

RELEVANSI NILAI ARUS KAS OPERASI TERHADAP UNEXPECTED RETURN STUDI DI BURSA EFEK JAKARTA

CHARLES DICKENS GULTOM

KAP Hans Tuanakotta Mustofa Deloitte Touche

The value-relevance of Cash Flow from Operations, as reported under PSAK No. 2, is the object to be examined in this paper. The value-relevance is to be assessed by the cash flow from operations disclosures influencing the investment decisions. The stock price changes around the announcement date represents the investment decisions. The results show that actual cash flow from operation have incremental value-relevance beyond earning. But we found that significance of cash flow from operations is not better than earning.

The second issue, we examine the value-relevance of estimated cash flow from operations. The estimates that readily available from balance sheet and financial statement data. The results show that estimated cash flow from operation have incremental value-relevance beyond earning. But the estimates have no significance when the actual cash flow from operations are included in the analysis. We found that actual cash flow from operations significance better than estimates. This result suggests that cash flow from operation, as reported under PSAK No. 2, should have substituted the role of estimated cash flow for investment decision making.

PENDAHULUAN

Tujuan dari penulisan paper ini adalah untuk menilai relevansi nilai laporan Arus Kas Operasi, yang diungkapkan sesuai dengan Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No. 2 tahun 1994, terhadap kebutuhan investor sebagai pemakai laporan keuangan. Relevansi nilai dari arus kas operasi ini akan dinilai dari tindakan para pelaku pasar. Tindakan para pelaku pasar ini ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham yang dipengaruhi informasi yang tersedia dari pengungkapan arus kas operasi selain laporan laba-rugi akrual dan arus kas operasi yang diestimasi di sekitar tanggal publikasi.

Kreditur dan investor adalah dua kelompok yang dipandang sebagai pemakai laporan keuangan eksternal yang paling pokok dan juga merupakan subjek dalam penelitian ini, karena:

1. Keputusan-keputusan mereka mempengaruhi pengalokasian sumberdaya ekonomi secara signifikan.
2. Informasi yang disediakan bagi kreditur dan investor pada umumnya berguna juga bagi kelompok-kelompok lain yang mempunyai kepentingan dengan aspek keuangan perusahaan yang sama (IAI, Kerangka Dasar Penyusunan dan Penyajian Laporan Keuangan, par 10).

Informasi keuangan bagi pihak eksternal adalah jauh lebih ringkas daripada informasi yang dilaporkan bagi pihak internal. Ringkasan-ringkasan informasi keuangan itu dibuat dalam beberapa laporan.

Jumlah data perusahaan yang potensial untuk disampaikan kepada para pelaku pasar adalah cukup banyak, maka keputusan untuk mengharuskan perusahaan melaporkan komponen informasi yang paling cocok untuk menggambarkan kinerja perusahaan sebenarnya adalah sesuatu yang sulit. Jika dalam Kerangka Dasar Penyusunan dan Penyajian Laporan Keuangan paragraf 7 mencantumkan bahwa Laporan Arus Kas sebagai bagian yang tak terpisahkan dari laporan keuangan untuk setiap periode penyajian laporan keuangan, serta mengisyaratkan bahwa laporan arus kas dari aktivitas operasi sebagai suatu alat pengukur kinerja. Bertolak dari hal tersebut maka adalah perlu untuk menilai pengaruh-pengaruh dari keputusan yang dikeluarkan IAI ini. Keputusan Komite Prinsip Akuntansi Indonesia pada PSAK No. 2 tahun 1994 memberi makna bahwa laporan arus kas tersebut adalah pilihan yang paling tepat dari berbagai macam informasi yang dimiliki perusahaan yang dapat digunakan oleh para investor untuk menilai kinerja perusahaan. Isu ini membutuhkan suatu penelitian untuk menilai pengaruh dari keputusan pengungkapan terpisah laporan arus kas tersebut.

Jika para investor mendapat informasi yang memadai dari pelaporan arus kas yang terpisah dari laba-rugi dan neraca, maka perilaku investor dapat diamati melalui pengembalian pasar sekuritas, lebih khususnya *unexpected return*. Dengan demikian penelitan atas komponen-komponen laporan keuangan tersebut dalam pengaruhnya terhadap *unexpected return* dirumuskan dalam beberapa permasalahan berikut. Pertama, apakah arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan berdasarkan PSAK No. 2 mempunyai relevansi nilai tambahan selain laporan laba-rugi akrual dalam menjelaskan pengembalian pasar sekuritas. Kedua, apakah arus kas dari aktivitas operasi yang diestimasi oleh para investor dengan menggunakan laporan neraca dan laporan laba-rugi mempunyai relevansi nilai terhadap *unexpected return*. Ketiga, untuk meneliti relevansi nilai dari informasi arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan, yang melebihi informasi arus kas dari aktivitas operasi yang diestimasi dengan menggunakan data laporan keuangan yang lain. Bahnson et al. (1996, 9-10), menuliskan bahwa arus kas dari aktivitas operasi yang diestimasi berdasarkan pada asumsi yang salah atas hubungan antara neraca dan laporan laba-rugi yang dapat mengakibatkan estimasi berbeda secara substansial dengan jumlah

arus kas yang aktual.

Permasalahan pertama hanya dibatasi pada penelitian apakah arus kas dari aktivitas operasi berdasarkan PSAK No. 2 tahun 1994 mempunyai relevansi nilai terhadap pengembalian pasar sekuritas. Pemilihan komponen arus kas hanya dari aktivitas operasi dan bukan dengan menggunakan komponen arus kas dari aktivitas pendanaan dan investasi mengacu kepada hasil penelitian yang dilakukan oleh Livnat dan Zarowin (1990) yang menguji kandungan informasi dari komponen arus kas seperti yang direkomendasikan oleh SFAS No. 95. Sampel perusahaan yang dipilih dari *Compustat Annual Industrial File* dan *CRSP monthly File* dengan menggunakan laporan keuangan akhir tahun fiskal. Sampel penelitian sebesar 281 perusahaan dengan menggunakan data keuangan mulai tahun 1974 sampai dengan tahun 1986. Model analisis yang digunakan adalah regresi berganda. Hasil analisis menunjukkan bahwa komponen individu dari arus kas mempunyai hubungan yang berbeda dengan *unexpected return*. Komponen individu dari arus kas operasi kecuali pembayaran pajak mempunyai hubungan yang kuat dengan *unexpected return*. Koefisien individu dari komponen arus kas pendanaan secara umum konsisten dengan teori mengenai informasi asimetris, penerbitan hutang mempunyai hubungan positif dengan *unexpected return*, penerbitan saham biasa mempunyai hubungan positif dengan *unexpected return* tetapi lemah, penerbitan saham preferen mempunyai hubungan negatif dengan abnormal return, dan dividen mempunyai hubungan positif dengan abnormal return. Komponen individu dari arus kas investasi tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan *unexpected return*.

Konsisten dengan studi Bernard et al. (1989) bahwa pemisahan laba bersih menjadi arus kas dari operasi dan laba akrual dapat meningkatkan hubungan dengan abnormal return. Oleh karena itu pemisahan total arus kas dari operasi dan total arus kas dari pendanaan ke dalam komponennya dapat meningkatkan hubungan dengan abnormal return. Hasil ini konsisten dengan teori mengenai perbedaan pengaruh dari transaksi pendanaan dan operasi. Walaupun dari studi tersebut menunjukkan bahwa arus kas dari aktivitas investasi tidak mempunyai hubungan dengan abnormal return.

Permasalahan kedua dan ketiga dibatasi hanya pada penelitian apakah jumlah arus kas yang dibuat berdasar PSAK No. 2 mempunyai relevansi nilai tambah selain jumlah arus kas yang diestimasi dari komponen laporan keuangan lainnya. Dasar untuk membandingkan antara arus kas dari aktivitas operasi yang diestimasi dengan arus kas aktivitas operasi yang diungkapkan dalam laporan keuangan, pertama kali dengan menilai apakah jumlah arus kas yang diestimasi mempunyai relevansi nilai selain earning dalam menjelaskan *unexpected return*, kemudian menilai relevansi nilai dari earning, laporan arus kas yang dilaporkan, serta arus kas dari aktivitas dari operasi yang diestimasi bersama-sama dalam menjelaskan *unexpected return* saham.

Manfaat dari penelitian ini adalah untuk meninjau apakah arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan berdasarkan PSAK No. 2 mempunyai relevansi nilai tambah selain laporan laba-rugi akrual dalam menjelaskan

pengembalian pasar sekuritas serta melihat apakah relevansi nilai dari informasi arus kas dari aktiva operasi yang dilaporkan secara terpisah, melebihi informasi arus kas dari aktivitas operasi yang diestimasi dengan menggunakan data laporan keuangan yang lain sehingga informasi arus kas dari aktivitas operasi dapat digunakan sebagai pengukur kinerja dalam mengevaluasi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas di masa depan serta memungkinkan investor dan kreditor mengidentifikasi perusahaan yang paling produktif dengan lebih tepat. Dengan kata lain bahwa laporan arus kas dapat menggantikan fungsi dari arus kas yang biasa diestimasi secara bebas oleh pemakai laporan keuangan serta memberikan nilai tambahan selain laporan laba akuntansi akrual.

RELEVANSI NILAI TAMBAHAN ARUS KAS OPERASI

Laba-Rugi Akuntansi Akrual dan Arus Kas Operasi

Efisiensi manajemen dalam keagenan menggunakan laba akrual sebagai alat pengukur yang tercermin dalam tingkat hasil pengembalian atas investasi (*Rate of Return on Investment*). Tingkat ini diperoleh dengan membagi laba bersih dengan modal saham (tingkat hasil pengembalian atas investasi pemegang saham) atau dengan membagi laba bersih ditambah bunga (setelah dikurangi pajak) dengan total kapitalisasi perusahaan termasuk hutang jangka panjang dan modal sendiri (tingkat hasil pengembalian atas total ekuitas). Hal ini menunjukkan bahwa laba akuntansi akrual memberikan informasi yang memadai bagi investor. Terlebih lagi *FASB Statement of Financial Accounting Concept No. 1* menyatakan bahwa "laba akuntansi merupakan pengukur yang baik atas prestasi perusahaan dan bahwa laba akuntansi dapat digunakan dalam prediksi arus kas yang akan datang. Hal ini menunjukkan bahwa laba akrual sebagai alat ramal yang baik bagi investor dan kreditor.

FASB Statement of Financial Accounting Concept No. 1 menyatakan bahwa "sasaran utama penyaji laporan keuangan adalah informasi tentang prestasi perusahaan yang disajikan melalui pengukuran laba dan komponennya." Berkaitan dengan pengukuran laba ini, penelitian yang dilakukan oleh Pankoff dan Virgil (1970) menyimpulkan bahwa terdapat pendapat yang hampir sama di antara para analis, yang menyatakan bahwa laba per lembar saham (*earning per share*) dan penjualan merupakan informasi yang paling penting dari semua informasi keuangan yang biasanya tersedia.

Hingga saat ini, banyak partisipan pasar yang memandang laporan laba rugi akuntansi akrual sebagai informasi terbaik dalam menilai prospek arus kas di masa depan, dan bahkan lebih baik dari laporan arus kas. Walaupun laporan arus kas menunjukkan hubungan yang kuat tentang penerimaan dan pengeluaran kas perusahaan pada tahun berjalan. Pandangan ini didasari bahwa laporan keuangan yang hanya menunjukkan penerimaan dan pengeluaran kas dalam periode yang singkat, misalnya satu tahun akuntansi, tidak cukup mengindikasikan apakah kinerja suatu perusahaan berhasil atau tidak. Sedangkan informasi tentang laba-rugi perusahaan dan komponen-

komponennya yang diukur dengan menggunakan sistem akuntansi akrual memberikan indikasi yang lebih baik mengenai kinerja perusahaan.

Akuntansi dasar akrual menyediakan informasi mengenai arus kas perusahaan dimasa depan dengan melaporkan arus kas masuk dan keluar yang berhubungan dengan aktivitas operasi perusahaan segera setelah arus kas tersebut dapat diestimasi dengan tingkat kepastian yang dapat diterima, dan bukan pada saat kas diterima atau dibayarkan. Bearer (1989) mengungkapkan bahwa akrual mencerminkan ekspektasi manajemen tentang aliran kas di masa datang dan lagi sistem ini didasarkan pada informasi yang lebih lengkap daripada laporan arus kas waktu lampau dan saat ini. Brown et al. (1968) menemukan hubungan yang signifikan antara signal perubahan harga dengan signal perubahan laba-rugi. Berdasarkan penelitian empiris yang dilakukan, Bearer mengemukakan kesimpulan yang mendukung kekuatan laporan laba-rugi akrual dibanding laporan arus kas sebagai berikut:

1. Perubahan harga sekuritas dan perubahan laba-rugi menunjukkan adanya korelasi positif yang signifikan.
2. Walaupun kedua korelasinya signifikan tetapi hubungan keduanya tidaklah bersifat *one to one* dalam artian secara umum harga sekuritas bergerak dengan arah yang sama dengan gerakan laba-rugi tetapi tidak sama besarnya.
3. Perubahan harga lebih berhubungan dengan perubahan laba-rugi dari pada arus kas, hal ini sangat sesuai dengan pernyataan bahwa laba-rugi merupakan indikator yang lebih baik untuk menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas daripada laporan arus kas itu sendiri.

Beberapa peneliti mempertanyakan kelemahan-kelemahan relevansi nilai dari laba-rugi akuntansi yang berdasar akrual karena penekanannya pada informasi historis. Pos-pos perhitungan rugi-laba dan neraca yang diukur atas dasar akrual, biasanya dianjurkan dan diterima dengan alasan bahwa pos-pos itu menghasilkan pengukuran yang berguna mengenai efisiensi perusahaan dan informasi yang relevan untuk peramalan kegiatan perusahaan dan pembayaran deviden pada masa datang. Karena bias yang diakibatkan oleh prosedur alokasi dan harga-harga transaksi historis, maka terdapat keraguan apakah memang metode akuntansi tradisional sudah memadai untuk melaporkan kegiatan ekonomi yang rumit dewasa ini.

Berkaitan dengan perspektif informasional, ada beberapa orang yang berpendapat bahwa laporan keuangan sebaiknya didasarkan pada *cash flow*. Alasan terhadap hal ini menurut Hawkins(1977) karena :

1. Ada hubungan langsung yang logis antara *cash flow* masa lalu dengan *cash flow* masa datang karena adanya kesamaan sifat dari keduanya.
2. *Cash flow* menawarkan suatu sistem yang lebih sederhana.
3. *Accounting earning* dipandang lebih *misleading* dibanding *cash flow*.

Terlebih lagi, Bruns et al. (1990) dan juga Burton (1981) lebih setuju *cash flow* daripada *accounting earning*. Mereka menyatakan bahwa dengan dasar akrual ada kesulitan untuk membandingkan laba antar perusahaan karena

tersediaanya beberapa alternatif metode akuntansi yang disediakan oleh standar (baik GAAP, IAS maupun SAK). Hal ini memberi peluang bagi para manajer untuk memanipulasi laba agar sesuai dengan tujuan-tujuan tertentu, atau yang dikenal dengan *Income Smoothing* (perataan laba). Selain hal tersebut, peran laba sebagai alat peramal juga mendorong penggunaan perataan laba periodik. Hedriksen berpendapat bahwa *Income Smoothing* menyembunyikan lebih banyak informasi daripada mengungkapkannya.

Bowen et al. (1987) melakukan penelitian mengenai manfaat data arus kas yaitu menguji apakah data arus kas merupakan prediktor yang lebih baik dibandingkan laba dalam memprediksi arus kas masa yang akan datang. Dengan menggunakan model regresi, hasil analisis menyatakan bahwa data arus kas secara signifikan meningkatkan kemampuan dalam menjelaskan risiko pasar. Hasil penelitian ini konsisten dengan studi yang dilakukan oleh Rayburn (1986) yang menguji kandungan informasi data arus kas dari operasi dan laba akrual, dengan *return* saham. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi dari *operating cash flow* dan *aggregate accrual*, sedangkan untuk *non current accrual* tidak mempunyai kandungan informasi dalam mengestimasi arus kas di masa datang.

Model regresi linier dan non-linier digunakan oleh Ali (1994) dalam menguji kandungan informasi dari laba, modal kerja dari operasi, dan arus kas. Sampel yang digunakan berjumlah 8.820 perusahaan untuk periode 1974 hingga 1988. Hasil analisis yang dilakukan dengan model linier regresi menunjukkan bahwa arus kas relatif tidak memiliki kandungan informasi dibanding laba dan modal kerja dari operasi. Sementara analisis yang dilakukan dengan menggunakan model non-linier menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara variabel independen laba, modal kerja dari operasi, dan arus kas dengan *return* saham. Hal ini berarti bahwa ketiga variabel tersebut mempunyai tambahan kandungan informasi bila dianalisa dengan menggunakan model non-linier.

Selain penelitian-penelitian tersebut di atas, di Indonesia juga telah beberapa kali dilakukan penelitian yang berkaitan dengan kandungan informasi laporan arus kas dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Penelitian yang dilakukan oleh Baridwan (1997), yang mengevaluasi informasi yang dihasilkan dalam laporan arus kas, apakah ada hubungan atau kecenderungan yang sama antara informasi dalam arus kas dengan yang ada dalam laporan laba rugi. Penelitian ini menggunakan 62 perusahaan yang terdaftar di BEJ sebagai sampel. Metode statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis dengan menggunakan korelasi parametrik dan *Wilcoxon Signed Rank Test*. Hasil analisis menunjukkan bahwa pengungkapan informasi arus kas ternyata memberikan nilai tambah bagi para pemakai laporan keuangan. Informasi yang terdapat dalam laporan arus kas, walaupun berkorelasi tinggi dengan informasi laba ternyata berbeda secara signifikan. Oleh karena itu, informasi arus kas perlu diungkapkan terpisah. Implikasi hasil dari penelitian menolak pendapat yang menyatakan tidak perlunya informasi arus kas bagi pemakai laporan keuangan.

Sedangkan Triyono (1998) menguji kandungan informasi arus kas dan laba akuntansi dalam hubungannya dengan harga atau *return* saham. Pengujiannya dilakukan dengan memisahkan komponen arus kas dari aktivitas operasi, pendanaan dan investasi dan sampel yang digunakan sebanyak 54 perusahaan manufaktur yang telah *go-public*. Dengan menggunakan alat analisis regresi berganda, hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa penggunaan model *levels* tidak menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara total arus kas dengan harga saham, namun pemisahan total arus kas kedalam tiga komponen yaitu arus kas dari aktivitas operasi, pendanaan dan investasi dapat ditemukan hubungan yang signifikan dengan harga saham. Sedangkan dengan model *return* peneliti tidak berhasil menolak hipotesis nol yang berarti bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara total arus kas maupun ketiga komponennya dengan *return* saham.

Sementara penelitian Parawiyati dan Baridwan (1998) memperoleh hasil yang berbeda yaitu laba mempunyai peran yang lebih besar daripada arus kas dalam memprediksi laba dengan arus kas tahun mendatang. Data penelitian yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari BAPPEPAM. Sampel yang digunakan adalah laporan keuangan yang diambil secara *purposive random sampling* sebanyak 288 laporan keuangan dari 48 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Dengan menggunakan alat analisis regresi linier diperoleh hasil bahwa melalui koefisien diketahui adanya prediktor laba lebih besar korelasinya dibanding prediktor arus kas dalam memprediksi arus kas masa mendatang.

Salah satu tujuan utama penyajian data mengenai arus kas ialah menyediakan informasi yang diasumsikan akan membantu para investor dan kreditor meramalkan jumlah arus kas yang mungkin terdistribusi pada waktu yang akan datang dalam bentuk dividen atau bunga dan dalam bentuk distribusi likuiditas, dan juga membantu dalam mengevaluasi risiko yang meliputi baik variabilitas yang diharapkan dari hasil pengembalian mendatang maupun kemungkinan insolvabilitas. Oleh karena itu, data arus kas dianggap menyajikan informasi utama dalam mengevaluasi harga pasar surat-surat berharga.

Wahyuni (1998) dalam penelitiannya yang menganalisa kandungan informasi laporan arus kas di BEJ dengan menggunakan sampel sebanyak 88 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 1996. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa informasi laporan arus kas dalam kondisi baik *good news* (perubahan komponen laporan keuangan yang positif) maupun *bad news* (perubahan komponen laporan keuangan yang negatif) secara signifikan tidak berhubungan dengan peningkatan maupun penurunan *return* saham.

Arus Kas Operasi yang Diestimasi

Laporan neraca dan laporan laba rugi akuntansi akrual biasanya juga digunakan oleh partisipan pasar untuk mengestimasi arus kas. Siapa saja yang mempunyai informasi neraca dan informasi lainnya dapat melakukan estimasi

ini dikarenakan kemudahan dalam melakukan estimasi tersebut. Oleh sebab itu, kehandalan dari estimasi arus kas dari aktivitas operasi ini mulai diragukan oleh para peneliti terdahulu.

Livnat et al. (1990) melaporkan bahwa tidak terdapat hubungan yang kuat diantara tingkat pengembalian sekuritas dengan arus kas dari aktivitas operasi yang diestimasi. Bahnson et al. (1996) berpendapat kesalahan dalam mengestimasi arus kas dari aktivitas operasi sangat mungkin terjadi. Bahnson menemukan bahwa peneliti terdahulu mempunyai masalah dalam mengestimasi, yakni 16% dari 9.757 sampel laporan keuangan tahunan perusahaan mempunyai perbedaan yang absolut antara arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan terpisah dalam laporan keuangan dengan arus kas dari aktivitas operasi yang diestimasi dan bahkan melebihi 100% dari jumlah yang dilaporkan.

Hal ini menunjukkan bahwa estimasi arus kas dari aktivitas operasi mungkin saja mengandung kesalahan yang substansial. Dilain pihak IAI telah mengeluarkan PSAK No.2 1987 dan FASB mengeluarkan SFAS No. 95 yang mengharuskan perusahaan melaporkan arus kas tahun berjalan. Laporan arus kas ini seharusnya menggantikan posisi dari estimasi arus kas untuk tujuan-tujuan pemakai tersebut.

METODOLOGI PENELITIAN

Pengujian terhadap relevansi nilai dari Arus Kas Operasi dan *Earning* serta Arus Kas Operasi yang Diestimasi terhadap pengembalian pasar sekuritas menggunakan model regresi linier berganda seperti yang digunakan oleh Chang et al. pada penelitiannya pada tahun 1997. *Unexpected return* sebagai variabel dependen menggunakan model pasar. *Unexpected return* adalah perbedaan antara *expected return* dengan *actual return*. *Expected return* dalam penelitian ini didasarkan pada *return* pasar, yang diperoleh dengan menggunakan indeks harga saham gabungan (IHSG) selama 5 hari di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan masing-masing perusahaan. Sedang *actual return* diperoleh dari harga saham perusahaan *j* selama 5 hari sekitar tanggal publikasi laporan keuangan dari masing-masing perusahaan.

Laba akuntansi akrual, arus kas operasi yang dilaporkan dan diestimasi sebagai variabel-variabel independen diuji berdasarkan tingkat (*level*) dan perubahannya (*change*) serta dideflasikan dengan nilai pasar ekuitas perusahaan (*Market Value of Equity*) pada awal tahun (dalam penelitian ini yakni nilai pasar ekuitas perusahaan tahun 1996). Laba yang digunakan untuk memperoleh tingkat laba dan bahan perhitungan dalam estimasi arus kas dari operasi adalah laba sebelum *extraordinary items*, *discontinued operations*, dan *cumulative effects of changes in accounting principles*.

Alasan penggunaan model *change* dan *level* secara bersamaan adalah bahwa dengan menggunakan proxy berganda untuk informasi laba dapat mengurangi kesalahan pengukuran seperti yang terjadi bila menggunakan proxy tunggal, seperti yang diutarakan oleh Brown et al. (1987). Lebih jauh Ali dan

Zarowin (1992) menunjukkan bahwa jika perubahan laba tidak murni permanen, maka dengan memasukkan tingkat laba sebagai variabel independen tambahan akan meningkatkan kemampuan laba dalam menjelaskan *unexpected return* ketika laba diregresikan (baik *level* dan *change*) dengan *unexpected return*. Lebih lanjut Brown, Ali et al. serta Cheng et al. menginterpretasikan jumlah dari koefisien perubahan (a_1) dan tingkat (a_2) laba sebagai koefisien respon terhadap variabel dependen. Dengan alasan tersebut, penulis juga mengkombinasikan koefisien *change* dan *level* dari *earning* (a_1+a_2) untuk menganalisa relevansi nilai dari *earning*, sebagaimana halnya juga pada arus kas operasi yang dilaporkan dan arus kas operasi yang diestimasi.

Pemilihan Sampel dan Sumber Data

Pendekatan sampling dalam penelitian ini adalah dengan *purposive sampling*, dimana sampel sengaja dipilih, dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang dapat mewakili populasinya. Emiten yang terpilih adalah sebanyak 32 perusahaan manufaktur yang sudah *go-public* atau terdaftar di Bursa Efek Jakarta sejak tanggal 1 Januari 1994 hingga 31 Desember 1996 dan telah menyerahkan laporan keuangan auditannya untuk periode tersebut, serta perdagangan sahamnya yang masuk dalam kategori aktif. Dalam hal ini aktif dapat diartikan bahwa saham perusahaan tersebut mempunyai *trading days* di atas 70%. Lebih jauh kriteria yang digunakan oleh BEJ untuk memilih saham emiten yang aktif diperdagangkan didasarkan pada surat edaran PT BEJ No. SE-03/BEJ II-1/I/1994, yaitu apabila frekuensi perdagangan selama tiga bulan sebanyak 75 kali atau lebih.

Poin A pada tabel 1 menguraikan deskripsi statistik variabel-variabel yang digunakan dalam pengujian ini dan poin B menunjukkan korelasi diantara variabel-variabel yang menggunakan Korelasi Koefisien Spearman. Matrik korelasi pada poin B menunjukkan bahwa semua variabel bebas baik pada *level* dan *change* (laba akrual, arus kas operasi yang dilaporkan dan yang diestimasi) mempunyai korelasi positif yang signifikan pada level 0,01 dan 0,05 terhadap variabel dependen *Unexpected return* (R_{jt}), kecuali variabel perubahan laba ($DE_{jt}/P_{jt}-1$) yang signifikan pada level 0,10.

Korelasi antara variabel-variabel laba akrual dengan arus kas operasi juga secara signifikan positif. Korelasi antara variabel-variabel bebas yang positif ini memang dapat memunculkan indikasi bahwa mungkin laporan laba akuntansi akrual telah melingkupi informasi yang diberikan laporan arus kas operasi. Namun mungkin sekali arus kas memainkan peranan tambahan dalam memberikan relevansi penilaian selain laba akuntansi akrual. Dari tabel 1 poin B ini juga menginformasikan bahwa korelasi antara arus kas yang dilaporkan dengan yang diestimasi, baik *level* dan *Change*, cukup tinggi (0,4963 untuk *change* dan 0,4315 untuk *level*). Hal ini menunjukkan, bahwa arus kas yang diestimasi mungkin memberikan informasi yang sama dengan arus kas yang dilaporkan.

TABEL 1

Deskripsi Data dan Kolinieritas

A. Deskripsi Statistik:

Variabel	Mean	Standar Deviasi	Minimum	Maximum
R_{jt}	0.0000428	0.01	-0.026014	0.013510
$\Delta E_{jt}/P_{jt-1}$	0.0987577	0.07	-0.1745	0.1278
E_{jt}/P_{jt-1}	0.0002800	0.21	-0.8243	0.5435
$\Delta OCF_{jt}/P_{jt-1}$	-0.0315677	0.42	-0.9694	1.4254
OCF_{jt}/P_{jt-1}	0.1240823	0.53	-2.4057	0.5696
$\Delta Est. OCF_{jt}/P_{jt-1}$	0.0886502	0.82	-4.1797	1.4962
$Est. OCF_{jt}/P_{jt-1}$	-0.0215263	0.40	-1.5353	0.9641

B. Matrik Korelasi

	R_{jt}	$\frac{\Delta E_{jt}}{P_{jt-1}}$	$\frac{E_{jt}}{P_{jt-1}}$	$\frac{\Delta OCF_{jt}}{P_{jt-1}}$	$\frac{OCF_{jt}}{P_{jt-1}}$	$\frac{\Delta Est. OCF_{jt}}{P_{jt-1}}$	$\frac{Est. OCF_{jt}}{P_{jt-1}}$
R_{jt}	1.0000						
$\Delta E_{jt}/P_{jt-1}$	-0.0748*	1.0000					
E_{jt}/P_{jt-1}	0.0982	0.6642	1.0000				
$\Delta OCF_{jt}/P_{jt-1}$	0.3017	0.2551	0.0359	1.0000			
OCF_{jt}/P_{jt-1}	0.4688	0.0000	0.0246	0.5587	1.0000		
$\Delta Est. OCF_{jt}/P_{jt-1}$	0.3570	0.2141	0.3303	0.4963	0.4828	1.0000	
$Est. OCF_{jt}/P_{jt-1}$	0.2680	0.1844	0.3871	0.1345	0.4315	0.3669	1.0000

* Signifikan pada level 0,10

Relevansi Nilai Arus Kas Operasi yang Dilaporkan dan Laba Akuntansi Akrual

Untuk menjawab permasalahan pertama yang dirumuskan dalam penelitian ini ,yakni menguji relevansi nilai tambahan dari arus kas operasi yang dilaporkan dan laba akuntansi akrual, digunakan model regresi linier berganda sebagai berikut:

$$R_{jt} = \alpha_{0t} + \alpha_{1t} \Delta E_{jt} / P_{jt-1} + \alpha_{2t} E_{jt} / P_{jt-1} + \alpha_{3t} \Delta OCF_{jt} / P_{jt-1} + \alpha_{4t} OCF_{jt} / P_{jt-1} + \epsilon_{jt} \quad (1)$$

di mana:

R_{jt} adalah unexpected return tahunan perusahaan j dalam tahun t
 E_{jt} dan OCF_{jt} adalah earning dan arus kas dari aktivitas operasi perusahaan j dalam tahun t , ΔE_{jt} dan ΔOCF_{jt} adalah Perubahan earning dan arus kas dari aktivitas operasi perusahaan j dalam tahun t . Deflator P_{jt-1} adalah nilai pasar ekuitas perusahaan di awal tahun t .

Multikolinieritas merupakan adanya hubungan diantara variabel-variabel independen dalam model regresi. Dari hasil analisa menunjukkan bahwa nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) dari kedua variabel independen diatas berada di bawah 10 (yakni 2,265 dan 4,080) dan nilai *Tolerance* sebesar 1,769 dan 0,981 berada di atas 0,10. Begitu juga halnya dengan *condition index* sebesar 2,630 dibawah nilai teoritisnya sebesar 10. Dari analisis ini menunjukkan bahwa model regresi linier yang digunakan sebagai dasar analisis tidak terjadi multikolinieritas, sehingga model ini sah untuk dasar analisis penelitian.

Heteroskedastisitas merupakan kasus di mana seluruh faktor gangguan tidak memiliki varian yang konstan. Hasil uji Goldfeld-Quandt memberikan nilai sebesar 1,70 (Tabel 2) yang lebih kecil dari nilai teoritisnya sebesar 2,97 pada level 0,05. Hal ini berarti tidak terjadi heroskedastisitas pada model regresi linier ini, sehingga model ini tidak akan bias sebagai dasar estimasi.

TRISAKTI SCHOOL OF MANAGEMENT

PERPUSTAKAAN
 STIE TRISAKTI
 J A K A R T A

TABEL 2

Hasil dari Model Regresi Linier Kandungan Informasi dari Laba Akuntansi Akrual dan Arus Kas Operasi menurut PSAK No. 2 serta Analisis Multikolinieritas

$$R_{jt} = \alpha_{0t} + \alpha_{1t} \Delta E_{jt}/P_{jt-1} + \alpha_{2t} E_{jt}/P_{jt-1} + \alpha_{3t} \Delta OCF_{jt}/P_{jt-1} + \alpha_{4t} OCF_{jt}/P_{jt-1} + \epsilon_{jt}$$

Variabel Dependen . . *Rjt*

Variabel	Koefisien Beta	Tolerance	VIF	T
$\Delta E_{jt}/P_{jt-1} + E_{jt}/P_{jt-1}$	0,360234	1,768365	2,265	2,581
$\Delta OCF_{jt}/P_{jt-1} + OCF_{jt}/P_{jt-1}$	0,355693	0,980673	4,080	1,812
Konstanta	-0,001673			
R square	0,4957			
Adjusted R ²	0,4210			
F-test	6,6358			
Goldfeld-Quandt	1,7000			
Condition Index	2,6300			
t-table*	1,703			

*) Pengujian t satu-sisi dengan 27 degree of freedom pada level 0,05

Hasil analisis di table 2 di atas menunjukkan koefisien beta dari laba akuntansi akrual secara bersama *level* dan *change* ($\alpha_1 + \alpha_2$) sebesar 0,360 yang menunjukkan proporsi dari laba akuntansi akrual dalam menjelaskan perubahan *unexpected return*. Nilai t statistik sebesar 2,581 yang signifikan pada level 0,05 dan bahkan hingga pada level 0,005. Hal ini menunjukkan bahwa Hipotesa nol (H_0) berhasil ditolak oleh data, dengan kata lain bahwa laba akuntansi akrual mempunyai relevansi nilai yang signifikan terhadap *unexpected return*.

Koefisien beta dari arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan, secara bersamaan *level* dan *change* ($\alpha_3 + \alpha_4$), sebesar 0,356 yang menunjukkan proporsi arus kas operasi yang dilaporkan dalam menjelaskan perubahan *unexpected return*. Nilai t statistik sebesar 1.812 yang signifikan pada level 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa Hipotesa nol (H_0) berhasil ditolak oleh data, dengan kata lain bahwa arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan mempunyai relevansi nilai tambahan yang signifikan dalam hubungannya dengan *unexpected return*.

Model Regresi linier berganda ini dapat menjelaskan sebesar 49,57% varians dari *unexpected return* yang ditunjukkan dengan R-square sebesar 0.49573. Besarnya presentasi ini signifikan dalam menjelaskan varians dari

unexpected return. Signifikansi ini ditunjukkan dengan F-test sebesar 6,636 yang lebih besar dari F-table sebesar 2,73 (level 0,05) dan juga dari F-table sebesar 4,11 (level 0,01) pada degree of freedom 4 dan 27.

Analisis *t-test*, yakni untuk membandingkan koefisien estimasi ($\alpha_1 + \alpha_2$) laba akuntansi akrual dengan arus kas operasi yang dilaporkan ($\alpha_3 + \alpha_4$), menunjukkan nilai t-hitung sebesar -0,8407, yang lebih kecil dari t-table sebesar 1,703 pada pengujian pengujian satu sisi dengan degree of freedom 27 dan level 0,05. Hal ini berarti bahwa Hipotesa nol (H_0) tidak berhasil ditolak, dengan kata lain relevansi nilai arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan tidak lebih kuat dari laba akuntansi akrual dalam hubungannya dengan *unexpected return*.

Relevansi Nilai Tambah Arus Kas Operasi yang Diestimasi, Laba Akuntansi Akrual dan Arus Kas Operasi yang Dilaporkan

Permasalahan kedua dalam penelitian ini, apakah arus kas dari aktivitas operasi yang diestimasi oleh para investor dengan menggunakan laporan neraca dan laporan laba-rugi mempunyai relevansi nilai terhadap *unexpected return*, diteliti dengan menggunakan model yang meregresikan arus kas operasi yang diestimasi dan laba rugi akrual terhadap *unexpected return*.

$$R_{jt} = \phi_{0t} + \phi_{1t} \Delta E_{jt} / P_{jt-1} + \phi_{2t} E_{jt} / P_{jt-1} + \phi_{3t} \Delta \text{EstOCF}_{jt} / P_{jt-1} + \phi_{4t} \text{EstOCF}_{jt} / P_{jt-1} + v_{jt} \quad (2)$$

di mana :

R_{jt} adalah *unexpected return* tahunan perusahaan j dalam tahun t
 E_{jt} dan EstOCF_{jt} adalah earning dan arus kas operasi yang diestimasi perusahaan j dalam tahun t, ΔE_{jt} dan $\Delta \text{EstOCF}_{jt}$ adalah Perubahan earning dan arus kas operasi yang diestimasi perusahaan j dalam tahun t. Deflator P_{jt-1} adalah nilai pasar ekuitas perusahaan di awal tahun t.

Hasil analisis pada Tabel 3 dengan menggunakan alat analisis *VIF*, *Tolerance value* dan *Condition index* menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas pada model kedua ini, sehingga model ini juga sah untuk dasar analisis penelitian. Asumsi heteroskedastisitas juga tidak terjadi pada model regresi linier yang kedua ini karena nilai pengujian Goldfeld-Quandt sebesar 0,76 yang lebih kecil dari nilai teoritisnya sebesar 2,97 pada level 0,05.

TABEL 3
Hasil dari Model Regresi Linier Kandungan Informasi dari Laba Akuntansi Akrual dan Arus Kas Operasi yang Diestimasi serta Analisis Multikolinieritas

$$R_{jt} = \phi_{0t} + \phi_{1t} \Delta E_{jt} / P_{jt-1} + \phi_{2t} E_{jt} / P_{jt-1} + \phi_{3t} \Delta \text{EstOCF}_{jt} / P_{jt-1} + \phi_{4t} \text{EstOCF}_{jt} / P_{jt-1} + v_{jt}$$

Variabel dependen . . R_{jt}

Variabel	Koefisien Beta	Tolerance	VIF	T
$\Delta E_{jt} / P_{jt-1} + E_{jt} / P_{jt-1}$	0,218661	1,914221	2,090	1,559
$\Delta \text{Est.OCF}_{jt} / P_{jt-1} + \text{Est.OCF}_{jt} / P_{jt-1}$	0,511753	1,895573	2,110	3,548
Konstanta	-0,002059			
R square	0,4672			
Adjusted R ²	0,3883			
F-test	5,9195			
Goldfeld-Quandt	0,7600			
Condition Index	1,7680			
t-table*	1,314			

*) Pengujian t satu-sisi dengan 27 degree of freedom pada level 0,10

Hasil analisis di Table 3 di atas menunjukkan koefisien beta dari laba akuntansi akrual secara bersama *level* dan *change* ($\phi_3 + \phi_4$) sebesar 0,219 yang menunjukkan proporsi dari laba akuntansi akrual dalam menjelaskan perubahan *unexpected return*. Nilai t statistik sebesar 1,559 yang signifikan pada level 0,10 tetapi tidak signifikan pada level 0,05.

Koefisien beta dari arus kas dari aktivitas operasi yang diestimasi secara bersamaan, *level* dan *change* ($\phi_3 + \phi_4$), sebesar 0,512 yang menunjukkan proporsi arus kas operasi yang diestimasi dalam menjelaskan perubahan *unexpected return*. Nilai t statistik sebesar 3,548 yang signifikan pada level 0,10 dan bahkan pada level 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa Hipotesa nol (H_0) berhasil ditolak oleh data, dengan kata lain bahwa arus kas dari aktivitas operasi yang diestimasi mempunyai relevansi nilai tambahan dalam hubungannya dengan *unexpected return*.

Model Regresi linier berganda ini dapat menjelaskan sebesar 46,72% varians dari *unexpected return* yang ditunjukkan dengan R-square sebesar 0,4672. Besarnya presentasi ini signifikan dalam menjelaskan varians dari *unexpected return*. Signifikansi ini ditunjukkan dengan F-test sebesar 5,9195 yang lebih besar dari F-table sebesar 2,73 (level 0,05) dan juga dari F-table

sebesar 4,11 (level 0,01) pada degree of freedom 4 dan 27.

Permasalahan ketiga dalam penelitian ini, meneliti relevansi nilai dari informasi arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan yang melebihi informasi arus kas dari aktivitas operasi yang diestimasi dengan menggunakan data laporan keuangan yang lain, diteliti dengan menggunakan model yang meregresikan arus kas operasi yang diestimasi bersama-sama dengan arus kas operasi yang dilaporkan dan laba rugi akrual terhadap unexpected return.

$$R_{jt} = \delta_{0t} + \delta_{1t} \Delta E_{jt} / P_{jt-1} + \delta_{2t} E_{jt} / P_{jt-1} + \delta_{3t} \Delta OCF_{jt} / P_{jt-1} + \delta_{4t} OCF_{jt} / P_{jt-1} + \delta_{5t} \Delta EstOCF_{jt} / P_{jt-1} + \delta_{6t} EstOCF_{jt} / P_{jt-1} + \eta_{jt} \quad (3)$$

dimana:

R_{jt} adalah unexpected return tahunan perusahaan j dalam tahun t
 E_{jt} , OCF_{jt} dan $EstOCF_{jt}$ adalah earning, arus kas operasi yang dilaporkan dan diestimasi perusahaan j dalam tahun t, ΔE_{jt} , ΔOCF_{jt} dan $\Delta EstOCF_{jt}$ adalah Perubahan earning, arus kas operasi yang dilaporkan dan diestimasi perusahaan j dalam tahun t. Deflator P_{jt-1} adalah nilai pasar ekuitas perusahaan di awal tahun t.

Model regresi linier yang ketiga ini dapat dikatakan mengalami multikolinieritas diantara variabel-variabel independenya (terutama arus kas operasi yang dilaporkan dan arus kas yang di estimasi). Dari hasil analisa menunjukkan bahwa nilai VIF dua variabel (Arus kas operasi yang dilaporkan dan diestimasi) dari ketiga variabel independen hampir atau mendekati 10 (yakni 2,383, 9,334 dan 9,637). Begitu juga halnya dengan *condition index Tolerance value* memperkuat terjadinya multikolinieritas diantara variabel arus kas operasi yang dilaporkan dan yang diestimasi. Asumsi heteroskedastisitas yang tidak terjadi pada model ini karena mempunyai nilai Goldfeld yang sama dengan model pertama.

Hasil analisis di table 4 di bawah menunjukkan koefisien beta dari laba akuntansi akrual secara bersama level dan change ($\delta_1 + \delta_2$) sebesar 0,378 yang menunjukkan proporsi dari laba akuntansi akrual dalam menjelaskan perubahan *unexpected return*. Nilai t statistik sebesar 2,581 yang signifikan pada level 0,10 dan bahkan hingga pada level 0,01.

Hal ini menunjukkan bahwa laba akuntansi akrual tetap mempunyai relevansi nilai tambahan dalam hubungannya dengan *unexepected return* ketika diregresikan bersama-sama dengan arus kas operasi yang dilaporkan dan yang diestimasi. Koefisien beta dari arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan, secara bersamaan level dan change ($\delta_3 + \delta_4$), sebesar 0,634 yang menunjukkan proporsi arus kas operasi yang dilaporkan dalam menjelaskan perubahan *un-expected return*. Nilai t statistik sebesar 1.718 yang signifikan pada pada level 0,10 dan level 0,05. Dengan hasil ini dapat dikatakan bahwa arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan tetap mempunyai relevansi nilai tambahan

dalam hubungannya dengan *unexepected return* ketika diregresikan bersama-sama dengan laba akuntansi akrual dan arus kas operasi yang diestimasi.

TABEL 4

Hasil dari Model Regresi Linier Kandungan Informasi dari Laba Akuntansi Akrual Arus Kas Operasi yang dilaporkan dan Arus Kas Operasi yang Diestimasi serta Analisis Multikolinieritas

$$R_{jt} = \delta_{0t} + \delta_{1t} \frac{\Delta E_{jt}}{P_{jt-1}} + \delta_{2t} \frac{E_{jt}}{P_{jt-1}} + \delta_{3t} \frac{\Delta OCF_{jt}}{P_{jt-1}} + \delta_{4t} \frac{OCF_{jt}}{P_{jt-1}} + \delta_{5t} \frac{\Delta EstOCF_{jt}}{P_{jt-1}} + \delta_{6t} \frac{EstOCF_{jt}}{P_{jt-1}} + \eta_{jt}$$

Variabel dependen . . . R_{jt}

Variabel	Koefisien Beta	Tolerance	VIF	T
$\Delta E_{jt}/P_{jt-1} + E_{jt}/P_{jt-1}$	0,377865	1,679369	2,383	2,581
$\Delta OCF_{jt}/P_{jt-1} + OCF_{jt}/P_{jt-1}$	0,634423	0,578022	9,334	1,718
$\Delta Est.OCF_{jt}/P_{jt-1} + Est.OCF_{jt}/P_{jt-1}$	-0,266294	0,660147	9,637	-0,590
Konstanta	-0,001859			
R square	0,5254			
Adjusted R ²	0,4124			
F-test	4,6263			
Goldfeld-Quandt	1,7000			
Condition Index	5,9820			
t-table*	1,708			

*) Pengujian t satu-sisi dengan 25 degree of freedom pada level 0,10

Namun koefisien beta dari arus kas dari aktivitas operasi yang diestimasi secara bersamaan, *level* dan *change* ($d5 + d6$), menjadi negatif yakni sebesar -0,266. Begitu juga halnya dengan nilai t statistik sebesar -0,590 yang tidak signifikan bahkan pada level 0,10 ($t\text{-tabel} = 1,316$). Hal ini dapat terjadi karena arus kas dari operasi yang dilaporkan telah mengambil sebagian besar proporsi arus kas dari operasi yang diestimasi dalam menjelaskan perubahan *unexepected return*. Fenomena ini ditunjukkan dengan terjadinya asumsi multikolinieritas diantara variabel-variabel independen dalam model (variabel arus kas operasi yang dilaporkan dengan yang diestimasi).

Alasan lain juga mendukung bahwa arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan dan yang diestimasi mempunyai kandungan informasi yang sama,

tetapi dapat saja berbeda dalam hal jumlah dan komponen-komponen yang membentuk jumlah tersebut. Karena besarnya estimasi ditentukan oleh cara yang digunakan oleh investor dan juga penulis dalam menghitung dan menggunakan komponen pembentuk arus kas operasi yang diestimasi ini. Dengan hasil ini dapat dikatakan bahwa Hipotesa nol (H_0) tidak berhasil ditolak bila variabel ini diregresikan bersama-sama dengan variabel laba akuntansi akrual dan arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan. Dengan kata lain arus kas operasi yang diestimasi tidak mempunyai relevansi nilai tambahan dalam hubungannya dengan *unexpected return* ketika diregresikan bersama-sama dengan laba akuntansi akrual dan arus kas operasi yang dilaporkan.

Model Regresi linier berganda ini dapat menjelaskan sebesar 52,61% varians dari *unexpected return* yang ditunjukkan dengan R-square sebesar 0,52613. Besarnya presentasi ini signifikan dalam menjelaskan varians dari *unexpected return*. Signifikansi ini ditunjukkan dengan F-test sebesar 4,626 yang lebih besar dari F-table sebesar 2,49 (level 0,05) dan juga dari F-table sebesar 3,63 (level 0,01) pada degree of freedom 6 dan 25.

Analisis *t-test*, yakni untuk membandingkan koefisien estimasi ($d_3 + d_4$) arus kas operasi yang dilaporkan dengan arus kas operasi yang diestimasi ($d_5 + d_6$) yang menunjukkan nilai t-hitung sebesar 134,158, yang jauh lebih besar dari t-table sebesar 1,708 pada pengujian satu sisi dengan degree of freedom 25 dan pada level 0,05. Hal ini berarti bahwa Hipotesa nol lima (H_{05}) berhasil ditolak, dengan kata lain relevansi nilai arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan lebih kuat dari arus kas operasi yang diestimasi dalam hubungannya dengan *unexpected return*.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Pada dasarnya penelitian ini bertujuan untuk menguji relevansi nilai tambahan dari laporan arus kas dari aktivitas operasi selain laporan laba-rugi akrual dan arus kas operasi yang diestimasi dengan menggunakan laporan laba-rugi akrual dan neraca. Lebih jauh dapat dikatakan bahwa penelitian ini bertujuan untuk menganalisa keputusan Komite Standar Akuntansi Indonesia melalui PSAK No. 2 dan FASB dengan SFAS No. 95 yang mengharuskan perusahaan untuk melaporkan arus kas secara terpisah dari laporan rugi-laba akrual dan neraca.

Dari pengujian dengan menggunakan model regresi linier yang pertama, dimana laba akuntansi akrual dan arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan secara bersama *level* dan *change* diregresikan terhadap *unexpected return*, memberikan hasil bahwa laba akuntansi akrual dan arus kas operasi mempunyai relevansi nilai yang signifikan dalam hubungannya dengan *unexpected return*. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Cheng et al. (1997), Rayburn (1986), Ali (1994) dan Triyono (1998).

Pengujian dengan membandingkan t-test laba akuntansi akrual dan t-test arus kas operasi yang dilaporkan dalam model ini tidak berhasil menolak

hipotesa nol tiga ($H03$). Dimana relevansi nilai arus kas operasi yang dilaporkan tidak lebih kuat dari laba akuntansi akrual dalam hubungannya dengan perubahan harga saham yang ditentukan dengan *unexpected return*. Hasil ini tidak konsisten dengan hasil studi yang dilakukan Finger.

Hipotesa nol ($H0$) dapat ditolak dengan menggunakan model regresi kedua yang meregres laba akuntansi akrual dan arus kas operasi yang diestimasi. Hasil dari model ini menunjukkan bahwa arus kas operasi yang diestimasi *level* dan *change*, mempunyai relevansi nilai dalam hubungannya dengan *unexpected return*. Tetapi bila menggunakan model regresi yang ketiga $H0$ tidak berhasil ditolak. Hal ini dapat terjadi karena arus kas dari operasi yang dilaporkan telah melingkupi (*preempt*) arus kas dari operasi yang diestimasi dalam menjelaskan perubahan *unexpected return* pada model regresi yang ketiga ini. Hal ini juga ditunjukkan dengan koefisien beta dari arus kas operasi yang diestimasi menjadi negatif ketika diregresikan terhadap *unexpected return* bersama dengan arus kas dari operasi yang dilaporkan. Alasan lain juga mendukung bahwa arus kas dari aktivitas operasi yang dilaporkan dan yang diestimasi mempunyai kandungan informasi yang sama, yakni dengan terjadinya multikolinieritas pada kedua variabel ini. Dengan hasil ini dapat dikatakan bahwa arus kas operasi yang diestimasi tidak mempunyai relevansi nilai tambahan dalam hubungannya dengan *unexpected return* ketika diregresikan bersama-sama dengan laba akuntansi akrual dan arus kas operasi yang dilaporkan.

Dari model regresi linier yang ketiga ini juga diperoleh pengujian menunjukkan bahwa relevansi nilai arus kas operasi yang dilaporkan memang lebih kuat dibanding arus kas operasi yang diestimasi. Hal ini konsisten dengan hasil studi Livnat et al. (1990) yang menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang kuat diantara tingkat pengembalian sekuritas dengan arus kas operasi yang diestimasi. Pendapat Bahnson et al. (1996) mengenai hasil ini adalah kesalahan dalam mengestimasi arus kas dari operasi sangat mungkin terjadi. Dengan kata lain, bahwa estimasi arus kas operasi mungkin saja mengandung kesalahan yang substansial.

Hasil penelitian ini memberikan implikasi sebagai berikut. Pertama, keputusan Komite Standar Akuntansi Indonesia melalui PSAK No. 2 dan FASB dengan SFAS No. 95 yang mengharuskan perusahaan untuk melaporkan arus kas secara terpisah dari laporan rugi-laba akrual dan neraca telah tepat dijadikan sebagai salah satu Standar Akuntansi Indonesia.

Kedua, arus kas operasi yang dilaporkan terpisah dari laba akuntansi akrual dan neraca seperti yang tercantum dalam PSAK No. 2 tahun 1994 sudah seharusnya menggantikan posisi dari estimasi arus kas operasi dengan menggunakan data laba-rugi dan neraca dalam hal penilaian investor terhadap kinerja perusahaan. Karena arus kas operasi yang diestimasi mungkin mengandung kesalahan yang substansial.

Ketiga, penggunaan proxy berganda, model *Change* (perubahan) dan *Level* (tingkat), untuk menganalisa komponem laporan keuangan dapat mengurangi kesalahan pengukuran seperti yang terjadi bila menggunakan proxy tunggal. Seperti halnya dalam menganalisa komponen laporan keuangan laba akuntansi akrual dalam hubungannya dengan perubahan harga saham, jika perubahan

(change) laba tidak murni permanen, maka dengan memasukkan tingkat (*level*) laba sebagai variabel independen tambahan akan meningkatkan kemampuan laba dalam menjelaskan *unexpected return*. Begitu juga halnya dengan arus kas operasi yang dilaporkan dan yang diestimasi dalam model yang digunakan dalam penelitian ini.

REFERENSI

- Agnes Cheng, Chao-Shin liu, Thomas F Schaefer, 1997, The Value-Relevance of SFAS No. 95 Cash Flow from Operations as Assessed by Security Market Effects, *Accounting Horizons*, (September): 1-15
- Ali, Ashig, dan P. Pope, 1994, The Incremental Contents of Earning, Working Capital from Operation and Cash Flows, *Journal of Accounting Research*, Vol 32, No. 1, Spring, 61-73
- Bahnson, P. P. Miller, and B. Budge, 1996, Nonartificial in cash flow statements and implications for education, research and practice, *Accounting Horizons*, (December): 1-15
- Beaver, William H., 1989, *Financial Reporting*, An Accounting Revaluation, Prentice Hall, 6
- Bernard, V. L., dan Stober T. L., 1989, The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals, *The Accounting Review*, October, 624-652
- Bowen, Robert M., David Burgstahler, dan Lane A. Daley, 1986, Evidence on the Relationship Between Earnings and Various Measures of Cash Flow, *The Accounting Review*, Vol XI, No. 4, October, 213-225
- Bowen, Robert M., 1987, The Incremental Information Contents of Accrual vs Cash Flows, *The Accounting Review*, 723-747
- Bruns, W. dan K. Merchant, 1990, The Dangers of Morality of Managing Earning, *Management Accounting*, (August) : 22 - 25
- Burton, J., 1981, Emerging Trends in Financial Reporting, *Journal of Accounting* (July), 54-66
- Financial Accounting Standards Board (FASB), 1978, *Objectives of Financial Reporting Business Enterprises*, Statement of Financial Accounting Concepts No. 1, Norwalk, CT. FASB
- Hawkins, D., 1977, Toward an Old Theory of Equity Valuation, *Financial Analysis Journal* (November-December).
- Hendriksen, Eldon S. dan Michael F. Van Benda, 1992, *Accounting Theory*, Irwin Inc., Illinois
- Ikatan Akuntan Indonesia (IAI), 1995, Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No. 2, *Standar Akuntansi Keuangan*, Jakarta, Penerbitan Salemba Empat
- Ikatan Akuntan Indonesia (IAI), 1995, Kerangka Dasar Penyusunan dan Penyajian Laporan Keuangan, *Standar Akuntansi Keuangan*, Jakarta, Penerbitan Salemba Empat
- Livnat, Joshua, dan Zarowin Paul, 1990, The Incremental Contents of Cash Flow, *Journal of Accounting and Economic*, 25-46
- Lyn D. Pankoff dan Robert L. Virgil, 1970, Some Preliminary Findings from a Laboratory Experiment on the Usefulness of Financial Accounting Information to Security Analysts, *Journal of Accounting Research* (Empirical Research in Accounting: Selected studies), 22
- Rayburn, Judy, 1986, The Association of Operating Cash Flows and Accruals with Security Return, *Journal of Accounting Research*, No. 24, 112-138
- Triyono, 1998, *Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas dari Aktivitas Pendanaan, Investasi, Operasi and Laba Akuntansi dengan Harga atau Return Saham*, Thesis S-2, Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta
- Wahyuni, Sri, 1998, *Analisis Kandungan Informasi Laporan Arus Kas di Bursa Efek Jakarta*, Thesis S-2, Pasca Sarjana, Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta
- Zaki Baridwan, 1997, Analisis Nilai Tambah Informasi Laporan Arus Kas, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol 12.2, 1-14
- , 1987, *Statement of Cash Flows*, Statement of Financial Accounting Standards No. 95, Stamford, CT. FASB