

**ANALISIS HUBUNGAN ANTARA ARUS KAS  
DARI AKTIVITAS OPERASI DAN DATA AKRUAL  
DENGAN RETURN SAHAM**  
**Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta**

**HERIBERTUS KURNIAWAN**

**NUR INDRIANTORO**

**Universitas Gadjah Mada**

**This study examines whether operating cash flow and accrual have relationship with stock return. Previous studies show that earnings have information content. Some studies of earnings component show that the results are not consistent.**

**This research uses sample of 55 manufacturing firms listed in Jakarta Stock Exchange selected using purposive sampling method. The criteria for the purposive sampling method are that manufacturing firms have go public before December 31, 1995, these firms have reported cash flow statements for 1995 and 1996, and their common stock traded actively.**

**This research tests of five hypothesis use multiple regression. The assumption for the multiple regression is also tested. Result of the assumption test, autocorellation, multicollinearity, and heteroscedasticity are satisfied. The result of the examination show that nulls hypothesis cannot be rejected by using earning component deflator.**

**Keywords : Operating cash flow, Accrual, Information content, Earnings component.**

**PENDAHULUAN**

*Statement of Financial Accounting Concepts* (SFAC) No. 1 mengidentifikasi beberapa tujuan pelaporan keuangan, antara lain untuk menyediakan informasi bagi investor, kreditor, dan pemakai eksternal lain untuk pengambilan keputusan investasi, kredit, dan lain-lain dan untuk menyediakan informasi mengenai prospek arus kas yang dapat membantu investor dan kreditor dalam menilai prospek arus kas bersih perusahaan yang bersangkutan.

Standar Akuntansi Keuangan (SAK) 1994 dalam Kerangka Dasar Penyusunan dan Penyajian Laporan Keuangan paragraf 12 menyatakan bahwa tujuan laporan keuangan adalah menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan, kinerja serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi.

Pada setiap pengambilan keputusan investasi, investor dihadapkan pada situasi ketidakpastian. Hal ini mendorong investor yang rasional untuk selalu mempertimbangkan risiko dan *expected return* setiap sekuritas. Secara teoritis, risiko dan *expected return* 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.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Cheang, Most dan Blain (1983) di Amerika Serikat, Inggris, dan Selandia Baru menyatakan bahwa informasi adalah faktor yang dapat memperkecil ketidakpastian yang dihadapi, sehingga dapat mencegah membesarnya distorsi alokasi sumber daya. Informasi yang bersifat keuangan maupun ekonomi adalah bentuk informasi yang lebih banyak digunakan dalam menganalisa saham. Laporan keuangan merupakan sumber informasi utama yang dijadikan acuan bagi investor, baik secara individual maupun institusional, dan analisis sekuritas.

Peneliti di Indonesia yang juga mendukung tersebut adalah Pegalung (1993) yang menyatakan bahwa 52,86% respondennya mengandalkan laporan keuangan sebagai sumber informasi utama, sedangkan Arie Budiarko (1985) menyatakan bahwa informasi terpenting bagi investor dan atau analisis sekuritas adalah laba akuntansi.

Laporan arus kas sebagai bagian dari laporan keuangan, seperti dinyatakan dalam *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) No. 95*, merupakan salah satu sumber informasi yang juga mendapat perhatian investor. Laporan arus kas ditujukan untuk melaporkan penerimaan dan pengeluaran kas selama satu periode yang berasal untuk melaporkan penerimaan dan pengeluaran kas selama satu periode yang berasal dari aktivitas operasi, pendanaan, dan investasi.

Bowen et.al. (1986) menyatakan bahwa manfaat dari laporan arus kas adalah untuk memprediksi kegagalan, menaksir risiko, memprediksi pemberian pinjaman, penilaian perusahaan, dan memberikan informasi tambahan pada pasar modal.

Wilson (1986, 1987) dan Bowen et al. (1986) menguji kandungan informasi arus kas dan laba dengan *return* saham. Rayburn (1986) menguji kandungan informasi arus kas dan laba akrual dengan *return* saham. Hasil penelitian tersebut menunjukkan adanya kandungan informasi pada data arus kas.

Penelitian yang dilakukan oleh Bernard dan Stober (1989) menyimpulkan bahwa pemisahan laba bersih ke dalam arus kas dari operasi dan laba akrual tidak memberi tambahan kandungan informasi di luar laba bersih. Penelitian ini memfokuskan pada aspek tunggal dari arus kas dan mengabaikan kemampuan dari arus kas.

Livnat dan Zarowin (1990) menguji SFAS No. 95. Hasil pengujian menyatakan bahwa kemampuan arus kas mempunyai hubungan yang lebih kuat dengan *abnormal return* saham dibanding arus kas secara total atau laba akrual dengan *abnormal return*. Mereka juga menguji komponen individu dari masing-masing komponen. Hasilnya adalah komponen arus kas secara individual mempunyai hubungan yang berbedas dengan *abnormal return*. Komponen individu dari arus kas operasi kecuali pembayaran pajak mempunyai hubungan yang kuat dengan *abnormal return*. Koefisien teori tentang informasi asimetri dan komponen individu dari arus kas investasi tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan *abnormal return*.

Kewajiban membuat laporan arus kas di Indonesia dinyatakan dalam PSAK No. 2 paragraf satu, perusahaan harus menyusun laporan arus kas dan harus menyajikan laporan tersebut sebagai bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan untuk tiap-tiap periode penyajian pelaporan keuangan.

Penelitian di Indonesia mengenai kandungan informasi pada laporan arus kas dilakukan antara lain oleh Hastuti (1997) yang menguji apakah laporan arus kas mempunyai kandungan informasi melalui pendekatan volume perdagangan. Hasil penelitian yang mengambil sampel sebanyak 37 perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) menyatakan bahwa laporan arus kas mempunyai kandungan informasi. Hasil tersebut kurang kuat karena sulitnya memisahkan *confounding effect* berupa pengumuman *earnings* dan dividen.

Baridwan (1997) menguji ada tidaknya hubungan atau kecenderungan yang sama antara informasi dalam laporan arus kas dengan yang ada dalam labar rugi. Ia mengambil sampel sebanyak 62 perusahaan dari 168 perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ. Hasil pengujian yang dilakukan dengan *Wilcoxon Signed Rank Test* menyatakan bahwa terdapat hubungan yang kuat antara laba dengan arus kas tetapi hubungan pengungkapan informasi arus kas memberikan nilai tambah bagi pemakai.

Suadi (1998) menguji hubungan antara laporan arus kas dengan jumlah dividen dengan maksud untuk mengetahui kandungan informasi laporan arus kas. Pengujian dilakukan dengan mengambil sampel sebanyak 41 perusahaan dari 248 perusahaan manufaktur yang *go public* dan menerbitkan laporan arus kas pada tahun 1994 dan 1995 serta membayar dividen tahun 1995. Hasil pengujian dengan alat analisis regresi menyatakan bahwa terdapat hubungan antar laporan arus kas dengan jumlah pembayaran dividen. Implikasi dari hasil ini adalah tetap dipertahankannya PSAK No. 2 mengingat terdapatnya kandungan informasi pada laporan arus kas.

Triyono (1998) menguji hubungan informasi arus kas dari aktivitas pendanaan, investasi, operasi, dan laba akuntansi dengan harga dan *return* saham. Ia mengambil sampel sebanyak 34 perusahaan manufaktur yang *go public* pada BEJ. Hasil penelitiannya yang menggunakan alat analisis regresi linier berganda menyatakan bahwa dengan model *level*, total arus kas tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan harga saham, sedangkan model *return*, hipotesis nol yang menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan antara

total arus kas maupun ketiga komponennya dengan *return* saham tidak berhasil ditolak.

Gantiyowati (1998) menguji kandungan informasi arus kas dari aktivitas operasi dan data akrual terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta. Sampel sejumlah 50 perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ diambil secara *purposive sampling*, yaitu perusahaan-perusahaan yang mengeluarkan laporan arus kas dengan metode tidak langsung pada tahun 1995 dan 1996. Data diperoleh dari *Indo Exchange File* dan *PACAP Database*. Hasil penelitiannya dengan model statistik regresi linier berganda menunjukkan bahwa penggunaan *deflator earnings* menunjukkan tidak ada hipotesis nol yang dapat ditolak, namun dengan *deflator* rata-rata aset, empat hipotesis nol dapat ditolak yaitu menyangkut *operating cash flow*, *aggregate accruals*, perubahan modal kerja, dan depresiasi. Hal ini berarti terdapat hubungan yang signifikan antara komponen *earning* dengan *return* saham atau dengan kata lain, komponen *earning* mempunyai kandungan informasi. Hasil pengujiannya juga menunjukkan bahwa terdapat multikolinieritas antara *operating cash flow* dan *aggregate accruals* serta *operating cash flow* dengan modal kerja sehingga sulit untuk memisahkan hubungan antara variabel tersebut secara individual.

Hasil penelitian-penelitian tersebut menunjukkan masih adanya inkonsistensi sehingga masih perlu dilakukan penelitian mengenai kandungan informasi komponen laba berupa arus kasi dari aktivitas operasi dan akrual.

Berdasarkan latar belakang tersebut maka permasalahan yang akan diteliti dalam skripsi ini adalah hubungan kandungan informasi dari laporan arus kas sesuai dengan SFAS No. 95 dan PSAK No. 2 terhadap harga saham.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang pernah dilakukan oleh Rayburn (1986), namun demikian terdapat beberapa perbedaan dalam pengujiannya terutama berkaitan dengan periode pengujian, model estimasi, dan sumber data. Periode pengujian hanya terbatas selama satu tahun sedangkan Rayburn menggunakan periode selama 20 tahun. Model estimasi yang digunakan dalam pengujian ini hanya *random walk* sedangkan Rayburn menggunakan *holdout error* dan *random walk*. Penggunaan model *holdout error* tidak dapat dilakukan mengingat terbatasnya periode penelitian. Sumber data dalam penelitian ini diambil dari BEJ sedangkan Rayburn menggunakan data dari perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat. Penelitian ini juga berbeda dengan Gantiyowati (1998) dalam hal model estimasi *abnormal return* yang digunakan dan jumlah sampel terpilih. Model estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *market model* sedangkan jumlah sampel diperoleh sebanyak 55 perusahaan.

Metode yang akan digunakan dalam pengujian adalah model *return* (Landsman dan Magliolo 1988). Ball dan Brown (1968) dan Bowen (1981) mengemukakan 2 model yaitu *level studies* dan *return studies*. Beberapa artikel yang mendiskusikan model tersebut antara lain Lev dan Ohlson (1982), Christie (1987), dan Landsman dan Magliolo (1988). Pengujian menggunakan model *return* karena model ini memiliki keunggulan dibanding dengan model *level*, khususnya menyangkut memiliki masalah-masalah metodologi. Model *return*

mampu mempertimbangkan tingkat risiko, mengurangi masalah heteroskedastisitas dan dapat mengatasi masalah *omitted variabel*.

### Hipotesis

Penelitian mengenai kandungan informasi yang terdapat pada arus kas dari aktivitas operasi dilakukan oleh Wilson (1986, 1987), Rayburn (1986), Bowen et al. (1986, 1987), Ismail dan Kim (1989), Benard dan Stober (1989), Livnat dan Zarowin (1990), Jennings (1990), Ali (1994) dan Gantjowati (1998).

Adanya kandungan informasi ditunjukkan dengan perubahan harga saham sebagai bukti respon pasar. Perubahan harga menunjukkan bahwa informasi bahwa informasi arus kas dapat digunakan mengestimasi laba di masa depan, sehingga hipotesis nol yang pertama yang dirumuskan sebagai berikut :

$H_0_1$  : Tidak terdapat hubungan antar arus kas dari aktivitas operasi dengan *abnormal return* setelah mengendalikan hubungan antara agregat akrual dengan *return* saham.

Penelitian terdahulu yang menguji kandungan informasi akrual dilakukan oleh Wilson (1986, 1987) Rayburn (1986), Lipe (1986), Bowen (1987), Jennings (1990), Dechow (1994), Clubb (1995), Chambers et al. (1998) dan Gantjowati (1998). Seperti halnya arus kas yang memiliki kandungan informasi, demikian pula dengan akrual yang dapat digunakan untuk mengestimasi laba di masa depan, sehingga hipotesis nol kedua dinyatakan sebagai berikut :

$H_0_2$  : Tidak terdapat hubungan antara agregat akrual dengan *abnormal return* setelah mengendalikan hubungan antara arus kas operasi dengan *return* saham.

Hasil penelitian yang menguji adanya kandungan informasi pada perubahan modal kerja dilakukan oleh Wilson (1986,1987), Bowen et al. (1987), Raburn (1986), Jennings (1990), Ali (1994), dan Gantjowati (1998). Penelitian-penelitian tersebut memberikan dasar pemikiran bahwa perubahan modal kerja dapat membantu dalam menentukan laba di masa depan, sehingga hipotesis nol ketiga dinyatakan sebagai berikut :

$H_0_3$  : Tidak terdapat hubungan antara perubahan modal kerja dengan *abnormal return* setelah mengendalikan hubungan antara arus kas operasi dan komponen akrual lain dengan *return* saham.

Hasil penelitian yang menyatakan adanya kandungan informasi depresiasi dilakukan oleh Lipe (1986), Dechow (1994), Chamber et al. (1998) dan Gantjowati (1998), sedangkan yang menyatakan tidak ada kandungan informasi adalah Wilson (1986, 1987), Rayburn (1986), dan Livnat dan Zarowin (1990), sehingga dengan demikian hipotesis nol keempat dapat dinyatakan sebagai berikut :

$H_{0_4}$  : Tidak terdapat hubungan antara depresiasi dengan *abnormal return* setelah mengendalikan hubungan antara arus kas operasi dan komponen akrual lain dengan *return* saham.

Gantjowati (1998) yang melakukan pengujian kandungan informasi dari komponen akrual selain penyusutan tidak berhasil menolak hipotesis nol karena adanya kemungkinan perbedaan karakteristik dari komponen penyesuaian selain penyusutan dan perubahan modal kerja. Pengujian kandungan informasi dari komponen akrual selain penyusutan didasarkan pada ketentuan yang terdapat pada PSAK No. 2 paragraf 18 huruf (b) yang menyatakan bahwa penyesuaian akrual selain penyusutan meliputi penyisihan keuntungan atau kerugian valuta asing yang belum direalisasikan, laba asosiasi yang belum dibagikan, hak minoritas dalam laba atau rugi konsolidasi, laba penjualan aktiva tetap, dan laba atau rugi penurunan nilai surat-surat berharga.

Sebagai komponen penyesuaian laba untuk menghitung arus kas dari aktivitas operasi, maka diharapkan komponen lain selain penyusutan (OTHER) juga mempunyai kandungan informasi, sehingga hipotesis kelima dinyatakan dinyatakan sebagai berikut :

$H_{0_5}$  : Tidak terdapat kandungan antara komponen selain penyusutan dan perubahan modal kerja dengan *abnormal return* setelah mengendalikan hubungan antara arus kas operasi, depresiasi, dan perubahan modal kerja dengan *return* saham.

## Variabel

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini seperti halnya penelitian yang dilakukan Rayburn (1986) meliputi :

### 1. Variabel Terikat

- a. *Operating Cash Flow* (CF)  
*Operating Cash Flow* merupakan jumlah dari *earning before extraordinary item* ditambah agregat akrual.
- b. *Aggregate Accruals* (AA)  
*Aggregate accruals* meliputi penjumlahan komponen penyusutan, termasuk amortisasi dan depleksi, perubahan piutang dagang dan piutang lain, perubahan persediaan, perubahan hutang dagang, perubahan aktiva lancar dan hutang lancar lain serta komponen penyesuaian lain selain perubahan modal kerja dan penyusutan.
- c. Perubahan *Current Accruals* (DWC)  
Perubahan *current accruals* adalah perubahan modal kerja yaitu aktiva lancar dikurangi hutang lancar.
- d. *Non Current Accruals* (DEPR)  
*Non current accruals* meliputi depresi, termasuk amortisasi dan depleksi.

- e. OTHER  
OTHER adalah komponen penyesuaian selain penyusutan dan perubahan modal kerja yang meliputi penyisihan, keuntungan atau kerugian valuta asing belum direalisasi, laba perusahaan asosiasi yang belum dibagikan dan hak minoritas dalam laba atau rugi konsolidasi.
  - f. Komponen *earnings* yang dimasukkan sebagai variabel bebas adalah perubahan komponen *earnings* yang ditentukan dengan cara mengurangi komponen *earnings* yang sesungguhnya dengan komponen *earnings* yang diharapkan. Komponen *earnings* yang diharapkan ditentukan secara *random walk* yaitu harapan dari masing-masing nilai komponen *earnings* satu tahun sebelumnya.
2. Variabel Tidak Bebas  
Variabel tidak bebas berupa CAR (*Cumulative Abnormal Return*) yang ditentukan dari penjumlahan *abnormal return* selama periode jendela. Periode jendela yang digunakan lima hari sebelum pengumuman laporan keuangan sampai dengan lima hari setelah laporan keuangan.

## Sampel

Pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* dengan mengemukakan beberapa kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di BEJ sebelum 31 Desember 1995 dan tetap terdaftar sampai dengan tahun 1997. Hal ini disebabkan untuk memperoleh data yang berkesinambungan.
2. Perusahaan telah mengeluarkan laporan keuangan didalamnya termasuk laporan arus kas untuk tahun buku 1995 dan 1996.
3. Saham perusahaan aktif diperdagangkan selama tahun 1996 an 1997.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di BEJ. Hal ini disebabkan pada beberapa alasan yang menyangkut ketersediaan data, perbedaan karakteristik, dan sensitifitas terhadap kejadian.

Menurut ketentuan IAI melalui PSAK No. 2 yang menyatakan bahwa perusahaan diwajibkan mempublikasikan laporan arus kas sebagai bagian yang tidak terpisahkan dari pelaporan keuangan. Kewajiban ini berlaku mulai 1 Januari 1995, sehingga ketersediaan datanya diharapkan dapat terpenuhi.

Penggunaan hanya satu kelompok industri manufaktur dimasukkan untuk menghindari perbedaan karakteristik antara perusahaan manufaktur dan non manufaktur, di antaranya menyangkut komponen depresiasi yang cukup material pada perusahaan manufaktur dibandingkan pada perusahaan jasa, selain perusahaan manufaktur juga memiliki sensitifitas yang lebih tinggi terhadap setiap kejadian.

Pemilihan saham hanya terbatas pada perusahaan yang sahamnya aktif

diperdagangkan dimaksudkan agar diperoleh distribusi yang lebih terkonsentarsi, sehingga dapat diperoleh parameter yang relatif lebih efisien dan memiliki varians yang lebih kecil. Kriteria aktifitas perdagangan saham diperlukan karena emiten yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan akan mengganggu proses analisis. Aktifitas perdagangan tersebut didasarkan pada Surat Edaran PT BEJ No. SE-03/BEJ/II-1/1994 yang menyebutkan bahwa saham aktif diperdagangkan jika frekuensi perdagangan saham selama tiga bulan sebanyak 75 kali atau lebih.

Hasil pengembalian sampel berdasarkan *purpose sampling* menghasilkan 55 perusahaan, yang dapat diringkas sebagai berikut :

Perusahaan yang sudah terdaftar di BEJ sebelum 31 Desember 1995 :	238
Perusahaan Non-manufaktur :	(108)
Perusahaan Manufaktur :	130
Perusahaan manufaktur yang dikeluarkan dari sampel karena :	
■ Sahamnya tidak aktif diperdagangkan :	(60)
■ Datanya tidak lengkap :	(15)
Perusahaan yang terpilih sebagai sampel :	55

Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi laporan keuangan tahun 1996 dan tahun 1995, harga saham harian baik individual maupun gabungan selama tahun 1996 dan 1996, dan tanggal publikasi laporan keuangan untuk tahun tahun buku 1996. Laporan keuangan tahun 1995 dan 1996 yang diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) Bursa Efek Jakarta, sedangkan data harga saham harian diperoleh dari file DKE (Daftar Kurs Efek) yang terdapat pada *website* PT BEJ. Data mengenai jumlah perusahaan diperoleh dari *Factbook* 1996 yang diterbitkan BEJ, sedangkan klasifikasi perusahaan diperoleh dari JASICA (*Jakarta Stock Classification*). Tanggal publikasi laporan diperoleh dari Biro PKP II pada kantor BAPEPAM.

Data yang diperlukan dalam pengujian hipotesa meliputi :

1. Neraca dan Laporan Arus Kas tahun buku 1995 dan 1996.
2. Data yang diperlukan adalah jumlah aktiva lancar selain kas dan investasi jangka pendek, hutang lancar selain hutang jangka panjang yang jatuh tempo pada tahun berjalan, depresi, amortisasi dan atau deplesi, dan laba bersih sesudah pajak.
3. Harga saham harian individual dari sampel selama tahun 1996 dan 1997.
4. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) harian BEJ selama tahun 1996 dan 1997.

Penelitian ini menggunakan data harga saham harian karena data harian memiliki beberapa keunggulan yaitu dapat memberikah hasil dengan varian dan otokorelasi yang lebih tinggi dibandingkan data bulanan, sedangkan kelemahannya adalah adanya *return* saham harian yang tidak normal dan kemungkinan adanya transaksi yang tidak sinkron (Brown dan Warner, 1985).

Penggunaan data bulanan bukan pengujian yang kuat karena kemungkinan *mean abnormal rate of return* pada bulan publikasi keuangan tidak nol, yang bukan disebabkan perubahan harga pada hari publikasi laporan keuangan melainkan karena perubahan harga saham yang timbul beberapa hari sebelum publikasi laporan keuangan (Watts dan Zimmerman, 1986).

Penggunaan data harian juga akan menguragni *overstatement*, seperti yang terjadi pada penelitian Ball dan Brown (1968). Jika yang digunakan data bulanan, maka penyesuaian harga yang terjadi satu minggu sebelum publikasi laporan keuangan akibat informasi lain mengakibatkan adanya hubungan yang signifikan antara *abnormal rate of return* pada bulan pengumuman dengan *unexpected earnings*.

### Metode Analisis

#### 1. Menghitung aliran kas dari aktivitas operasi dan data akrual

Perhitungan untuk mencari besarnya aliran kas dari aktivitas operasi (CF) dirumuskan sebagai berikut :

$$CF = AE + AA$$

Dimana,

CF = Aliran kas dari aktivitas operasi

AE = Laba akuntansi

AA = Data akrual (total)

Sedangkan AA sendiri dapat diperoleh dari :

$$AA = DEPR + OTHER - DWC$$

Dimana,

AA = Data akrual (total)

DEPR = Depresi

OTHER = Komponen penyesuaian selain penyusutan dan perubahan modal kerja yang meliputi penyisihan, keuntungan atau kerugian valuta asing yang belum direalisasikan, laba perusahaan asosiasi yang belum dibagikan, dan hak minoritas dalam laba atau rugi konsolidasi.

DWC = Perubahan modal kerja kas dan investasi jangka pendek dan hutang jangka panjang yang jatuh tempo pada periode yang bersangkutan.

#### 2. Menghitung besarnya *Cumulative Abnormal Return* (CAR)

Untuk menghitung CAR digunakan *market model* yang dirumuskan sebagai berikut :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + v_{it}$$

Dimana,

$R_{it}$  = return harian saham i

$\alpha_i$  = bagian return saham harian saham i yang tidak tergantung pada return pasar

$\beta_i$  = sensitifitas perubahan return harian saham i terhadap return pasar

$R_{mt}$  = return pasar (prosentase perubahan IHSG)

$v_{it}$  = return residual untuk saham i pada saat t

hasil dari regresi persamaan tersebut kemudian digunakan untuk menghitung abnormal return yang dirumuskan sebagai berikut :

$$v_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$$

Abnormal return yang diperoleh selama periode estimasi kemudian diakumulasikan selama periode jendela untuk menghitung CAR dengan rumus sebagai berikut :

$$CAR_{it} = \sum_{t=5}^t v_{it}$$

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 abnormal return akan berkurang dengan menghilangkan bagian dari return saham yang terkait dengan variasi return pasar, sehingga kemampuan model ini 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 dsari abnormal return akan semakin besar dan sebaliknya (Campbell et al., 1977).

- Metode analisis yang digunakan untuk pembuktian hipotesa adalah metode statistik regresi linear berganda. Analisis regresi bertujuan untuk mencari adanya hubungan antara variabel terikat dengan satu atau lebih variabel bebas. Persamaan yang digunakan untuk pengujian  $H_0$  dan  $H_0$  adalah :

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it} + \alpha_2 AA_{it} + v_{it}$$

Sedangkan pengujian  $H_0$ ,  $H_0$  dan  $H_0$  menggunakan persamaan :

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it} + \alpha_2 DWC_{it} + \alpha_3 DEPR_{it} + \alpha_4 OTHER_{it} + v_{it}$$

Uji signifikansi terhadap koefisien regresi dilakukan dengan menggunakan uji statistik t.

## HASIL ANALISIS

## Deskripsi Data

Deskripsi dari data yang berhasil dihimpun dapat dilihat pada Tabel 1.

TABEL 1

## Deskripsi Data

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviaton
CAR	55	-56	,22	,0155	,1172
AA	55	-15,84	47,41	,8259	8,5280
CF	55	-18,61	23,36	-,6906	6,3910
DEPR	55	-.26	7,76	,3932	1,0495
DWC	55	-17,92	6,92	-.8663	3,0952
OTHER	55	-314,31	55,84	-8,3938	48,0210
Valid N (listwise)	55				

Uji normalitas data perlu dilakukan mengingat pengambilan sampel dilakukan tidak secara acak. Pengujian normalitas data dilakukan dengan uji Z, dengan *rule of thumb* jika nilai Z kurang dari  $\pm 1,96$  pada tingkat kesalahan 5% maka data dikatakan bersifat normal (Hair et al., 1992). Hasil pengujian normalitas data dapat dilihat pada Tabel 2.

Berdasarkan hasil dalam Tabel 2 dapat disimpulkan bahwa keseluruhan variabel berdistribusi normal. Pada penelitian ini variabel bebasnya dibagi dengan *deflator* yang berupa komponen earning tahun sebelumnya.

TABEL 2

## Uji Normalitas Data

Variabel	Skewness	Nilai Z
CAR	-1,897	-5,74345
AA	3,325	10,06694
CF	1,163	3,521157
DEPR	6,645	20,11874
DWC	-2,697	-8,16557
OTHER	-5,351	-16,201

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan alat statistik model regresi linier berganda. Model ini dapat digunakan dengan catatan bahwa asumsi klasik yang meliputi tidak hanya adan autokorelasi, multikolinieritas, dan heteroskedastisitas harus terpenuhi, sehingga pengujian atas asumsi klasik tersebut akan dilakukan untuk masing-masing persamaan regresi.

Hasil pengujian terhadap asumsi klasik pada persamaan regresi  $CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it} + \alpha_2 AA_{it} + v_{it}$  dilihat pada Tabel 3 dan Tabel 4.

TABEL 3

## Hasil Pengujian Otokorelasi

		CAR	AA	CF
<b>Pearson Correlation</b>	CAR	1,000	,031	-,043
	AA	,031	1,000	-,015
	CF	-,043	-,015	1,000
<b>Sig (1-tailed)</b>	CAR	,	,411	,378
	AA	,411	,	,457
	CF	,378	,457	,
<b>N</b>	CAR	55	55	55
	AA	55	55	55
	CF	55	55	55

TABEL 4

## Hasil Pengujian Multikolinieritas

Variabel	TOL	VIF	CI
CF	1,000	1,000	1,090
AA	1,000	1,000	1,157

Berdasarkan Tabel 3 di atas dapat disimpulkan bahwa korelasi antara variabel-variabel yang terlibat cukup rendah. Hasil analisis multikolinieritas menunjukkan bahwa nilai VIF dari kedua variabel independen tersebut sebesar 1,000 dan 1,000 masih berada di bawah nilai teoritis sebesar 10 dan nilai TOL sebesar 1,000 dan 1,000 berada di atas 0,10 sedangkan nilai CI sebesar 1,090 dan 1,157 masih di bawah nilai teoritisnya 10, sehingga dengan demikian model regresi yang digunakan sebagai dasar analisis tidak mengandung multikolinieritas, yang berarti model ini layak untuk dijadikan sebagai dasar analisis.

Hasil pengujian heterokedastisitas dengan menggunakan *Goldfeld-Quandt Test* menunjukkan nilai F hitung sebesar 0,443 sedangkan nilai teoritisnya (F tabel) adalah 2,275. Dengan demikian karena nilai F hitungnya lebih kecil dari pada nilai F tabel maka dapat dinyatakan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas, sehingga model persamaan tersebut tidak akan bias sebagai dasar estimasi.

Pengujian asumsi klasik pada persamaan regresi  $CAR_t = \alpha_0 + \alpha_1 CF_t + \alpha_2 DWC_t + \alpha_3 DEPR_t + \alpha_4 OTHER_t + v_t$  ditunjukkan pada Tabel 5 dan Tabel 6.

TABEL 5

## Hasil Pengujian Otokorelasi

		CAR	CF	DEPR	DWC	OTHER
Pearson Correlation	CAR	1,000	-,043	-,163	-,066	-,084
	CF	-,043	1,000	,066	-,077	-,047
	DEPR	-,163	,066	1,000	,033	,042
	DWC	-,066	-,077	,033	1,000	,043
	OTHER	-,084	-,047	,042	,043	1,000
Sig. (1-tailed)	CAR	,	,378	,117	,317	,271
	CF	,378	,	,315	,287	,368
	DEPR	,117	,315	,	,404	,380
	DWC	,317	,287	,404	,	,379
	OTHER	,271	,368	,380	,379	,
N	CAR	55	55	55	55	55
	CF	55	55	55	55	55
	DEPR	55	55	55	55	55
	DWC	55	55	55	55	55
	OTHER	55	55	55	55	55

**TABEL 6**  
**Hasil Pengujian Multikolinearitas**

Variabel	TOL	VIF	CI
CF	0,987	1,013	1,213
DEPR	0,992	1,008	1,254
DWC	0,991	1,009	1,307
OTHER	0,994	1,006	1,668

Berdasarkan Tabel 5 di atas dapat disimpulkan bahwa korelasi antara variabel-variabel yang terlibat cukup rendah. Berdasarkan hasil pada Tabel 6 dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antara variabel bebasnya karena nilai VIF dan CI masih dibawah nilai teoritisnya, sedangkan nilai TOL di atas nilai teoritisnya. Nilai VIF dari masing-masing variabel independennya di atas 10, sedangkan nilai TOL untuk masing-masing variabel independennya di atas 0,10. Nilai CI pada masing-masing variabel independennya menunjukkan nilai di bawah teoritis sebesar 10, sehingga dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas pada persamaan regresi tersebut, yang berarti persamaan regresi tersebut layak dijadikan sebagai dasar analisis.

Hasil pengujian heteroskedastisitas dengan *Goldfeld-Quandt Test* menunjukkan nilai F hitung sebesar 0,44 sedangkan nilai teoritisnya (F tabel) adalah 2,40. Dengan demikian karena nilai F hitungnya lebih kecil dari pada nilai F tabel maka dapat dinyatakan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas, sehingga model persamaan tersebut tidak akan bias sebagai dasar estimasi.

#### **Pengujian $H_{01}$ dan $H_{02}$**

Hasil analisis terhadap hipotesis pertama dan kedua dapat dilihat pada Tabel 7. Hasil tersebut menunjukkan bahwa koefisien CF dan AA sebesar 0,0008 dan 0,0004 merupakan proporsi arus kas dari aktivitas operasi dan agregat akrual dalam menjelaskan perubahan *return* saham. Berdasarkan *confidence interval 95%* koefisien CF dan AA masing-masing menunjukkan hasil yang tidak signifikan, artinya hipotesis nol tidak berhasil ditolak, sehingga penelitian ini tidak berhasil menunjukkan adanya hubungan antara CF dan AA dengan *return* saham seperti yang diperkirakan sebelumnya.

TABEL 7

Hasil Pengujian  $H_0$ , dan  $H_0$  dengan Confidence Interval 95 %

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it} + \alpha_2 AA_{it} + v_{it}$$

Variabel	Koefisien	T. Signifikan
Konstanta	0,01	0,495
CF	0,0008	0,761
AA	0,004	0,827
R square : 0,003		

#### Pengujian $H_0$ , $H_0$ , dan $H_0$

Hasil analisis terhadap hipotesis ketiga, keempat, dan kelima dapat dilihat pada Tabel 8.

TABEL 8

Hasil Pengujian  $H_0$ , dan  $H_0$  dengan Confidence Interval 95 %

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it} + \alpha_2 AA_{it} + v_{it}$$

Variabel	Koefisien	T. Signifikan
Konstanta	0,015	0,423
CF	0,0008	0,772
DEPR	0,018	0,271
DWC	0,002	0,667
OTHER	0,0002	0,584
R square : 0,037		

Hasil tersebut menunjukkan bahwa koefisien CF, DEPR, DWC dan OTHER masing-masing sebesar 0,0008, 0,018, 0,0002 dan 0,002 merupakan proporsi arus kas dari aktivitas operasi, depresiasi, perubahan modal kerja, dan komponen penyesuaian lain selain penyusutan dan perubahan modal kerja dalam menjelaskan perubahan *return* saham. Berdasarkan *confidene interval 95%* koefisien CF, DEPR, DWC, dan OTHER masing-masing menunjukkan hasil yang tidak signifikan, artinya hipotesis nol tidak berhasil ditolak, sehingga penelitian ini tidak berhasil menunjukkan adanya hubungan antara CF, DEPR, DWC dan OTHER dengan *return* saham seperti yang diperkirakan sebelumnya.

## KESIMPULAN

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris mengenai adanya hubungan antara komponen *earnings* dengan *return* saham, sesuai dengan teori dan hasil penelitian sebelumnya yang menunjukkan adanya hubungan antara komponen *earnings* dengan *return* saham.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan deflator komponen *earnings* tahun sebelumnya, kelima hipotesis nol tidak dapat ditolak karena hasilnya tidak signifikan, sehingga dapat dinyatakan bahwa penelitian ini tidak berhasil menunjukkan adanya hubungan antara komponen *earnings* dengan *return* saham. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Rayburn (1986) dan Lipe (1986). Hasil penelitian dengan menggunakan deflator komponen *earnings* tahun sebelumnya ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Gantjowati (1998).

### Keterbatasan Penelitian

Beberapa keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini menyangkut beberapa hal diantaranya keterbatasan waktu, keterbatasan data, kemungkinan kesalahan dalam metode pengambilan sampel, spesifikasi model *return*, asumsi-asumsi yang dilakukan sebelumnya.

Penelitian dilakukan dalam kerangka waktu yang terbatas mengingat penulis dibatasi oleh target masa pendidikan yang harus diselesaikan sebelum Nopember 1999. Periode penelitian yang meliputi satu tahun pengamatan menjadi keterbatasan karena menyangkut terbatasnya 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.

Pengambilan sampel yang dilakukan secara *purposive* tidak mungkin generalisasi hasil penelitian pada sektor-sektor di luar perusahaan manufaktur. Spesifikasi model *return* juga menjadi keterbatasan karena selain model *return* terdapat model *level* dengan segala kebaikan dan kelemahannya masing-masing, sehingga penggunaan model *level* mungkin akan dapat mempengaruhi hasil penelitian. Selain itu penentuan periode jendela dan periode pengamatan merupakan pertimbangan pribadi dan penulis.

Perbedaan kondisi baik sosial budaya dan lingkungan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rayburn (1986) di pasar modal Amerika kemungkinan dapat mempengaruhi hasil penelitian.

### Implikasi Hasil Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan akan menjadi acuan dalam penelitian selanjutnya dengan memperhatikan keterbatasan-keterbatasan yang ada, sehingga penelitian berikutnya akan mampu memberikan informasi yang lebih cepat.

Penelitian selanjutnya akan lebih baik apabila dilakukan dalam kurun waktu yang lebih panjang, meskipun kewajiban pengungkapan laporan arus kas baru ditetapkan pada awal tahun 1995. Asumsi-asumsi lain di luar asumsi yang digunakan dalam penelitian ini dapat menjadi pertimbangan untuk penelitian selanjutnya.

## REFERENSI

- Ali, Ashiq, 1994, The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operation and Cash Flow, *Journal of Accounting Research*, Vol. 342, No. 1 Spring, pp. 61-73.
- Arsyad, Lukmanul, 1996, Analisis Hubungan antara Aliran Kas dari Aktivitas Operasi dan data Akrual dengan Kembalian Saham : Studi pada PT Bursa Efek Jakarta, *Skripsi S-1*, Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Bail, Ray, and P. Brown, 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, pp. 159-178.
- Baridwan, Zaki, 1997, Analisis Nilai Tambah Informasi Laporan Arus Kas, *Journal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, vol. 12, hal. 113.
- Barth, Mary E., Donald P. Cram, and Karen K. Nelson, 1998, Accruals and The Prediction of Future Cash Flows, *Working Paper*, Stanford University, USA.
- Beaver, William H., 1966, The Information Content of Annual Earnings Announcement, *Journal of Accounting Research 6 (supplement)*, pp. 67-92.
- Bowen, Robert M., D. Burgstahler, and L.A. Daley, 1986, Evidence on The Relationship Between Earnings and Cvarious Measures of Cash Flow, *The Accounting Review*, Vol. LXI, No. 4, pp. 713-725.
- , 1987, The Incremental Information Content of Accrual Versus Cash Flows, *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 4, pp.723-747.
- Brown, S.J., and Jerold B. Warner, 1980, Measuring Security Price Performance, *Journal of Financial Economics 8*, pp.67-120.
- , 1985, Using Daily Stock Returns, *Journal of Financial Economics 14*, pp. 3-31.
- Campbell, J.Y., A.W. Lo, and A.C. Mac Kinley, 1977, *The Econometrics of Financial Marketing*, Princenton University Press.
- Chang, L.S., K.S. Most, and C.W. Blain, 1983, The Utility of Annual Reports : An International Study, *Journal of International Business Studies*, Spring, pp. 63-84.
- Cheng, C.S. Agnes, Chao-Shin Liu, and Thomas F. Schaefer, 1996, Earnings Performance and the Incremental Information Content of Cash Flows from Operations, *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, No. 1, pp.173-181.
- Dechow, Patricia M., 1994, Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance : The Role of Accounting Accruals, *Journal of Accounting and Economics*, No. 18, pp. 3-42.
- Drtna, Ralph E., and James A. Largay III, 1985, Pitfalls in Calculating Cash Flow from Operations, *The Accounting Review*, Vol. LX, No. 2 pp. 314-326.
- Finger, Catherine A., 1994, The Ability of Earnings Predict Future Earnings and Cash Flow, *Journal Accounting Research*, Vol. 32, No. 2, pp. 210-223.
- Gantjowati, Evie, 1998, Hubungan Antara Operating Cash Flow and Accrual dengan Return Saham : Studi Pada Bursa Efek Jakarta, *Tesis S-2*, Program Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Gujarti, Damodar N., 1995, *Basic Econometrics*, Mc Graw-Hill Inc., New York.
- Hartono, Joglyanto, 1998, Bias dari Penggunaan Data di MBAR, *Journal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 13, No. 4, pp.79-88.
- , 1998, *Teori Portofolio and Analisis Investasi*, Penerbit BPFE UGM, Yogyakarta.

- Hastuti, Ambar Woro, 1997, Pengaruh Publikasi Laporan Arus Kas terhadap Volume Perdagangan Saham di Bursa Efek Jakarta, *Tesis S-2*, Program Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- IAI, 1994, *Standar Akuntansi Keuangan*, Buku Satu, Penerbit Salemba, Jakarta.
- Jennings, Ross, 1990, A Note on Interpreting Incremental Information Content, *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 4, pp. 925-932.
- Livnat, Joshua, and Pul Zarowin, The Incremental Information Content of Cash Flow Components, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, pp. 231-252.
- Rayburns, Judy, 1996, *The Association of Operating Cash Flows and Accruals with Security Return*, *Journal of Accounting and Research (supplement)*, pp. 112-133.
- Sloan, Arif, 1998, Penelitian Tentang Manfaat Laporan Arus Kas, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 13, No.2.
- Sumodiningrat, Gunawan, 1996, *Ekonometrika Pengantar*, Edisi Pertama, Penerbit BPF, Yogyakarta.
- Triyono, 1998, Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas dari Aktivitas Pendanaan, Investasi, Operasi, dan Laba Akuntansi dengan Harga atau Return Saham, *Tesis S-2*, Program Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Wilson, G.P., 1987, The Incremental Information Content of the Accrual and Funds Components of Earnings After Controlling for Earnings, *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 2, pp. 293-322.