artinya setiap kenaikan Rp.1,- arus kas operasi, arus kas investasi, dan *size* perusahaan akan menyebabkan penurunan pada *expected return* saham sebesar nilai koefisiennya masing-masing. Sedangkan laba kotor memiliki hubungan yang searah dengan *expected return* saham, dimana setiap kenaikan Rp.1,- laba kotor juga akan menyebabkan kenaikan pada *expected return* saham sebesar nilai koefisiennya. Berdasarkan persamaan diatas nampak bahwa arus kas investasi memiliki nilai signifikansi yang lebih kecil dari taraf keyakinan 0,05 dan nilai t-hitung yang dihasilkan ketiga variabel tersebut berada diluar daerah kritis (diluar nilai t-tabel -1,96 sampai +1,96), sehingga dapat disimpulkan terdapat pengaruh yang signifikan antara perubahan arus kas dari aktivitas investasi terhadap *expected return* saham perusahaan.

Sedangkan untuk variabel arus kas operasi menghasilkan nilai signifikansi yang lebih besar dari nilai 0,005 dan nilai t-hitung berada di daerah kritis (diantara nilai t-tabel -1,96 sampai +1,96), ini berarti H1 ditolak dan dapat disimpulkan pula perubahan arus kas dari aktivitas operasi tidak berpengaruh terhadap *expected return* saham perusahaan.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris mengenai adanya pengaruh kandungan informasi komponen laporan arus kas terhadap *expected return* saham.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penelitian ini berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara arus kas dari aktivitas investasi terhadap *expected return* saham. Hasil ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Miller dan Rock (1985), Livnat dan Zarowin (1992), dan Ferry (2004). Dari penelitian ini dapat disimpulkan bahwa dalam menentukan *expected return* dari investasinya, investor juga menggunakan informasi arus kas operasi sebagai ukuran kinerja dan menilai prospek perusahaan dimasa depan.

Keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini menyangkut beberapa hal diantaranya keterbatasan data, kemungkinan kesalahan dalam metode pengambilan sampel, spesifikasi model return, dan asumsi-asumsi yang dilakukan sebelumnya. Periode penelitian ini yang hanya meliputi 6 tahun pengamatan menjadi keterbatasan karena menyangkut keterbatasan data yang berhasil dikumpulkan. Hal ini menjadikan daya komparabilitasnya sangat rendah jika dibandingkan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rayburn (1986) yang mengambil periode pengamatan selama 20 tahun.

Sampel diambil dari dua jenis industri yang menghasilkan produk yang berbeda, ini mungkin menimbulkan perbedaan tingkat kepentingan akan informasi laba oleh investor. Selain itu *return* yang digunakan dibentuk berdasarkan nilai-nilai *return* selama setahun. Disarankan kepada penelitian selanjutnya untuk menggunakan *return* harian dan bulanan atau *return* sebelum dan sesudah publikasi laporan keuangan sehingga perbedaan *return* yang dihasilkan akibat informasi lebih nampak.

Dari nilai statistik yang diperoleh terlihat bahwa variabel-variabel independen yang digunakan memberikan pengaruh terhadap variabel dependen yaitu *expected return* namun pengaruh ini masih lemah bila dibandingkan dengan yang seharusnya. Untuk itu bagi para investor yang akan menggunakan

informasi dari penelitian ini perlu mempertimbangkan faktor fundamental lainnya, agar tidak terjadi kesalahan dalam mengambil keputusan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Ali, Ashig. *The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operation and Cash Flows. Journal of Accounting Research*. Vol 32 No 1 (Spring) : 61-67. 1994
- Asyik, Nur Fadrijh. *Tambahan Kandungan Informasi Rasio Arus Kas. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 2 No 2 (Juli): 230-250. 1999
- Atmini, Sari. *Asosiasi Siklus Hidup Perusahaan dengan Incremental Value Relevance Informasi Laba dan Arus Kas. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 3 No 1 (Januari) : 54-68. 2002
- dan Wuryana. *Manfaat Laba dan Arus Kas Untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress pada Perusahaan Textile Mill Products dan Apparel and Other Textille Products yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Simposium Nasional Akuntansi VIII* (Solo): 460-475. 2005
- Baridwan, Zaki. *Analisis Nilai Tambah Informasi Laporan Arus Kas. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol 12.2 : 1-14. 1997
- Barth, Mary E, Cram Donald P, dan Nelson Karen K. *Accruals and The Prediction of Future Cash Flows. The Accounting Review*. Vol 76 No 1 (Januari) : 27-58. 2001
- Bathke, Wallen, Kenneth S Lorek and G Lee Willinger. *Firm Size and the Predictive Ability of Quarterly Earnings Data. The Accounting Review*. Vol LXIV No 1 : 49-69. 1989

204 Jurnal Akuntansi, Volume 8, Nomor 3, September 2008 : 189 - 208

Bowen, Robert M. The Incremental Information Content of Accrual Versus Cash Flows. *The Accounting Review* : 723-747. 1987

Charitou, A., Clubb, C. D., & Andreou, A. The Value Relevance of Earnings and Cash Flows: Empirical Evidence for Japan. *Journal of Internatioanl Financial Management & Accounting* 11: 1-22. 2000

Cooke TE. *Disclosure in The Corporate Annual Report of Swedish Companies*. Accounting Business Research 19 (Spring). 1989

Diana, Shinta Rahma dan Indra Wijaya Kusuma. Pengaruh Faktor Kontekstual Terhadap Kegunaan Earnings dan Arus Kas Operasi dalam Menjelaskan Return Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 7 No 1 (Januari) : 74-93. 2004

Elthon, Edwin J. Expected Return, Realized Return, and Asset Pricing Tests. *The Journal of Finance*. Vol LIV No 4 (August) : 1199-1220. 1999

FASB. *Statement of Cash Flow (SFAS No. 95)*. November. 1987

Febrianto, Rahmat dan Erna Widiastuty. Tiga Angka Laba Akuntansi : Mana yang Lebih Bermakna Bagi Investor?. *Simposium Nasional Akuntansi VIII* (Solo) : 159-169. 2005

Ferry dan Erna Eka Wati. 2004. Pengaruh Informasi Laba, Aliran Kas, dan Komponen Aliran Kas Terhadap Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi VII* (Denpasar) :1122-1133. 2004

Hartono, Jogyianto. 2003. *Teori Potofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPFE UGM. 2003

- Hasan, M Iqbal. *Pokok-pokok Materi Statistik 2 (Statistik Inferensif)*. Edisi Kedua. Jakarta: PT Bumi Aksara. 2003
- *Analisis Data Penelitian Dengan Statistik*. Jakarta: PT Bumi Aksara. 2004
- Hastuti, Ambar Woro dan Bambang Sudiby. *Pengaruh Publikasi Laporan Arus Kas Terhadap Volume Perdagangan Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 1 No 2 (Juli) : 239-254.1998
- Hassabelnaby, H. R., & Said, A. A. *The Information Content of Accounting Earnings and Cash Flows Measures of Performance: The Role of The Cash Recovery Rate*. Forum Paper, Table 20, Financial Accounting & Reporting. 2001
- Hermawan, Ancella dan Nuranto Hadyansah. 2002. *Analisa Pengaruh Format Metode Langsung Dalam Laporan Arus Kas Terhadap Return Saham*. *Simposium Nasional Akuntansi V* (Semarang): 102-111. 2002
- Ikatan Akuntan Indonesia (IAI). *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan Indonesia No. 2*. Buku Satu. Jakarta: Salemba Empat. 2002
- Keller, Gerald and Brian Warrach. *Statistics for Management and Economics*. ITP Publishing Company. 1997
- Kieso, Donald E and Jerry J Weygandt. *Intermediate Accounting*. Fourth Edition. New York: John Willey and Sons. 1995
- Kothari SP and Charles E Wisley. *Measuring Security Price Performance in Size- Clustered Samples*. *The Accounting Review*. Vol LXIV No 2 (April): 228-249. 1989

Kurniawan, Heribertus dan Nur Indriantoro. Analisis Hubungan Antara Arus Kas Dari Aktivitas Operasi dan Data AkruaI Dengan Return Saham: Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol 2 No 3 (Desember): 207-224. 2000

Kusuma, Poppy Dian Indira. Nilai Tambah Kandungan Informasi Laba dan Arus Kas Operasi. *Simposium Nasional Akuntansi VI* (Surabaya): 304-313. 2003

Linda dan Fazli Syam. Hubungan Laba Akuntansi, Nilai Buku, dan Total Arus Kas dengan Market Value: Studi Akuntansi Relevansi Nilai. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 8 No 3 : 286-309. 2005

Livnat J and P Zarowin. The Incremental Information Content of Cash Flows Components. *Journal of Accounting and Economics* 13: 25-46. 1990

Miller, Merton and Kevin Rock. *Dividend Policy Under Asymmetric Information*. *Journal of Finance* 4: 1031-1052. 1985

Miswanto dan Suad Husnan. The Effect of Operating Leverage, Cyclicalitv, and Firm Size on Business Risk. Gadjah Mada. *International Journal of Business*. Vol 1 No 1 (Mei) : 29-43. 1999

Parawiyati dan Zaki Baridwan. 1998. Kemampuan Laba dan Arus Kas Dalam Memprediksi Laba dan Arus Kas Perusahaan Go Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 1 No 1 (Januari): 1-11.

Pradhono dan Yulius Jogi Crhristiawan. Pengaruh Economic Value Added, Residual Income, Earnings dan Arus Kas Operasi Terhadap Return yang Diterima Oleh Pemegang Saham (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol 6 No 2 (November) : 140-166. 2004

- Rayburn, Judy. The Association of Operating Cash Flows and Accruals With Security Returns. *Journal of Accounting Research*: 112-138. 1986
- Rohman, Abdul. Pengaruh Arus Kas Operasi dan Laba Akuntansi Terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham Emiten di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi IV* (Bandung): 70-87. 2001
- Sari, Sekar Mayang. Analisis Terhadap Relevansi Nilai (Value Relevance) Laba, Arus Kas, dan Nilai Buku Ekuitas: Analisa Diseputar Periode Krisis Keangan 1995-1998. *Simposium Nasional Akuntansi VIII* (Denpasar): 862-876. 2004
- Suadi, Arief. Penelitian Tentang Manfaat Laporan Arus Kas. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol 13 No 2: 91-97. 1998
- Supratikno, Novi Indriana dan Jogiyanto Hartono. Pengaruh Atribut Perusahaan Terhadap Relevansi Laba dan Arus Kas. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 8 No 3 (September): 211-234. 2005
- Syarif. Peranan Informasi Arus Kas : Studi Sebelum dan Sesudah Diberlakukannya PSAK No 2 Serta Hubungannya Dengan The Bid-Ask Spreads. *Simposium Nasional Akuntansi V* (Semarang): 27-38. 2002
- Tandelilin, Eduardus. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE 2001
- Triyono dan Jogiyanto Hartono. Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas, dan Laba Akuntansi dengan Harga dan Return Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 3 No 1 (Januari): 54-68. 2000

Uyara, Alisani dan Askam Tuasikal. Moderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal Dengan Earnings Response Coeficients. *Simposium Nasional Akuntansi V* (Semarang): 16-26. 2002

Yuniartha, P D'yan dan Widanputra. The Effect of Free Cash Flows to the Relationship Between Investment Returns, Dividend Policy, and Stock Returns. *Simposium Nasional Akuntansi VII* (Denpasar): 187-195. 2004