

332.6
KHA
P 21

PENGARUH INFORMASI FUNDAMENTAL TERHADAP RETURN SAHAM

(Studi Empiris Perusahaan Manufaktur Pada Bursa Efek Jakarta)

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat
memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi



Diajukan Oleh :

Nama : Nur Khatik
NIM : C4C002217

Diajukan kepada

Program Studi Magister Akuntansi Program Pascasarjana
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
TAHUN 2004

TUPT-PUSTAK-UNDIP

Tesis berjudul

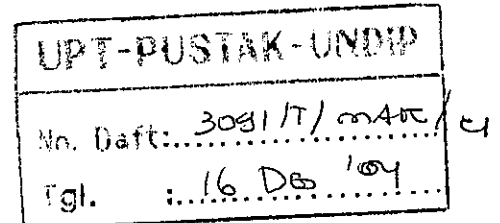
**PENGARUH INFORMASI FUNDAMENTAL TERHADAP
RETURN SAHAM**

(Studi Empiris Perusahaan Manufaktur Pada Bursa Efek Jakarta)

yang dipersiapkan dan disusun oleh

Nur Khatik (C4C002217)

telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 18 Juni 2004 dan
dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima



Susunan Dewan Penguji

Pembimbing Utama / Ketua

Drs. H. Rahardja, MSi, Akt
NIP. 130808804

Pembimbing / Anggota

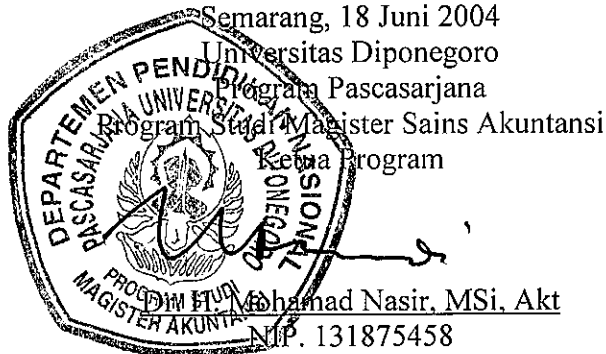
Drs. Agus Purwanto, MSi, Akt
NIP. 131991448

Anggota Tim Penguji

Dr. H. Mohamad Nasir, MSi, Akt
NIP. 131875458

Drs. H. M. Kholiq Mahfud, MSi
NIP. 131458542

Dr. Jaka Isgiyarta, MSi, Akt
NIP. 132049471



DAFTAR ISI

| | Halaman |
|---|---------|
| KATA PENGANTAR..... | vii |
| ABSTRACT..... | ix |
| BAB 1 PENDAHULUAN | |
| 1.1. Latar Belakang Masalah..... | 1 |
| 1.2. Perumusan Masalah..... | 6 |
| 1.3. Tujuan Penelitian..... | 7 |
| 1.4. Manfaat Penelitian..... | 8 |
| BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS | |
| 2.1. Signaling Theory..... | 9 |
| 2.2. Informasi Fundamental..... | 10 |
| 2.3. Return Saham..... | 11 |
| 2.4. Laba dan Return Saham..... | 12 |
| 2.5. Dividen dan Return Saham..... | 15 |
| 2.6. Cash Flow dan Return Saham..... | 18 |
| 2.7. Penelitian Terdahulu..... | 25 |
| 2.8. Kerangka Pemikiran Teoritis..... | 32 |
| 2.9. Hipotesis..... | 34 |
| BAB III METODE PENELITIAN | |
| 3.1. Jenis Penelitian..... | 35 |
| 3.2. Populasi dan Sampel..... | 35 |
| 3.3. Deskripsi Operasional Variabel..... | 36 |
| 3.4. Teknik Analisis..... | 41 |

| | |
|---|----|
| 3.5. Prosedur Analisis dan Justifikasi Statistik..... | 45 |
| BAB IV PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN | |
| 4.1. Deskripsi Data..... | 47 |
| 4.2. Pengujian Asumsi Regresi Linear Klasik..... | 49 |
| 4.2.1. Pengujian Multikolinieritas..... | 49 |
| 4.2.2. Pengujian Autokorelasi..... | 51 |
| 4.2.3. Pngujian Heteroskedastisitas..... | 52 |
| 4.2.4. Pengujian Normalitas..... | 53 |
| 4.3. Hasil Pengujian..... | 54 |
| 4.4. Pembahasan..... | 61 |
| BAB V PENUTUP | |
| 5.1. Kesimpulan..... | 66 |
| 5.2. Implikasi Hasil Penelitian..... | 67 |
| 5.3. Keterbatasan..... | 67 |
| 5.4. Saran..... | 68 |
| | |
| DAFTAR PUSTAKA..... | 69 |
| DAFTAR TABEL | |
| DAFTAR GAMBAR | |
| LAMPIRAN | |

DAFTAR TABEL

| | Halaman |
|---|---------|
| Tabel 1. Daftar Ringkasan Penelitian Terdahulu..... | 30 |
| Tabel 2. Deskripsi Operasional Variabel..... | 40 |
| Tabel 3. Descriptives Statistics..... | 41 |
| Tabel 4. Coefficient Correlations..... | 50 |
| Tabel 5. Coefficient untuk pengujian Multikolinieritas..... | 51 |
| Tabel 6 Model Summary untuk Pengujian Autokorelasi..... | 51 |
| Tabel.7. Coefficient untuk Pengujian Heteroskedastisitas..... | 52 |
| Tabel 8. Model Summary untuk pengujian Model A..... | 54 |
| Tabel 9. Uji Signifikansi Simultan model A..... | 55 |
| Tabel 10. Uji Signifikansi Parameter Individual Model A..... | 56 |
| Tabel 11. Model Summary untuk Pengujian Model B..... | 56 |
| Tabel 12. Anova untuk Pengujian Model B..... | 57 |
| Tabel 13. Coefficient untuk pengujian Model B..... | 58 |
| Tabel 14. Model Summary untk Pengujian Model C..... | 58 |
| Tabel 15. Uji Signifikansi Simultan Model C..... | 59 |
| Tabel 16. Uji Signifikansi Parameter Individual Model C..... | 61 |

DAFTAR GAMBAR

| | Halaman |
|--|---------|
| Gambar .1. Hubungan Informasi Fundamental Terhadap Return Saham..... | 33 |
| Gambar.2. Grafik Histogram dan Grafik Normal Plot..... | 53 |

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan kepada Tuhan yang Maha Esa, yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk dapat menyelesaikan tesis ini walau masih banyak kekurangan dan keterbatasan. Penyelesaian tesis ini tidak lepas dari bantuan dan dukungan dari dosen pembimbing yang telah meluangkan waktunya sehingga terselesainya tesis ini. Tidak lupa penulis mengucapkan trimakasih kepada;

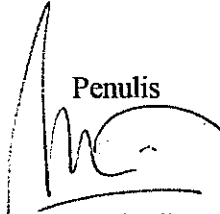
1. Bp. Drs.H.Rahardja, Msi,Akt. selaku dosen pembimbing satu (Promotor).
2. Bp. Drs.Agus Purwanto, Msi,Akt. selaku dosen pembimbing dua (Co. Promotor)
3. Bp. Dr. H. Mohammad Nasir, Msi, Akt. selaku Ketua Program dan dosen penguji.
4. Bp. Drs. H. M. Kholiq Mahfud, Msi selaku dosen penguji.
5. Bp. Dr. Jaka Isgiyarta, Msi, Akt selaku dosen penguji.

Tesis ini berjudul Pengaruh Informasi Fundamental Terhadap Return Saham; Studi Empiris Perusahaan Manufacture Pada Bursa Efek Jakarta. Menurut pandangan penulis informasi fundamental yang dapat dilihat dari laporan keuangan yang diterbitkan (dipublikasikan) oleh perusahaan setiap akhir tahun itu merupakan informasi yang penting. Dimana informasi tersebut dapat sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan bagi investor maupun calon investor untuk menginvestasikan dananya.

Harapan penulis semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi penulis berikutnya yang mempunyai kaitannya dengan judul ini dan bagi mahasiswa sebagai bahan

informasi. Saran dan kritik yang membangun sangat penulis perlukan untuk penelitian lebih lanjut nantinya. Akhirnya penulis mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya dan semoga Tuhan selalu melimpahkan rahmat dan hidayah serta meridhoi segala usaha yang kita lakukan, Amin.

Semarang, Juni 2004

Penulis

Nur Khatik

ABSTRACT

The objective of this research is to examine the fundamental information on the stock returns. Fundamental information are as independent variable such as earning (net income and operating income), cash dividend and the cash flows (operating cash flows, investing cash flows, financial cash flows and free cash flows. Whereas the stock return as dependent variable.

Populasi at this study is manufacturing company listed on Bursa Efek Jakarta with criteria the announcement dividend along three year continuously from 2000 until 2002 years. The study survey methodologi with purposive sampling. The analysisist technics uses analysisist double regresi linear, and this study contains three analysisist model.

The study result that relationships between information fundamental and stock return, in model A with significant simultaneous test (F test) and significant individual parameter test (t test) that found to be related among earning (net income and operating income) with the stock return. Then model B, address that cash dividend related with the stock returns. Model C, with uses significant simultaneous test concludes that found to be related among cash flows (operating cash flows, investing cash flows, financial cash flows and free cash flows) with the stock return. But with significant individual parameter test conclude that free cah flow there is no related with stock returns.

Key word : net income, operating income, cash dividend, operating cash flows, investing cash flows, financial cash flows, free cash flows, and stock return.

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini untuk menguji pengaruh informasi fundamental terhadap return saham. Informasi fundamental dalam penelitian ini sebagai variabel independen meliputi laba yang dalam laba bersih dan laba operasi, dividen kas dan *cash flow* yang diuraikan dalam *cash flow* operasi, *cash flow* investasi, *cash flow* pendanaan dan *cash flow* bebas. Sedangkan return saham sebagai variable dependen.

Populasi dalam penelitian ini perusahaan manufaktur yang Go Publik pada Bursa Efek Jakarta, dengan kriteria yang melaporkan dividen selama tiga tahun berturut-turut dari tahun 2000 sampai 2002. Metode yang digunakan metode survei dengan menggunakan *purposive sampling*. Teknik analisis yang digunakan dengan menggunakan analisis regresi linear berganda, dan dalam penelitian ini ada tiga model analisis.

Hasil Penelitian ini dalam model A, dengan uji signifikansi simultan (uji statistik F) maupun dengan uji signifikansi parameter individual (uji t statistik) menunjukkan bahwa Laba (laba bersih dan laba operasi) adanya pengaruh terhadap return saham. Sedangkan dalam model B, hasil pengujiannya menunjukkan bahwa dividen kas menunjukkan adanya pengaruh terhadap return saham. Selanjutnya dalam model C, dengan menggunakan uji signifikansi simultan adanya pengaruh yang antara *cash flow* (*cash flow* operasi, *cash flow* investasi, *cash flow* pendanaan dan *cash flow* bebas) terhadap return saham. Sedangkan dalam uji signifikansi parameter individual hasilnya menunjukkan bahwa *cash flow* bebas tidak berpengaruh terhadap return saham.

Kata kunci : *Laba bersih, laba operasi, Dividen kas, Cash flow operasi, cash flow investasi, cash flow pendanaan, cash flow bebas, dan return saham.*

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Sebagian besar aktivitas suatu perusahaan melibatkan kas dan setara kas, sehingga dengan melakukan analisis terhadap laporan laba, dividen, dan cash flow akan diketahui kinerja suatu perusahaan dalam suatu periode. Kinerja perusahaan yang baik dapat dilihat dari informasi fundamental yang dapat dilihat dari laporan keuangan yang diterbitkan setiap akhir tahun.

Setiap investor menginginkan pengembalian (return) yang tinggi atas investasinya. Pengembalian atas investasi diberikan dalam bentuk dividen yang ditentukan berdasarkan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). RUPS akan menetapkan jumlah dividen yang dibagikan sesuai dengan kondisi likuiditas dan rencana penggunaan kas dimasa yang akan datang. Tujuan perusahaan tidak hanya menginginkan laba yang tinggi tapi kelangsungan hidup dari perusahaan itu sendiri, bagaimana bisa menyesuaikan dengan kondisi lingkungan perusahaan itu berada. Laba memiliki potensi informasi yang sangat penting bagi pihak internal maupun eksternal perusahaan. Di antara komponen laba, pendapatan operasi adalah yang paling penting untuk mencerminkan kinerja riil dari perusahaan.

Return saham selalu dijelaskan dengan variabel fundamental menurut Chu, E.L (1997). Informasi fundamental secara umum dapat digambarkan sebagai informasi yang berkaitan dengan data keuangan historis suatu perusahaan. Informasi laba dalam laporan

keuangan yang dipublikasikan sebagai salah satu kunci bagi investor maupun kreditur dalam mengambil keputusan investasi. Investasi selalu berkaitan dengan resiko ketidakpastian dimasa yang akan datang. Karena itu investor akan menanamkan modalnya pada saham yang mempunyai tingkat return yang tinggi dengan resiko yang minimal. Untuk analisis saham seorang investor menggunakan analisis fundamental yang lebih memfokuskan pada data-data keuangan historis. Alternatif yang dipilih tergantung pada investor dalam menilai risiko dari investasi yang dilakukan dan tingkat pengembalian atau return yang diinginkan.

Lev dan Thiagarajan (1993) memperkenalkan beberapa sinyal fundamental yang merefleksikan hubungan antara data akuntansi saat ini (*current accounting data*) yang dapat digunakan untuk memprediksi perubahan laba masa datang. Hasil pengujian menyimpulkan adanya relevansi sinyal-sinyal yang memperlihatkan bahwa sinyal fundamental berhubungan signifikan dengan return saham. Abarnell dan Bushe (1997) menguji sinyal-sinyal fundamental dengan *contemporaneous return* untuk memprediksi earning dimasa datang, hasil pengujiannya menunjukkan baik earning dimasa datang maupun revisi terhadap forecast analisis atas earning masa yang akan datang berhubungan secara signifikan dengan beberapa sinyal pada periode sampel yang mereka uji. Abarnell dan Bushe (1998) melakukan pengujian apakah analisis fundamental dapat meningkatkan *abnormal return* secara signifikan dengan menggunakan 9 sinyal fundamental dari Lev dan Thiagarajan (1993), menyimpulkan bahwa sinyal-sinyal fundamental menyediakan informasi mengenai return saham dimasa datang yang berhubungan dengan berita earnings yang akan datang.

Kebijakan dividen merupakan salah satu masalah penting yang harus dipertimbangkan dalam keputusan manajemen. Apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagikan sebagian untuk dividen dan sebagian lagi ditahan. Informasi atas kebijakan dividen sangat dibutuhkan oleh para investor dipasar modal untuk mengetahui kinerja perusahaan. Investor tidak dapat selalu mempercayai manager dalam menyajikan informasi yang tidak bias mengenai prospek perusahaannya, tetapi dengan signal dividen yang relatif lebih reliabel. Miller dan Modigliani (1961) dalam Jogiyanto (2000) menunjukkan bahwa dividen sifatnya tidak relevan didalam menentukan nilai perusahaan. Tetapi masih banyak yang membayar dividen dan meningkatkan nilai dividennya. Hasil studi tentang apakah dividen mengandung informasi yang berguna untuk pasar juga menghasilkan kesimpulan yang masih berbeda.

Dividen dipandang sebagai proxy lain dari kinerja perusahaan masa depan. Black dan Scholes (1974) menemukan bahwa return saham tidak relevan untuk pembayaran dividen, tetapi Litzengerger dan Ramaswamy (1979, 1980) menyimpulkan adanya suatu hubungan positif antara return dan dividen. Bagaimanapun, kesimpulan pasar dalam merespon dividen adalah masih kontroversial. McNicholes dan Dravid'S (1990) dan rekannya menyimpulkan bahwa dividen saham mungkin berlaku sebagai suatu isyarat untuk laba masa depan yang baik.

PSAK No.2 beranggapan bahwa informasi arus kas historis berguna dalam hal: 1) menunjukkan jumlah, waktu dan kepastian arus kas masa depan, 2) meneliti kecermatan taksiran arus kas masa depan. Informasi yang terdapat dalam cash flow bermanfaat dapat dilihat atau tercermin dari perilaku investor yang dalam hal ini adalah

return saham. Data-data dari cash flow juga diuji sebagai informasi penting untuk investor dalam mengambil keputusan. Untuk mengimplementasikan informasi arus kas dalam keputusan investasinya, investor perlu mengetahui pengaruh informasi arus kas terhadap investasi yang dilakukannya sehingga investor dapat mengambil keputusan investasinya dengan cepat dan tepat atas dasar informasi arus kas. Pengujian hubungan antara return saham dan informasi cash flow, hasilnya menunjukkan bahwa return saham secara positif dihubungkan dengan arus kas dari kedua aktivitas operasi dan keuangan. Penelitian mengenai pengaruh arus kas terhadap return saham yang dilakukan oleh Wilson (1986), Rayburn (1986), Bowen et al. (1989), Livnat dan Zarowin (1990), dan Ali (1994) telah berhasil membuktikan adanya pengaruh yang signifikan dari arus kas terhadap return saham.

Beberapa peneliti lain, seperti Board dan Day (1989), dan Clubb (1995) tidak berhasil mendapatkan bukti pengaruh arus kas terhadap return saham. Demikian pula penelitian yang dilakukan oleh Triyono (1998) dan Sri Wahyuni (1998) dengan menggunakan data return saham di Bursa Efek Jakarta tahun 1995-1996 dan data arus kas total, juga tidak berhasil mendapatkan bukti bahwa informasi arus kas mempengaruhi return saham. Hal ini menunjukkan bahwa laporan arus kas tidak mempunyai kandungan informasi bagi investor.

Laporan arus kas menyajikan informasi tentang sumber penggunaan kas bersih dari aktivitas-aktivitas operasi, investasi dan pendanaan. Pengaruh dari arus kas dan setara kas tersebut dalam suatu periode dapat dilaporkan sehingga saldo awal dan akhir kas dan setara kas dapat direkonsiliasi. Aktivitas investasi termasuk melakukan dan

penagihan piutang, pembelian dan penjualan aktiva tetap serta pembelian utang dan saham perusahaan lain. Data cash flow juga dipandang sebagai informasi penting untuk investor. Bagaimanapun, peran cash flow dari aktivitas yang berbeda masih belum jelas. Livnat dan Zarowin (1990) dan rekannya berargumen suatu hubungan positif antara return dan cash flow dari operasi (CFO). Miller dan Rock (1985) dan Ross (1977) berbeda kesimpulan dalam peranan cash flow pendanaan (CFF). Secara umum, hasil dari pengujian cash flow dari investasi (CFI) adalah kontraversial.

Aktivitas pendanaan meliputi penerimaan dana-dana ekuiti dan memberikan pengembalian (return) kepada pemilik atas investasinya, pendanaan dari pinjaman dan penyelesaian utang serta menentukan dan membayar untuk sumber-sumber lain yang diperoleh dari kreditur atas kredit yang tidak lancar. Aktivitas operasi berkaitan dengan pengolahan (manufakturing) dan penjualan barang atau menyediakan jasa-jasa tidak untuk fungsi-fungsi investasi dan pendanaan. Kandungan informasi cash flow, dalam studi menunjukkan bahwa cash flow dari operasi (CFO) dan cash flow dari pendanaan (CFF) keduanya memberikan informasi yang positif untuk pasar. Sedangkan peranan cash flow dari investasi adalah belum jelas. CFO dan CFF keduanya mencerminkan potensi untuk ekspansi lebih jauh. Penemuan ini adalah konsisten dengan Ross (1977) dan Leland dan Pyle'S (1977) mengenai hipotesis signal untuk CFF.

Cash flow bebas (FCF) biasanya menimbulkan konflik kepentingan diantara dua belah pihak yaitu pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut untuk kepentingannya. Sedangkan pihak manager menginginkan untuk digunakan investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa mendatang akan

menambah insentif bagi manager. berdasarkan analisa tersebut peneliti ingin meneliti berdasarkan data empiris pada perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta.

Laba yang tinggi belum menjamin pembagian dividen yang tinggi pula, jadi tergantung penggunaan kas yang direncanakan. Dengan laporan arus kas dapat dianalisis perolehan kas dan penggunaannya sehingga dapat diestimasikan pengembalian yang akan diberikan oleh perusahaan. Signifikansi hubungan antara return saham dan dividen saham juga didukung dengan hipotesis signal. Pengujian hubungan antara Return saham dan cash flow memberikan hasil bahwa apresiasi pasar tidak hanya operasi cash inflow tapi juga cash inflow dari issue baru obligasi atau saham, Chu, E. L. (1997).

Dari uraian diatas bisa penulis simpulkan bahwa informasi laba, dividen dan cash flow merupakan sebagian dari komponen laporan keuangan, sehingga dalam analisis fundamental tidak dapat dipisahkan. Adanya hasil-hasil yang kontradiktif tersebut diatas telah mendorong penulis menguji kembali model analisis yang dikembangkan oleh Chu, E.L. (1997) mengenai pengaruh informasi fundamental yang digambarkan dalam laba, dividen, dan cash flow terhadap return saham pada Bursa Efek Jakarta.

1.2. Perumusan Masalah

Dengan melihat latar belakang masalah mengenai informasi laba, dividen, dan cash flow, informasi tersebut dapat mempengaruhi pihak investor, kreditur maupun shareholder dalam mengambil keputusan lebih lanjut, dan bagaimana pengaruh dari

ketiga informasi tersebut diatas dengan return saham. Sehubungan dengan ketentuan dalam Standar Akuntansi Keuangan dan Keputusan Bapepam No. 80/PM/1996 telah membuka peluang untuk dilakukannya penelitian mengenai manfaat laporan arus kas sebagai sumber informasi bagi investor di Indonesia, khususnya di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan uraian diatas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut:

1. Apakah laba yang diuraikan dalam laba bersih dan laba operasi berpengaruh terhadap return saham.
2. Apakah dividen yang dalam hal ini dividen kas berpengaruh terhadap return saham.
3. Apakah *cash flow* yang diuraikan dalam *cash flow* operasi, *cash flow* investasi, *cash flow* pendanaan dan *cash flow* bebas berpengaruh terhadap return saham.

1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah yang ada, penelitian ini mempunyai tujuan sebagai berikut

1. Untuk menguji pengaruh laba yang diuraikan dalam laba bersih, laba operasi terhadap return saham.
2. Untuk menguji pengaruh dividen yang dalam hal ini dividen kas terhadap return saham.

3. Untuk menguji pengaruh *cash flow* yang diuraikan dalam *cash flow* operasi, *cash flow* investasi, *cash flow* pendanaan dan *cash flow* bebas terhadap return saham.

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian yang dilakukan ini diharapkan bermanfaat sebagai berikut:

1. Memberikan tambahan acuan untuk penelitian berikutnya.
2. Bermanfaat bagi calon investor, kreditur sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan investasi.
3. Bagi Emiten, sebagai sinyal bahwa laporan keuangan yang mereka publikasikan sangat berarti untuk berbagai pihak dalam menilai kondisi perusahaan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Signaling Theory

Signaling theory merupakan penjelasan dari asimetri informasi. Terjadinya asimetri informasi disebabkan karena pihak manajemen mempunyai informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan dibandingkan pihak luar (investor). Perusahaan harus memberikan informasi atau sinyal (*signaling*) kepada pihak luar (investor), sehingga investor mau menginvestasikan kepada perusahaan yang memerlukan dana investasi. Asimetri informasi perlu diminimalkan, sehingga perusahaan go publik dapat menginformasikan keadaan perusahaan secara transparan kepada pihak luar.

Untuk mengurangi terjadinya asimetri informasi antara perusahaan dengan pihak luar dengan cara pihak manajemen perusahaan memberikan informasi secara lengkap (*full disclosure*) mengenai kinerja dan prospek perusahaan. Asimetri informasi dapat mempengaruhi return dan harga saham karena informasi yang didapatkan oleh investor lebih sedikit dibandingkan manajemen perusahaan dengan demikian likuiditas pasar saham suatu perusahaan juga berpengaruh. Penelitian yang berkaitan dengan teori sinyal (*signaling theory*) adalah penelitian Gonedes (1980) yang menyatakan bahwa peraturan pengungkapan mempunyai manfaat untuk mengurangi asimetri informasi. Verrecchia (1982) dalam Wuryan Andayani (2002) mengatakan bahwa peningkatan informasi publik akan menurunkan jumlah pencarian informasi privat yang mahal.

Keberadaan informasi laba dapat membawa pada penurunan asimetri informasi dalam perdagangan pasar saham. Lev (1996) menunjukkan bahwa pengumuman laba akan mempengaruhi return pasar dan dapat mengurangi asimetri informasi di pasar modal. Ross (1977) dalam Smith dan Watts (1992) dalam Wuryan Andayani (2002) menyatakan bahwa sinyal bersifat tergantung pada tingkat disparitas informasi. Jika disparitas informasi kecil, maka perusahaan tidak perlu memberi sinyal. Teori sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan akan memiliki leverage besar jika disparitas informasi kecil.

2.2. Informasi Fundamental

Informasi fundamental adalah suatu informasi yang berhubungan dengan data keuangan historis perusahaan. Quirin.J.J. dan Allen .A (2000) menyatakan bahwa informasi fundamental memiliki ketentuan lebih menaikkan nilai relevan bilamana laba adalah *predominately transistory*. Ditambahkan analisis menunjukkan bahwa perbedaan antara laba *predominately permanent* dan *predominately transistory* secara signifikan memperbaiki kemampuan dari informasi fundamental untuk memprediksi return saham.

Thiagarajant dan Lev (1993) analisis fundamental bertujuan menentukan nilai dari surat-surat berharga perusahaan dengan suatu pengujian seksama pada kunci *value-driver*, seperti laba, resiko, pertumbuhan, dan *competitive position*. Untuk menjelaskan informasi fundamental peneliti menggunakan laba yang diuraikan dalam laba bersih dan laba operasi, dividen kas dan *cash flow* yang diuraikan dalam *cash flow* operasi, *cash flow* investasi, *cash flow* pendanaan dan *cash flow* bebas.

2.3. Return Saham

Setiap investor mengharapkan return yang tinggi atas investasinya. Return adalah pengembalian hasil atau laba atas suatu - surat berharga atau investasi modal, biasanya dinyatakan dalam suatu tingkat persentase tahunan. Dengan demikian return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Return dapat berupa return realisasi yang sudah terjadi dimana dihitung berdasarkan data historis dan return ekspektasi yang belum terjadi dan diharapkan akan terjadi dimasa datang (Jogiyanto,2000).

Dalam penelitian ini penulis menggunakan return total, yang merupakan bagian dari return realisasi. Return total merupakan return keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu yang terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield* sehingga bisa dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Return} = \text{Capital gain (loss)} + \text{Yield}$$

$$\begin{aligned} RT_t &= \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}} \\ &= \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} \end{aligned}$$

Dimana :

RT_t = return saham

P_t = harga investasi saat ini.

P_{t-1} = harga investasi periode tahun lalu.

D_t = deviden saat ini.

Peneliti menggunakan data pada return ini karena data yang diambil adalah dari laporan keuangan perusahaan tahunan yang merupakan data historis demikian juga return total (return) merupakan bagian dari return realisasi yang datanya juga dari data historis. Sedangkan return total dapat bernilai positif atau negatif, sehubungan dengan penelitian ini, karena dividen tidak dapat diberikan pada saat laporan itu diterbitkan maka untuk return saham, waktu (t) ditambah 1 (RT_{t+1}).

2.4. Laba dan Return Saham

Dalam SFAC No. 1. Paragraf 43 menyatakan bahwa fokus utama dari pelaporan keuangan tentang kinerja perusahaan disediakan oleh earning dan komponen-komponennya. Hal ini merupakan peluang untuk dilakukannya penelitian mengenai manfaat informasi earning dalam pelaporan keuangan. Laba merupakan item laporan keuangan yang mendasar dan penting dalam berbagai konteks. Secara umum sebagai dasar untuk perpajakan, penentuan kebijakan dividen, petunjuk investasi dan pembuatan keputusan, dan elemen prediksi. Pengertian laba yang dianut oleh struktur akuntansi adalah laba akuntansi yang merupakan selisih pengukuran pendapatan dan biaya. Besar hasilnya earning sebagai pengukur kenaikan aktiva sangat tergantung pada ketepatan pengukuran biaya (Chairiri,2000.P300)

Laba akuntansi secara operasional didefinisikan sebagai perbedaan antara realized revenue yang berasal dari transaksi suatu periode dan berhubungan dengan historis cost. Definisi ini menunjukkan lima karakteristik earning akuntansi menurut Belkaoui (2000,p.127):

- a. Laba akuntansi didasarkan pada transaksi aktual terutama yang berasal dari penjualan barang dan jasa.
- b. Laba akuntansi didasarkan pada postulat periodisasi dan mengacu pada kinerja perusahaan selama satu periode tertentu.
- c. Laba akuntansi didasarkan pada prinsip pendapatan yang memerlukan pemahaman khusus tentang definisi, pengukuran dan pengakuan pendapatan.
- d. Laba akuntansi memerlukan pengukuran tentang biaya dalam bentuk histories cost.
- e. Laba akuntansi menghendaki adanya penandingan antara pendapatan dengan biaya yang relevan dan berkaitan dengan pendapatan tersebut.

Ball dan Brown (1968) dalam Wahyu Widodo (2002) melakukan penelitian yang menguji hubungan antara laba akuntansi dengan harga saham yang hasilnya bahwa perusahaan dengan laba yang meningkat atau menurun juga berhubungan dengan dengan peningkatan atau penurunan saham selama periode pengamatan. Penelitian ini merupakan awal penelitian-penelitian mengenai informasi akuntansi (laba akuntansi) dikaitkn dengan harga saham. Demikian juga Beaver (1968) meneliti perilaku harga dan perilaku perdagangan saham diseputar tanggal pengumuman laporan keuangan dan hasilnya bahwa laba tahunan mengandung informasi yang relevan untuk penilaian perusahaan. Beberapa peneliti seperti Beaver, Lambert dan Morse (1980), Collin Khotari dan Rayburn (1987) dan Freeman (1987) dalam Jane A .OU dan Stephen H. Penman(1989) mendokumenkan bahwa harga saham sebagai petunjuk laba akuntansi

Atiase (1985) meneliti perilaku investor disekitar pengumuman laba akuntansi dengan memperhatikan predisclosure informasi dan kapitalisasi perusahaan. Hasil penelitian ini adalah ditemukan hubungan antara perubahan harga dan pengumuman laba akuntansi. Kemudian Ball dan Khotari (1991) juga menemukan adanya hubungan antara earning dengan return sekuritas. laba Akuntansi pada umumnya dipandang sebagai informasi keuangan yang penting untuk investor. Angka-Angka yang dipertimbangkan bermanfaat akan mempengaruhi suatu perubahan dalam distribusi kemungkinan dirasa penerima untuk pendapatan masa depan. Hubungan Returns/Earnings adalah betul-betul format riset akuntansi yang lazim sejauh studi dasar pasar berkaitan. Hubungan antara harga dan laba selalu diukur oleh rata-rata dari koefisien respond earning (ERC). ERC mengukur perubahan harga sebagai hasil perubahan dalam laba yang diharapkan. Jika hubungan antara harga dan laba sebagai model sederhana menyarankan, ERC akan sama dengan perbandingan P/E.

Lev (1990) meninjau studi return / laba dan menyimpulkan bahwa kebanyakan dari dokumen di dalam U.S. yang diperkenalkan suatu hubungan yang signifikan antara laba dan return tetapi dengan hanya kurang dari 5 persen kekuatan penjelas. Ia mengusulkan bahwa salah satu perbaikan metodologi maupun pertimbangan ulang dari tanggapan data akuntansi yang riil para pengguna mungkin memperlemah. Pertimbangan yang kuat dari informasi laba, Ronen dan Sadan (1981) memberikan bukti bahwa reaksi pasar lebih permanen dibanding komponen laba berjalan. Lipe (1986) laba diuraikan dalam komponen-komponen dan disimpulkan bahwa pendapatan operasi menjadi lebih bermanfaat dibanding pendapatan non-operasi untuk menjelaskan return

saham. Dalam penelitian ini penulis menggunakan laba yang diuraikan dalam laba bersih, dan laba operasi sebagai variabel independennya.

2.5. Dividen dan Return Saham

Setiap investor mengharapkan dividen atas investasi yang ia investkan pada perusahaan. Pembagian dividen dilakukan pada saat rapat umum pemegang saham (RUPS). Dividen diberikan pada pemegang saham bila saldo laba ditahannya positif. Dividen dapat dibayarkan dalam bentuk tunai, dengan aktiva bukan kas lain atau dengan saham. (Soemarso.1999). Miller dan Modigliani (1961) yang mengembangkan model dasar dividen dengan mengevaluasi suatu modal perusahaan oleh nilai saat ini dari semua pembayaran dividen masa depan. Dengan pendapat umum terhadap model Miller dan Modigliani (1961), model itu juga sebagai dasar untuk semua model discount-cash-flow (DCF).

Miller dan Rock (1985) dalam Allen (1992) dalam Chu E.L.(1997)memberikan suatu model formal kebijakan dividen berdasarkan pada asimetri informasi. Mereka berasumsi bahwa manajer perusahaan lebih mengetahui dibandingkan pihak investor tentang kebenaran dari laporan current earning perusahaan. Miller dan Rock (1985) menyimpulkan bahwa dividen yang meningkat memberi sinyal terhadap arus kas masa datang yang diharapkan berhubungan positif dengan return saham. Bukti empiris diberikan oleh Asquith dan Mullin, serta Breckley (1983) dalam Satyo (2002) yang menemukan bahwa perubahan dividen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap return saham.

Dalam penulisan klasik Miller dan Modigliani (1961) dalam Chu,E.L (1997) memberikan suatu argumen yang kuat untuk mengklaim bahwa kebijakan dividen tersebut tidak berpengaruh terhadap suatu nilai dari suatu perusahaan. Mereka berasumsi bahwa dengan kata lain tanpa transaksi biaya dan pajak, suatu kebijakan investasi ada dan secara lengkap informasi dapat diketahui oleh investor. Didasarkan pada model Miller dan Modigliani (1961) dalam Chu,E.L. (1997), dengan kata lain suatu kebijakan dividen perusahaan dihipotesakan sebagai suatu isu tidak relevan. Bagaimanapun, dengan kata lain bahwa dividen mungkin mempengaruhi struktur harga saham.

Friend dan Puckett (1964) dalam Chu,E.L. (1997) menggunakan data *cross-sectional* untuk menguji pengaruh pembayaran dividen atas nilai saham dan menemukan bahwa multiplier dividen sebagian dari multiplier laba ditahan. Selanjutnya, Black dan Scholes (1974), yang menerapkan suatu model dua factor dan menemukan bahwa return saham adalah tidak berhubungan dengan deviden tahunan maupun proporsi dari laba yang dibayarkan. Dibagian lain, Litzeberger dan Ramaswamy (1979, 1980) menguji hubungan antara dividen dan return dan disimpulkan bahwa risk-adjusted return adalah lebih tinggi untuk surat-surat berharga dengan dividen lebih tinggi. Mereka menyatakan return yang lebih tinggi itu adalah diperlukan untuk mengganti kerugian investor dalam mempengaruhi mereka untuk menjaga dividen saham tahunan.

Khoury dan Smith (1977), Morgan (1980), Christies (1994) dan Denis (1994) dalam Chu,E.L. (1997) juga menyimpulkan bahwa jumlah persediaan dari dividen

adalah sensitif dengan perbedaan antara permintaan para klien. Mereka menyatakan bahwa return saham adalah berhubungan positif dengan pembayaran dividen. Perbandingan earning, kandungan informasi dari dividen cash untuk return saham adalah permasalahan dalam praktek. Ohlson (1995) dan Feltham dan Ohlson (1995) dimana ditunjukkan bahwa return saham adalah insentive untuk pembayaran dividen jika earning termasuk dividen menggantikan properti. Dividen saham secara teoritikal menaikkan jumlah dalam modal saham terkemuka dan tidak mempengaruhi atas proposional kepemilikan saham dari pemegang saham. Beaver (1980) mendukung argumen hubungan positif antara deviden saham dan laba mendatang.

Chu.E.L. (1997) Hubungan antara return saham dan dividen saham juga mendukung hipotesis signal. Hasil pengujian hubungan antara return saham dan dividen kas adalah sangat lemah. Respon kedua dari dividen kas dan dividen saham adalah signifikan positif. Riley (1979), Beaver et al.(1980) dan rekannya mendukung argumentasi suatu hubungan positif antara dividen saham (splits) dan laba masa depan. McNicholes dan Dravid (1990), Banker et al. (1993) seperti halnya Rankine dan Stice (1997) dalam Chu.E.L.(1997) yang menyatakan bahwa signal perusahaan merupakan informasi private bagi mereka tentang laba masa depan, dengan pilihan dari pemecahan saham atau dividen. Oleh karena itu, pasar mungkin bereaksi dengan baik untuk informasi deviden saham. Kesimpulannya, menyatakan bahwa hubungan antara return dan deviden dalam bentuk kas adalah kontraversial. Deviden saham, bagaimanapun, akan menyediakan informasi untuk laba masa depan yang baik dan mempunyai

hubungan positif dengan return saham. Dalam penelitian ini penulis menggunakan variabel independennya menggunakan deviden kas sebagai variabel independen.

2.6. Cash Flow dan Return Saham

Tujuan laporan keuangan yang diungkapkan oleh Financial Accounting Standart Board (FASB) dalam Statement of Financial Accounting Concept (SFAC) No.1 adalah untuk menyediakan informasi bagi investor, kreditur dan pemakai eksternal lainnya untuk mengambil keputusan investasi dan kredit. Selain itu tujuan dari pelaporan keuangan menurut SFAC No. 1 juga menunjukkan bahwa laporan keuangan berfungsi untuk mengurangi kondisi ketidak pastian mengenai prospek arus kas. Berkaitan dengan hal tersebut, FASB (1987) mengeluarkan Statement of Financial Accounting Concept (SFAC) No. 95. Tentang Statement of Cash Flow yang merekomendasikan untuk memasukkan laporan arus kas sebagai bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan.

Ikatan Akuntan Indonesia pada tanggal 1 September 1994 menerbitkan Standar Akuntansi Keuangan (SAK) yang berlaku efektif 1 Januari 1995. Pernyataan Standar Akuntansi keuangan No .2 merekomendasikan untuk memasukkan laporan arus kas sebagai bagian tidak terpisahkan dari laporan keuangan. Keputusan Bapepam No. Kep. 80/PM/1996, Tanggal 17 Januari 1996, tentang kewajiban emiten untuk menyampaikan laporan arus kas dalam laporan keuangan berkala kepada Bapepam. Hal tersebut secara rinci dapat ditemukan pada lampiran keputusan Bapepam, No.1 butir c, yang menyatakan bahwa emiten wajib menyerahkan laporan keuangan termasuk juga laporan arus kas.

Pengaruh laporan cash flow terhadap return saham merupakan tema pokok yang menarik dalam penelitian capital market. Laporan arus kas bisa dikatakan sebagai kelebihan kas yang diterima terhadap kas yang dicairkan (dikeluarkan) karena suatu operasi tertentu atau aktiva tertentu selama periode tertentu. Didalam laporan arus kas disajikan informasi mengenai; penggunaan kas bersih dari aktifitas-aktifitas operasional, investasi, dan pendanaan. Dalam penelitian ini penulis menggunakan *cash flow* operasi, *cash flow* investasi, *cash flow* pendanaan dan *cash flow* bebas.

Tujuan dari laporan Cash flow menurut Vanhorne (1995) adalah untuk melaporkan arus kas masuk dan arus kas keluar perusahaan dalam periode berjalan, yang dibedakan dalam tiga kategori; kegiatan operasi, investasi dan pendanaan. Wilson (1986) melakukan penelitian terhadap earning yang dipisahkan ke dalam komponen kas dari operasi dan total accrual. Hasilnya menunjukkan bahwa pemisahan earning ke dalam kas dari operasi dan total accrual mempunyai tambahan kandungan informasi yang melebihi earning yang tidak bisa dipisahkan dan total accrual mempunyai tambahan informasi yang melebihi komponen kas operasi. Sedangkan hasil lainnya menyatakan bahwa noncurrent accrual mempunyai tambahan kandungan informasi, namun tidak melebihi cash flow dari operasi.

Pengujian yang dilakukan oleh Wilson (1986,1987), Bowen et al. (1986,1987), dan Rayburn (1986) yang hanya memfokuskan pada arus kas dari aktivitas operasi yang menemukan adanya kandungan informasi dari data arus kas bagi investor. Penemuan ini diperkuat oleh Livnat dan Zarowin (1990). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *unexpected cash inflow or out flows* dari aktivitas operasi dlam periode tertentu akan

mempengaruhi harga saham. Sehingga diharapkan komponen cash operasi mempunyai hubungan yang signifikan dengan return saham.

Bowen et al. (1989) melakukan penelitian peranan data arus kas data accrual dalam menjelaskan harga sekuritas. Pengujian yang pertama dilakukan untuk mengetahui hubungan antara unexpected security return dan unexpected cash flow. Sedangkan pengujian yang kedua dilakukan untuk mengetahui hubungan antara unexpected security return dengan unexpected earning. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa data arus kas mempunyai kandungan informasi tambahan dibandingkan yang terdapat dalam earning. Hasil ini konsisten dengan studi yang dilakukan oleh Rayburn (1986) yang menguji kandungan informasi arus kas dari operasi dan laba akrual dengan return saham. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi dari cash flow operasi dan agregat accrual.

Bernard dan Stober (1989) melakukan penelitian mengenai pemisahan laba bersih menjadi arus kas operasi dan laba akrual. Hasil studi ini menunjukkan bahwa dengan memisahkan laba bersih menjadi arus kas operasi dan laba akrual dapat meningkatkan hubungan dengan abnormal return. Penelitian sejenis juga dilakukan oleh Livnat dan Zarowin (1990) yang menguji komponen-komponen arus kas seperti yang dikehendaki dalam SFAS No. 95. Dengan menggunakan model analisis regresi berganda dan sampel sebanyak 281 perusahaan, hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa komponen arus kas mempunyai hubungan positif yang lebih kuat dibandingkan arus kas secara total maupun dengan laba akrual. Mereka juga menguji komponen arus dan

hasilnya menunjukkan bahwa komponen arus kas secara individu mempunyai hubungan yang berbeda dengan abnormal return.

Berdasarkan beberapa hasil penelitian yang telah dibahas dimuka, menunjukkan bahwa baik data arus kas maupun laporan arus kas mempunyai kandungan informasi yaitu dengan cara melihat pengaruhnya terhadap return saham. Meskipun demikian, terdapat bukti empiris yang menunjukkan ketidakkonsistenan yaitu beberapa penelitian memperoleh hasil bahwa arus kas tidak mempunyai kandungan informasi; seperti Board dan Day (1989), dan Clubb (1995). Hasil penelitian Clubb(1995) menyatakan bahwa data arus kas di luar data akuntansi hanya memberikan dukungan yang lemah bagi investor. Bahkan penelitian Board dan Day (1989) yang menguji apakah data arus kas berpengaruh terhadap harga saham, ternyata tidak berhasil menolak hipotesis nol. Hal ini menunjukkan bahwa data arus kas tidak mempunyai kandungan informasi jika dilihat pengaruhnya terhadap harga saham. Triyono (1998) melakukan penelitian mengenai kandungan informasi arus kas dan laba akuntansi terhadap harga atau return saham. Hasil penelitiannya berhasil membuktikan bahwa komponen-komponen arus kas berpengaruh terhadap harga saham . Akan tetapi penelitiannya tidak dapat membuktikan pengaruh arus kas total dan komponen-komponen arus kas terhadap return saham.

FASB's. No.95 (1987) mewajibkan perusahaan itu untuk menyediakan informasi detail cash flow. Cash flow dari operasi menyediakan informasi tentang jumlah kas yang dihasilkan oleh perusahaan dari operasi normal. Itu merupakan informasi hasil operasi cash-Basis yang terjadi. FASB'S. No. 95 juga mencatat bahwa "

jumlah dari penerimaan kas operasi yang utama dan pembayaran yang kemungkinan akan lebih bermanfaat dibanding informasi hanya tentang penjumlahan arithmetic.”

Bowen, Burgtashler dan Daley (1987) seperti halnya Livnat Dan Zarowin (1990) yang mendemonstrasikan kegunaan informasi dari statemen cash flow. Keduanya menunjukkan cash flow dari operasi berhubungan positif terhadap return pasar. Finger (1994) dan Loerk dan Willinger (1996) juga membandingkan cash flow dari operasi dan data time-series laba, dan disimpulkan bahwa cash flow operasi mengandung kemampuan prediksi lebih baik dibanding laba. Miller dan Rock (1985) mengatakan bahwa suatu peningkatan investasi secara positif dihubungkan dengan return saham berkaitan dengan cash flow masa depan lebih tinggi. Mcconnell dan Muscarella (1986) yang mendukung argumentasi itu. Demikian juga, Amihud dan Lev (1981) yang berargumentasi bahwa memperbaiki suatu portofolio mungkin berkaitan dengan motivasi manajer pribadi, seperti penggabungan atau akuisisi. Mereka menyimpulkan suatu reaksi pasar negatif akan diharapkan. Livnat dan Zaarowin (1990) juga menemukan tidak signifikansi hasil untuk *cash flow* investasi (CFI).

Berdasarkan Miller dan Modigliani (1961) menyempurnakan pendapat umum, struktur modal atau kebijakan dividen akan bersifat tidak relevan untuk penilaian saham. Bagaimanapun, cash flow pendanaan dipandang sebagai suatu signal untuk pasar. Ross (1977) seperti halnya Leland dan Pyle (1977) menyatakan pengeluaran hutang mungkin dirasa sebagai indikator yang baik dari cash flow masa depan. Miller dan Rock (1985), sebagaimana, berargumentasi bahwa pasar mempunyai respon negatif

untuk pendanaan ekuiti yang mana, mungkin menurunkan cash flow operasi (CFO) masa depan.

Ross (1977) dan Leland dan Pyle (1977) dalam Chu, E.L (1997) berargumen bahwa penerbitan hutang merupakan sinyal yang baik untuk menaksir arus kas., dikarenakan pemilik dapat mempertahankan proporsi kepemilikannya dari pada menerbitkan saham. Berdasarkan teori ini pasar akan bereaksi positif dengan penerbitan hutang. Teori ini dibantah oleh Miller dan Rock (1985). Mereka berargumen bahwa akan bereaksi negatif terhadap pengumuman sumber pendanaan dari luar. Karena hal ini akan mempengaruhi arus kas dari aktivitas operasi menjadi lebih rendah untuk masa yang datang. Ini dibuktikan oleh Mikkelson dan Partch (1986) dan Echbo (1986) dalam Wahyu Widodo (2002). Berdasarkan penelitiannya mereka membuktikan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman penerbitan hutang. Sedangkan Dann (1981) membuktikan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman pembelian saham

Cash flow bebas (FCF) yang diperoleh dari statemen cash flow dipandang sebagai suatu kriteria kritis yang baru untuk analisis keuangan. Secara teoritis, cash flow bebas didefinisikan sebagai jumlah kas dari pemilik suatu bisnis dapat mengkonsumsi tanpa mengurangi nilai bisnis itu. Ini juga yang disebut kenaikan cash flow dihasilkan dari operasi. Investor akan berapresiasi tentang investasi perusahaan ketika mereka menghasilkan *cash flow* bebas yang tinggi. Aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja (working capital) atau investasi pada aset tetap (Ross et.,al 2000) dalam (Yogiyanto dan Tarjo 2003). Aliran kas bebas kepada investor bahwa dividen

yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, aliran kas bebas akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang mempunyai kemampuan masa depan dan yang tidak mempunyai kemampuan masa depan.

Di Indonesia, masalah aliran kas bebas belum banyak mendapat perhatian karena perusahaan-perusahaan tidak mengumumkan aliran kas bebas secara eksplisit. Berbeda dengan di Amerika Serikat, aliran kas bebas cukup mendapat perhatian karena terdapat badan independen seperti Value Line Investment Survey yang mengumumkan secara berkala aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan. (Ali, S.U 2002). Ditambahkan, cash flow bebas tidak akan dipengaruhi oleh kebebasan menentukan pilihan metode akuntansi. Sebagai ganti perbandingan laba/harga (E/P), tingkat dari FCF/Harga (cash flow bebas) adalah rasio pandangan lain ketika membuat keputusan investasi. Hackel dan Livnat (1995) yang mengembangkan dalam dasar strategi investasi atas perbandingan FCF/harga. Mereka berargumentasi bahwa multiple cash flow bebas, sebagai ganti rasio Earnings/Price, mampu mengukur lebih akurat pada periode investasi kembali. Juga memberikan suatu live portfolio dan ditemukan hasil mendukung.

Copeland, Koller dan Murrin (1990) menunjukkan bahwa hasil returns / laba adalah belum jelas mungkin berkaitan dengan pengaruh window dressing dari laba. Mereka juga menyimpulkan bahwa cash flow riil, atau definisi cash flow bebas mungkin menjadi informasi utama untuk pasar. Dalam penelitian ini penulis

menggunakan cash flow operasi, cash flow investasi, cash flow pendanaan dan cash flow bebas sebagai variabel independen.

2.7. Penelitian Terdahulu

1. Miller dan Modigliani (1961) memberikan argumen kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan atau terhadap biaya modal perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan berdasarkan daya laba dan tingkat risiko (risk class)nya dan bukan oleh split laba diantara dividen dan laba yang diperoleh yang dialami perusahaan.
2. Wilson (1986) melakukan penelitian terhadap earning yang dipisahkan kedalam komponen kas dari operasi dan total accrual. Hasil menunjukkan bahwa pemisahan earning kedalam kas dari operasi dan total accrual mempunyai tambahan kandungan informasi yang melebihi earning yang tidak bisa dipisahkan dari total accrual mempunyai tambahan informasi yang melebihi komponen kas operasi. Sedangkan hasil lainnya menyatakan bahwa noncurrent accrual mempunyai tambahan kandungan informasi, namun tidak melebihi *working capital* dari operasi.
3. Bowen et al. (1987) melakukan penelitian peranan data arus kas data accrual dalam menjelaskan harga sekuritas. Pengujian yang pertama dilakukan untuk mengetahui hubungan antara unexpected security return dan unexpected cash flow. Sedangkan pengujian yang kedua dilakukan untuk mengetahui hubungan antara unexpected security return dengan

unexpected earning. Hasilnya penelitian menunjukkan bahwa data arus kas mempunyai kandungan informasi tambahan dibandingkan yang terdapat dalam *earning*. Hasil ini konsisten dengan studi yang dilakukan oleh Ray burn (1986) yang menguji kandungan informasi arus kas dari operasi dan laba accrual dengan return saham. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi dari *operating cash flow* dan *aggregate accrual*.

4. Livnat, J. dan p. Zarowin (1990) melakukan pengujian komponen cash flow dari operasi, finansial dan investasi. Dengan menggunakan analisis regresi berganda dan sample 281 perusahaan dari tahun 1974 sampai 1986 dimana hasilnya menyatakan bahwa disaggregasi dari net income dalam cash flow operasi dan accrual tidak menaikkan signifikansi untuk hubungan dengan return saham . Lebih lanjut disaggregasi dari cash flow dari finansial dan operasi dalam komponen penting memperbaiki tingkat hubungan, seperti diramalkan tidak ada bukti yang ditemukan dari perbedaan perbedaan hubungan komponen dari cash flow investasi.
5. Ali (1994) menguji informasi dari laba, modal kerja dari operasi dan arus kas dengan menggunakan model regresi linear dan non-linear. sampel digunakan terdiri dari 8.820 perusahaan untuk periode 1974 sampai 1988. Hasil berdasarkan model linear menunjukkan bahwa arus kas relatif tidak memiliki kandungan informasi dibanding variabel laba dan modal kerja dari operasi.

Hasil yang diperoleh dengan model non linear mendukung adanya hubungan non linier antara ketiga variabel independen terhadap return saham.

6. Dechow (1994) melakukan penelitian mengenai hubungan laba akuntansi dan arus kas untuk mengukur kinerja perusahaan. Sample dari perusahaan yang terdaftar pada *New York Exchenge* dengan menggunakan tiga laporan keuangan, laporan kuartalan, empat bulanan, dan laporan tahunan. Berdasarkan kriteria bahwa perusahaan mempunyai nilai ekstrim (*outliers*) lebih dari lima standar deviasi dari nilai rata-rata tidak dimasukkan kedalam sample. Perusahaan sample sejumlah 19.733 perusahaan dengan laporan kuartalan yang mencakup periode pengamatan tahun 1980 sampai 1989, sample perusahaan dengan laporan keuangan empat bulanan terdiri dari 5.175 perusahaan yang mencakup periode 1986 sampai 1989, dan sample perusahaan dengan laporan keuangan tahunan terdiri dari 27.308 perusahaan yang mencakup periode 1960 sampai 1989. Hasil analisis dengan menggunakan model regresi ditemukan bahwa laba dengan pengukuran lebih pendek mempunyai hubungan yang lebih kuat dengan return saham dibandingkan dengan arus kas
7. Chu Eric Liluan (1997) melakukan pengujian pengaruh earning, dividen dan cash flow terhadap return saham. Model yang digunakan adalah regresi linear. Hasilnya ditemukan adanya hubungan positif antara earning terhadap return saham, adanya signifikansi antara return saham dan dividen saham juga mendukung hipotesis signal. Hasil pengujian return saham dan cash

flow dari aktivitas operasi yang hasilnya ada hubungan positif antara return saham terhadap cash flow operasi. Pengujian antara return saham dan free cash flow yang hasilnya tidak mampu untuk merefleksikan return saham.

8. Triyono (1998) menguji kandungan informasi arus kas dan laba akuntansi dalam hubungannya dengan harga/return saham. Pengujiannya dilakukan dengan memisahkan komponen arus kas dari aktivitas operasi, pendanaan, dan investasi. Sampel yang digunakan sebanyak 54 perusahaan manufaktur yang telah Go Publik. Dengan menggunakan alat analisis regresi berganda. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa penggunaan model level tidak menemukan adanya hubungan yang signifikan antara total arus kas dengan harga saham. Namun pemisahan total arus kas dengan harga saham kedalam tiga komponen arus kas operasi, pendanaan, dan Investasi dapat ditemukan hubungan signifikan dengan harga saham, sedangkan model return, peneliti tidak berhasil menolak hipotesis nol yang berarti bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara total arus kas maupun ke tiga komponen dengan return saham.

9. Ali, S.U (2002) menguji cash flow bebas terhadap rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal dengan *earning respon coefficients* . Didasari atas pemikiran bahwa perusahaan yang memiliki aliran cash flow bebas mempunyai dua pilihan yaitu pembayaran sebagai dividen kepada pemegang saham dan mereinvestasi pada proyek-proyek yang mempunyai nilai sekarang negatif misalnya membeli asset tetap. Analisa diuji dengan

menggunakan analisa regresi linier berganda dengan menambahkan *cross-product term* (Interaction terms). Hasil hubungan antara rasio pembayaran dividen dan earnings respond coefficient berbanding lurus sebelum diregresi tanpa variabel moderat namun tidak signifikan secara statistik. Pengeluaran modal secara mandiri tidak dapat menjelaskan variasi *earning response coefficient*. Slope regresi pengeluaran modal menjadi negatif ketika dikalikan dengan aliran kas bebas namun secara statistik tidak signifikan pada level 0.05.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya, seperti Chu E.L. (1997) dimana untuk informasi laba diuraikan dalam komponen *net income*, *operating income*, dan *non operating income* sedangkan dalam penelitian ini hanya menggunakan komponen untuk laba yang diuraikan dalam laba bersih dan laba operasi dengan alasan akan lebih mempengaruhi pihak luar disamping pihak intern dalam pengambilan keputusan manajemen lebih lanjut. Kemudian untuk dividen masih dibagi dalam komponen dividen kas dan dividen saham sedangkan dalam penelitian ini hanya menggunakan deviden dalam bentuk kas dan dilaporkan selama tiga tahun berturut-turut. Untuk variabel *cash flow* seperti *cash flow* bebas peneliti menggunakan formula dari Ross et al. (2000) dalam Jogiyanto dan Tarjo (2003) dengan alasan lebih sederhana sesuai dengan data laporan keuangan perusahaan maufaktur yang tersedia pada Bursa Efek Jakarta. Sedangkan peneliti yang lain kebanyakan jarang menggunakan variabel *cash flow* bebas yang merupakan bagian komponen dari cash flow dalam kaitannya dengan penelitian ini.

TABEL 1

Daftar Ringkasan Penelitian Empiris Terdahulu

| No | Peneliti | Variabel | Model Analisis | Hasil |
|----|---------------------------------|--|---------------------------|---|
| 1. | Miller dan Modigliani (1961) | kebijakan deviden, harga saham | regresi linear | Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan atau terhadap biaya modal perusahaan tersebut. Nilai suatu perusahaan ditentukan oleh kemampuan basic dari kekuatan laba dan tingkat resikonya dan bukan oleh split laba diantara dividen dan laba ditahan. |
| 2. | Wilson (1986) | earning yang dipisahkan kas operasi dan total accrual | regresi linear | Komponen laba (kas operasi dan total accrual) mempunyai kandungan informasi tambahan melebihi laba yang tidak bisa dipisahkan dari total accrual mempunyai tambahan informasi melebihi komponen kas operasi. |
| 3. | Bowen et.al (1987) | arus kas, data accrual, harga saham | regresi linear | Data arus kas mempunyai kandungan informasi tambahan melebihi laba. Data accrual (laba dan modal kerja dari operasi) secara bersama-sama dan terpisah mempunyai kandungan informasi tambahan melebihi data arus kas. |
| 4. | Livnat, J. and P.Zarowin (1990) | cash flow operasi, investasi, finansial dan return saham | Analisis regresi berganda | Disagregasi dari net income dalam cash flow operasi dan accrual tidak |

| | | | | |
|----|-----------------|---|-------------------------------|---|
| | | | | menaikkan signi fikansi untuk return saham. |
| 5. | Ali (1994) | laba, modal kerja , arus kas,dan return saham | Regresi linear dan non linear | Berdasarkan analisis linear menunjukkan bahwa arus kas rela tif tidak memiliki kandungan informasi dibanding laba dan modal kerja dari operasi. Sedangkan dengan non linear me nunjukkan bahwa terdapat hubungan antara laba,modal ker ja dari operasi dan arus kas terhadap return saham |
| 6. | Dechow (1994) | laba akuntansi, arus kas dan return saham | model regresi | Laba akuntansi mempunyai hubungan lebih kuat dibandingkan arus kas |
| 7. | Chu, E.L (1997) | earning, dividen, cash flow dan return saham | Regresi linear | Ada hubungan positif antara earning, cash flow operasi, ter hadap return saham. untuk free cash flow hasilnya tidak mam pu untuk menjelaskan return. |
| 8. | Triyono (1998) | arus kas, laba akuntansi, harga saham/retur | Regresi berganda | Dengan model levels tidak menemukan adanya hubungan yang signifikan antara total arus kas dengan harga saham sedangkan pemisahan total arus kas ke dalam tiga komponen arus kas operasi,pendanaan,dan investasi ada hubungan signifikan dengan harga saham. |
| 9 | Ali,.S.U (2002) | cash flow bebas, dividen, penge luaran modal | Regresi linear | Rasio pembayaran dividen dan earning respon koefisien ber banding lurus sebelum |

| | | | | |
|--|--|--|--|---|
| | | | | diregres tanpa variabel moderating namun tidak signifikan secara statistik. |
|--|--|--|--|---|

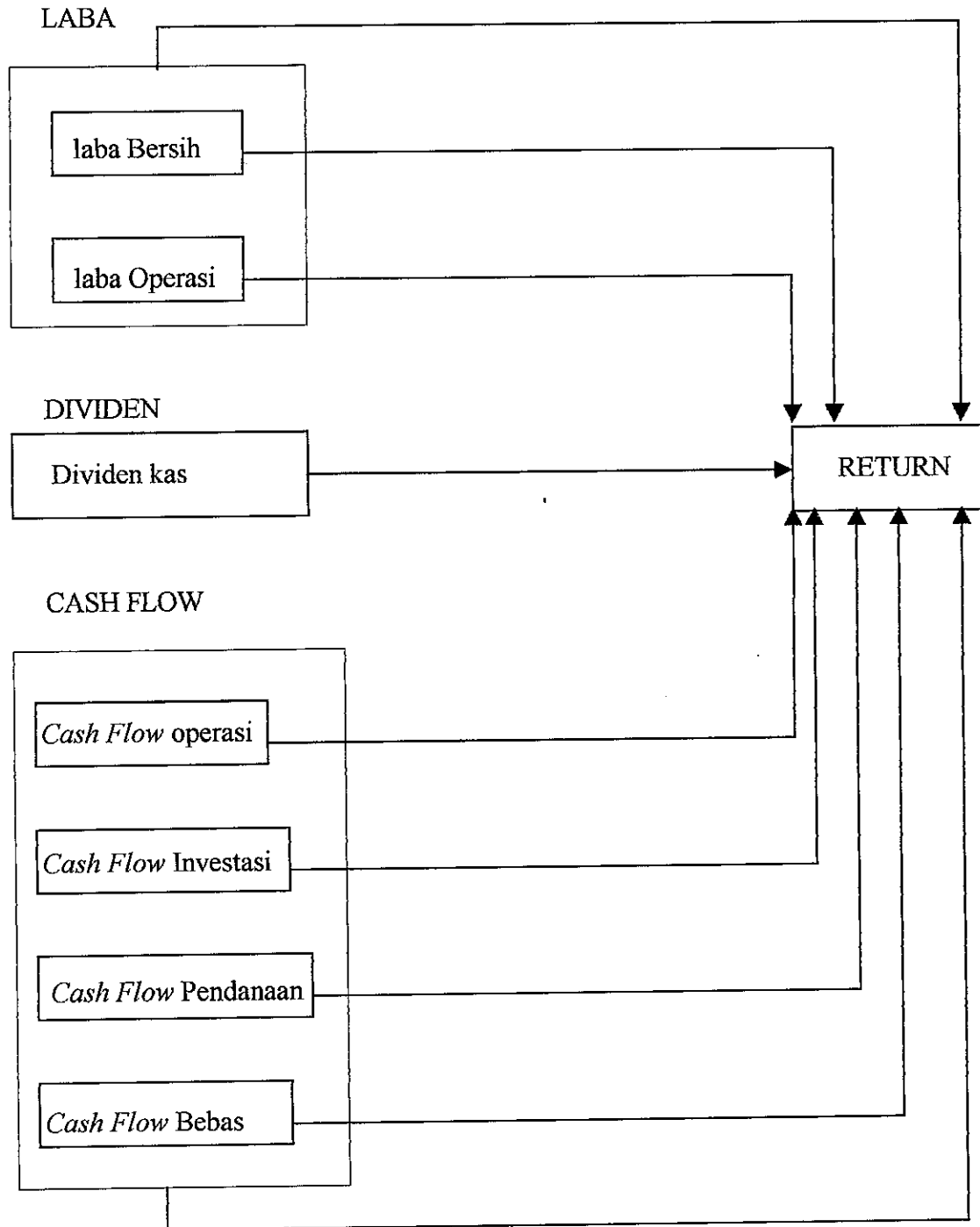
Sumber : Simposium Nasional Akuntansi tiga dan Simposium Nasional Akuntansi lima

2.8. Kerangka Pemikiran Teoritis

Sesuai dengan tujuan penelitian bahwa penulis akan mencari bukti empiris mengenai pengaruh Informasi Fundamental (sebagai variabel independen) yang digambarkan dalam laba, dividen, dan cash flow terhadap return saham (sebagai variabel dependen). Dalam penelitian ini variabel laba menggunakan komponen laba bersih dan laba operasi, untuk dividen yang digunakan dalam pengujian ini dengan menggunakan dividen kas, sedangkan untuk variabel cash flow yang digunakan adalah *cash flow operasi*, *cash flow investasi*, *cash flow pendanaan* dan *cash flow bebas* maka hubungan spesifik antar variabel-variabel penelitian dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar. 1

Hubungan Informasi Fundamental Terhadap Return Saham



Suatu informasi akuntansi dapat dikatakan mempengaruhi perilaku investor jika dengan adanya informasi tersebut dapat mengubah perilaku investor, yang dalam penelitian ini adalah return saham. Tujuan utama dalam penelitian ini adalah mengetahui manfaat dari informasi fundamental terhadap investor yang dicerminkan dalam return saham.

2.9. Hipotesis

Berdasarkan tujuan penelitian ini dan tinjauan terhadap penelitian terdahulu maka penulis mengajukan hipotesis-hipotesis sebagai berikut:

H₁: Laba bersih mempunyai pengaruh terhadap return saham.

H₂: Laba operasi mempunyai pengaruh terhadap return saham.

H₃: Laba bersih dan laba operasi mempunyai pengaruh terhadap return saham.

H₄: Dividen kas mempunyai pengaruh terhadap return saham.

H₅: *Cash flow* operasi mempunyai pengaruh terhadap return saham.

H₆: *Cash flow* investasi mempunyai pengaruh terhadap return saham.

H₇: *Cash flow* pendanaan mempunyai pengaruh terhadap return saham.

H₈: *Cash flow* bebas mempunyai pengaruh terhadap return saham.

H₉: *Cash flow* operasi, *cash flow* investasi, *cash flow* pendanaan, dan *cash flow* bebas berpengaruh terhadap return saham.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis Penelitian

Jenis penelitian jika dikaitkan dengan bagaimana permasalahan dibentuk (proses kristalisasi masalah), menurut Cooper dan Emory (1995) menjadi dua yaitu, exploratory dan formal. Penelitian ini dilakukan dengan cara formal yang berarti penelitian ini menggunakan penelitian yang telah ada, membangunnya menjadi sebuah hipotesis dan kemudian mengujinya.

Adapun Bambang dan Nur (1999) membagi jenis penelitian berdasarkan tujuan penelitian menjadi tiga, yaitu studi eksplorasi, studi deskriptis dan pengujian hipotesis. Berdasarkan pengujian Bambang dan Nur (1999) tersebut maka penelitian ini termasuk jenis pengujian hipotesis. Sedangkan metode pemilihan sampel nonprobabilistas dengan *purposive sampling*. Penelitian ini akan menjelaskan fenomena dalam bentuk hubungan variabel. Tipe hubungan antar variabel dalam penelitian ini bersifat kausal, dimana cash flow, laba, dan dividen merupakan variabel independen (exogenous) dan return saham merupakan variabel dependen (endogenous).

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian merupakan seluruh perusahaan manufaktur yang Go Publik yang melaporkan dividen selama tiga tahun berturut-turut pada Bursa Efek Jakarta. Sedangkan sampel dalam penelitian ini diperoleh dengan metode *purposive sampling*.

Hal ini dilakukan agar data yang diperoleh sesuai dengan tujuan penelitian dan relatif memungkinkan untuk dibandingkan dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya. Berdasarkan metode tersebut maka sampel dari penelitian dipilih dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur go publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang melaporkan dividen selama tiga tahun berturut-turut dari mulai tahun 2000.
2. perusahaan manufaktur masih terdaftar pada tahun 2002.
3. Perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai laporan keuangan yang berakhir 31 desember .

Pemilihan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ sebagai sampel dalam penelitian ini karena jenis perusahaan manufaktur jumlahnya cukup banyak, datanya cukup tersedia dan untuk menghindari perbedaan karakteristik perusahaan.

3.3. Diskripsi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini penulis menggunakan variabel independen yang meliputi laba, dividen, dan *cash flow* ,sedangkan variabel dependennya return saham. Pengertian dari masing-masing variabel sebagai berikut:

1. Laba bersih adalah selisih lebih penjualan atau pendapatan atas biaya sehubungan dengan kegiatan usaha.
2. Laba Operasi adalah selisih lebih penjualan atau pendapatan atas biaya operasi perusahaan.

3. Dividen kas adalah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk kas.
4. *Cash Flow* operasi (PSAK No.2) adalah Arus kas operasi terutama diperoleh dari aktivitas penghasilan utama pendapatan perusahaan yang meliputi antara lain;
- penerimaan kas dari penjualan barang dan jasa.
 - penerimaan dari kas dari royalti, fee, komisi, dan pendapatan lain.
 - pembayaran kas kepada pemasok barang dan jasa.
 - pembayaran kas kepada karyawan.
 - penerimaan dan pembayaran kas oleh perusahaan asuransi sehubungan dengan premi , klaim, anuitas, dan manfaat asuransi lainnya.
5. *Cash flow* investasi (PSAK No.2) adalah merupakan cerminan dari penerimaan dan pengeluaran kas sehubungan dengan sumber daya yang bertujuan untuk menghasilkan pendapatan dan arus kas masa depan yang meliputi antara lain:
- pembayaran kas untuk membeli aktiva tetap, aktiva berwujud, dan aktiva jangka panjang lain termasuk biaya pengembangan yang dikapitalisasi dan aktiva tetap yang dibangun sendiri.
 - penerimaan kas dari penjualan tanah, bangunan dan peralatan, aktiva tak berwujud dan aktiva jangka panjang lain.
 - perolehan saham atau instrumen keuangan perusahaan lain.

- uang muka dan pinjaman yang diberikan kepada pihak lain serta pelunasannya (kecuali yang dilakukan oleh lembaga keuangan).
- pembayaran sehubungan dengan *futures contract*, *forwards contracts*, *option contracts* dan *swap contracts* kecuali apabila kontrak tersebut dilakukan untuk tujuan perdagangan (*dealing or trading*), atau apabila pembayaran tersebut diklasifikasikan sebagai aktivitas pendanaan.

6. *Cash flow* pendanaan (PSAK No.2) adalah meliputi antara lain :

- penerimaan dari emisi saham atau instrumen modal lainnya.
- pembayaran kas kepada pemegang saham untuk menarik atau menebus saham perusahaan.
- penerimaan kas dari emisi obligasi, pinjaman, wesel, hipotik, dan pinjaman lainnya.
- pelunasan pinjaman.
- pembayaran kas oleh penyewa guna usaha (*lessee*) untuk mengurangi saldo kewajiban yang berkaitan dengan sewa guna usaha pembiayaan (*financial lease*)

7. *Cash flow* bebas Ross et al. (2000) dalam Jogiyanto dan Tarjo (2003) adalah merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap.

8. Return total (return) Jogiyanto (1989) merupakan return keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu yang terdiri dari *capital gain* (*loss*) dan *yield*.

Untuk lebih jelasnya akan dijelaskan indikator, rumus dan skala dari masing-masing variabel tersebut dalam tabel berikut;

TABEL.2

Diskripsi Operasional Variabel

| NO | VARIABEL | INDIKATOR | RUMUS | SKALA |
|----|-----------|--|---|-------|
| 1 | Laba | a.Laba Bersih b.Laba Operasi | a.Total penjualan atau pendapatan – Harga Pokok Penjualan - total biaya operasi – pajak b.Total penjualan atau pendapatan – biaya operasi | Rasio |
| 2 | Dividen | Dividen Kas | Dividen yang dibagikan dalam bentuk kas | Rasio |
| 3 | Cash Flow | a. Cash Flow Operasi b. Cash Flow Investasi c. Cash Flow Pendanaan d. Cash Flow Bebas | a. Cash Flow Operasi = EBIT(1- tarif pajak)- perubahan modal kerja. b. Cash Flow Investasi = Selisih dari penjualan investasi/ aktiva tetap dengan pembelian aktiva tetap, investasi c. Cash Flow Pendanaan = Selisih pinjaman pihak lain terhadap pembayaran bunga, dividen, pelunasan hutang. d. Cash Flow Bebas = Cash Flow Operasi – pengeluaran modal – modal kerja bersih | Rasio |
| 4 | Return | Return Total | $RT = \text{Capital gain (loss)} + \text{Yield}$ | Rasio |

3.4. Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini merupakan regresi linear berganda dengan menggunakan return saham sebagai variabel dependen, dan informasi fundamental yang digambarkan dalam laba, dividen dan *cash flow* sebagai variabel independen. Model persamaan regresi untuk pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

3.4.1. Laba dan Return Saham

Model A. menguji pendapatan bersih dan pendapatan operasi dalam menjelaskan return saham. Suatu koefisien respon positif diharapkan sesuai dengan studi return/ earning sebelumnya. Earning respon coefficient (ERC) juga diharapkan menjadi lebih tinggi dengan informasi lebih berkualitas .

Model A.

$$RT_t = a_0 + a_1 NI_t + a_2 OI_t + \varepsilon_1 \quad (1)$$

di mana RT_t adalah return saham tahunan dari suatu sample perusahaan dalam tahun t ; NI_t adalah laba bersih yang dilaporkan secara tahunan dan dideflasi dengan nilai pasar awal dari tahun t disampaikan oleh Christie (1987), untuk menghindari heteroskedasticas; a_1 adalah koefisien respon laba(ERC); ε_1 adalah error murni $N(0, \sigma^2)$. Dimana OI_t adalah laba operasi yang dilaporkan secara tahunan dan

dideflasi dengan nilai pasar awal tahun t , a_2 adalah koefisien respon dari return untuk pendapatan operasi

Easton Dan Zmijewski (1989) berargumen bahwa koefisien respon laba secara positif dihubungkan dengan ketetapan. Ketetapan lebih tinggi dihipotesakan untuk mempengaruhi suatu ERC lebih tinggi dan korelasi lebih kuat. Setelah mengeleminasi bagian dari laba yang tidak terjadi, pendapatan operasi didefinisikan sebagai pendapatan yang terjadi diharapkan mempunyai hubungan lebih kuat dibanding pendapatan netto.

3.4.2. Dividen dan Return Saham

Model B

$$RTN_t = b_0 + b_1 CDIV_t + \varepsilon_2 \quad (2)$$

Di mana $CDIV_t$ adalah deviden dalam bentuk kas tahunan yang dideflasi dengan nilai pasar awal dari tahun t ; b_1 adalah koefisien respon return untuk deviden dalam bentuk kas. Berdasarkan pada Miller dan Modigliani (1961), return saham diharapkan tidak relevan atas kebijakan dividen. Pasar akan merespon secara positif untuk deviden kas. Bagaimanapun, karena pajak pendapatan yang dipungut atas deviden dalam bentuk kas, pasar mungkin merespon secara negatif untuk deviden kas.

3.4.3. Cash Flow dan Return Saham

Model. C.

$$RTN_t = c_0 + c_1CFO_t + c_2 CFI_t + c_3 CFF_t + c_4FCF_t + \varepsilon_3 \quad (3)$$

Peneliti menguji hubungan antara return saham dengan cash flow yang diuraikan dalam cash flow (CFO), cash flow investasi (CFI), cash flow pendanaan (CFF) dan cash flow bebas (FCF) yang berturut-turut. CFO_t merupakan cash flow yang dilaporkan dari aktivitas operasi yang dideflasi dari nilai awal tahun t, c₁ adalah koefisien respon return untuk CFO. Studi sebelumnya, Wilson (1986) dan Bowen et al. (1987), berargumen bahwa pasar secara positif berkaitan dengan cash flow dari aktivitas operasi. dimana CFI_t merupakan cash flow yang dideflasi dari penginvestasian; c₂ adalah koefisien respon dari return untuk cash flow investasi. Didasarkan atas Bowen et al. (1997) dan Livnat dan Zarowin (1990), c₂ akan nol untuk hipotesis tidak relevan; tetapi c₂ akan negatif berkaitan dengan Amihud dan Lev'S (1981) pengaruh signal.

Sedangkan c₃ adalah koefisien respon return untuk komponen cash flow pendanaan (CFF) merupakan cash flow yang diturunkan dari aktivitas pendanaan. Cash flow bebas dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan formula yang digunakan oleh Ross et al. (2000) dalam Jogiyanto dan Tarjo (2003), yaitu: *mengurangkan aliran kas operasi dengan pengeluaran modal dan modal kerja bersih.*

$$FCF_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it} \quad (4)$$

dimana :

FCF_{it} = *Free cash flow*

AKO_{it} = Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

PM_{it} = Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

NWC_{it} = Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada aset tetap yaitu aset tetap bersih pada akhir periode dikurangi aset tetap bersih awal periode. Sedangkan modal kerja bersih (*net working capital*) adalah selisih antara jumlah aset lancar dengan utang lancar pada tahun yang sama.

Semua komponen diambil dari Indonesia Capital Market Directory (ICMD) data keuangan tahunan perusahaan manufacture yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang selama tiga tahun berturut-turut mempublikasikan laporan keuangan dan mengumumkan pembayaran dividen berturut-turut. Copeland, Koller dan Murrin (1990) menyimpulkan bahwa cash flow bebas yang diperkirakan memberikan informasi penting untuk pasar. Hackel dan Livnat (1995) yang menemukan bahwa *cash flow* bebas mempunyai kemampuan mengukur ketelitian yang lebih akurat untuk periode investasi kembali. Oleh karena itu return pasar diharapkan mempunyai hubungan positif dengan *cash flow* bebas.

Dimana c adalah koefisien dari return untuk masing-masing komponen cash flow. Respon koefisien ini adalah dihipotesiskan seperti yang didiskusikan dalam model untuk Cash flow sebelumnya. Pengujian hipotesis dilakukan berdasarkan pada nilai p (p -value) dari masing-masing koefisien parameter ataupun dengan cara membandingkan

antara t -hitung dengan t -tabel atau dapat dilihat dari tingkat signifikansi tidak melebihi 0.05. Selain dilakukan pengujian koefisien regresi secara parsial, juga akan digunakan GlobalTest (F-test), untuk menguji kemampuan prediksi variabel independen secara keseluruhan dalam menjelaskan variasi dari variabel dependen (Mason dan Lind,1996).

Dari analisis model regresi tersebut juga akan diperoleh nilai R-square yang digunakan untuk menilai kekuatan model persamaan regresi tersebut dalam menjelaskan atau memprediksi variabel dependen. Untuk mengetahui signifikansi dari hasil perbandingan dua regresi ini akan dibandingkan antara hasil F- hitung dengan F-Tabel atau hasil ini dapat dilihat dari nilai signifikansi tidak melebihi 0.05.

3.5. Prosedur Analisis dan Justifikasi Statistik

Agar mendapatkan parameter prediktor yang tidak bias maka diperlukan evaluasi terhadap dipenuhinya asumsi dari regresi linier klasik, yaitu asumsi normalitas, tidak terdapat autokorelasi, multikolinearitas dan heterokedasitas. Model penelitian ini secara apriori dianggap mempunyai distribusi normal, karena jumlah data yang diamati cukup banyak. Adapun terhadap kemungkinan adanya autokorelasi pengujian dilakukan dengan menggunakan statistik Durbin Watson (Gujarati,1995).

Untuk menguji adanya kemungkinan adanya kondisi dimana terdapat hubungan linier antara variabel-variabel independen dalam model analisis (multikolinearitas) dapat dilihat dari tolerance value atau variance inflation factor (VIF). Batas dari tolerance value adalah 0,1 dan batas VIF adalah 10. Suatu model dikatakan mengandung multikolinearitas jika tolerance value dibawah 0,1 atau VIF diatas 10 (Hair,1992).

Diagnosis terhadap kemungkinan tidak terpenuhinya asumsi heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan dengan menggunakan pengujian dengan Uji Park. Hasil dari uji tersebut apabila koefisien parameter beta dari persamaan regresi tersebut signifikan secara statistik, maka asumsi homokendastisitas pada data model tersebut tidak dapat ditolak. Jika tampilan output koefisien parameter untuk variabel bebas tidak ada yang signifikan secara statistik, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terdapat heteroskedastisitas.

BAB IV

PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

4.1. Deskripsi Data

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang sudah terdaftar di bursa efek Jakarta per 31 desember 2000 sampai 2002. Penelitian ini akan menguji pengaruh informasi fundamental seperti laba yang diuraikan dalam laba bersih (NI) dan laba operasi (OI), deviden kas (CDIV), serta cash flow yang digambarkan dalam cash flow operasi (CFO), cash flow investasi (CFI), cast flow pendanaan (CFF), cash flow bebas (FCF) terhadap return saham (R). Jumlah perusahaan yang memberikan dividen kas selama tiga tahun berturut-turut sebanyak 44 dari jumlah total perusahaan manufaktur yang berjumlah 179, sehingga yang digunakan sebagai sample sejumlah 44 perusahaan manufaktur selama tiga tahun. Adapun nama-nama perusahaan dapat dilihat dalam lampiran.

Hasil tampilan SPSS untuk statistik diskriptif dapat dilihat dalam Tabel 3 (tiga) menunjukkan jumlah responden (N) adalah 128 . Laba bersih (NI) terkecil (*minimum*) dapat dilihat sebesar -302827 juta rupiah dan laba terbesar 8345274 juta rupiah. Sedangkan rata-rata laba bersih sebesar 312548.46 juta rupiah dengan standar deviasi (nilai simpangan baku) sebesar 949686.30 juta rupiah.

Hasil output diskripsi statistik untuk laba operasi (OI) terkecil adalah -41022.00 juta rupiah dan laba operasi terbesar 9401684.0 juta rupiah. Rata-rata laba operasi dari

responden (N) 128 sebesar 444156.93 juta rupiah dengan standar deviasi 1272688.8 juta rupiah.

Nilai dividen kas (CDIV) dari responden (N) berjumlah 128 dengan nilai terkecil sebesar 4.00 juta dan nilai terbesar 2443749.0 juta rupiah. Nilai rata-rata untuk dividen kas 90546.766 dengan standar deviasi 276259.94.

Untuk cash flow operasi yang jumlah responden (N) 128, dengan jumlah cash flow operasi (CFO) minimum -843545.00 juta rupiah dan maksimum 10460360 dalam juta rupiah. Sedangkan rata-rata 416447.45 juta rupiah, dan standar deviasinya sebesar 135245.4 juta rupiah.

Cash flow investasi (CFI) untuk statistik diskripsinya dapat dilihat dalam tabel 3, terlihat nilai cash flow minimum adalah -6039228 juta rupiah dan nilai maksimumnya sebesar 4172128.0 juta rupiah. Sedangkan cash flow investasi nilai rata-ratanya menunjukkan -112334.5 juta rupiah. Standar deviasi sebesar 925521.43.

Cash flow pendanaan (CFF) yang jumlah respondennya (N) sebesar 128, dengan nilai minimum -3145921 juta rupiah dan nilai maksimumnya sebesar 2019758.0 juta rupiah. Sedangkan nilai rata-rata cash flow pendanaan sebesar -50425.23 juta rupiah

Dari hasil output terlihat dalam tabel 3 bahwa cash flow bebas (FCF) yang mana nilai minimumnya -9905598 juta rupiah dan nilai maksimumnya sebesar 7590867 juta rupiah. Nilai rata-rata untuk cash flow bebas sebesar -40916.19 juta rupiah dengan tingkat standar deviasi 1472591.6.

Return saham dari hasil output SPSS mengenai diskripsi data dapat terlihat bahwa jumlah respondennya sebanyak 128 dengan nilai minimum $-.80$ dan nilai maksimumnya sebesar 1.34 . Rata-rata return saham sebesar $.1148$ dengan standar diviasi $.42474$.

TABEL. 3

Descriptives

Descriptive Statistics

| | N | Minimum | Maximum | Mean | | std. |
|--------------------|-----------|-------------|-----------|------------|------------|------------|
| | statistic | statistic | statistic | statistic | Std. Error | statistic |
| NI | 128 | -302827 | 8345274 | 312548.5 | 83941.20 | 949686.3 |
| OI | 128 | -41022.00 | 9401684 | 444156.9 | 112490.9 | 1272689 |
| CDIV | 128 | 4.00 | 2443749 | 90546.77 | 24418.16 | 276259.9 |
| CFO | 128 | -843545 | $1.0E+07$ | 416447.4 | 119541.4 | 1352456 |
| CFI | 128 | -6039228 | 4172128 | -112334 | 81805.31 | 925521.4 |
| CFF | 128 | -3145921 | 2019758 | -50425.2 | 48526.69 | 549016.8 |
| FCF | 128 | -9905598 | 7590867 | -40916.2 | 130159.9 | 1472592 |
| R | 128 | $-.80$ | 1.34 | $.1148$ | $.0375$ | $.42474$ |
| Valid N (listwise) | 128 | | | | | |

4.2. Pengujian Asumsi Regresi Linear Klasik

4.2.1. Pengujian Multikolinieritas

Pengujian multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel bebas. Dilihat dalam tabel 4 mengenai output uji Asumsi Klasik, hasil besaran korelasi antara variabel bebas tampak bahwa varabel laba bersih (NI) yang mempunyai tingkat korelasi yang cukup tinggi dengan variabel laba

operasi (OI) dengan korelasi sebesar -0.525 atau sekitar 52.5% . Oleh karena korelasi masih dibawah 90% maka dapat dikatakan tidak terjadi multikolinieritas yang serius.

TABEL.4

Coefficient Correlations^a

| Model | | FCF | CDIV | CFF | CFI | OI | CFO | NI | |
|-------|--------------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1 | Correlations | FCF | 1.000 | .281 | -.009 | .207 | .022 | -.082 | -.134 |
| | | CDIV | .281 | 1.000 | .037 | .045 | -.037 | -.190 | -.362 |
| | | CFF | -.009 | .037 | 1.000 | -.460 | -.257 | .098 | .142 |
| | | CFI | .207 | .045 | -.460 | 1.000 | .455 | .218 | -.330 |
| | | OI | .022 | -.037 | -.257 | .455 | 1.000 | -.187 | -.525 |
| | | CFO | -.082 | -.190 | .098 | .218 | -.187 | 1.000 | -.470 |
| | | NI | -.134 | -.362 | .142 | -.330 | -.525 | -.470 | 1.000 |
| | Covariances | FCF | 8.490E-16 | 2.666E-15 | -2.51E-17 | 4.869E-16 | 6.548E-17 | -2.31E-16 | -6.09E-16 |
| | | CDIV | 2.666E-15 | 1.058E-13 | 1.168E-15 | 1.191E-15 | -1.20E-15 | -5.97E-15 | -1.84E-14 |
| | | CFF | -2.51E-17 | 1.168E-15 | 9.198E-15 | -3.55E-15 | -2.48E-15 | 9.051E-16 | 2.129E-15 |
| | | CFI | 4.869E-16 | 1.191E-15 | -3.55E-15 | 6.492E-15 | 3.693E-15 | 1.694E-15 | -4.14E-15 |
| | | OI | 6.548E-17 | -1.20E-15 | -2.48E-15 | 3.693E-15 | 1.012E-14 | -1.81E-15 | -8.24E-15 |
| | | CFO | -2.31E-16 | -5.97E-15 | 9.051E-16 | 1.694E-15 | -1.81E-15 | 9.301E-15 | -7.07E-15 |
| | | NI | -6.09E-16 | -1.84E-14 | 2.129E-15 | -4.14E-15 | -8.24E-15 | -7.07E-15 | 2.431E-14 |

a. Dependent Variable: R

Hasil nilai toleransi juga menimbulkan tidak ada variabel bebas yang memiliki nilai tolerance kurang dari 10% yang berarti tidak ada korelasi antara variabel bebas yang nilainya lebih dari 95% . Hasil perhitungan nilai *variance inflation factor* (VIF) juga menunjukkan hal yang sama, tidak ada satu variabel bebas yang memiliki VIF lebih dari 10 . Dengan demikian dapat disimpulkan tidak ada multikolinieritas antara variabel bebas dalam model regresi.

TABEL.5

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | Collinearity Statistics | |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|-------------------------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | | Tolerance | VIF |
| 1 | (Constant) | 9.423E-02 | .041 | | 2.327 | .022 | | |
| | NI | 1.446E-07 | .000 | .323 | .927 | .356 | .627 | 5.950 |
| | OI | -1.20E-07 | .000 | -.359 | -1.190 | .236 | .838 | 1.927 |
| | CDIV | -2.42E-07 | .000 | -.157 | -.743 | .459 | .702 | 5.874 |
| | CFO | 1.394E-07 | .000 | .444 | 1.446 | .151 | .808 | 2.375 |
| | CFI | 7.520E-08 | .000 | .164 | .933 | .353 | .247 | 4.045 |
| | CFF | -3.52E-08 | .000 | -.046 | -.368 | .714 | .496 | 2.017 |
| | FCF | 2.232E-08 | .000 | .077 | .766 | .445 | .747 | 1.339 |

a. Dependent Variable: R

4.2.2. Pengujian Autokorelasi

Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Dari hasil output SPSS dalam lampiran, nilai DW (durbin watson) sebesar 2.004, nilai ini akan kita bandingkan dengan nilai tabel dengan menggunakan derajat 5%, jumlah responden 128 dan jumlah variabel bebas 7 maka pada tabel DW dalam bukunya Basic Econometrics edisi tiga oleh Damodar N. Gujarati akan didapat nilai $d_l=1.637$ dan $d_u= 1.832$. Oleh karena nilai DW 2.004 lebih besar dari pada batas d_u sebesar 1.832 maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi positif pada model regresi.

TABEL.6

Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .917 ^a | .841 | .830 | 2.40515 | 2.062 |

a. Predictors: (Constant), FCF, CDIV, CFF, CFI, OI, CFO, NI

b. Dependent Variable: R

4.2.3. Pengujian Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari satu residual pengamatan ke pengamatan lain. Dari hasil uji dengan menggunakan Uji Park, bisa dilihat pada tabel 7, dimana output koefisien parameter untuk variabel bebas tidak ada yang signifikan (diatas 0.05) secara statistik, hal ini konsisten dengan uji scatter plots maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terdapat heteroskedastisitas. Sehingga model regresi layak dipakai untuk memprediksi return saham berdasarkan variabel bebas yaitu laba bersih (NI), laba operasi (OI), dividen kas (CDIV) , cash flow operasi (CFO), cash flow investasi (CFI), cash flow pendanaan (CFF) dan cash flow bebas (FCF).

TABEL.7

Coefficients^a

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 (Constant) | 2.310 | .725 | | 31.839 | .000 |
| NI | -2.30E-07 | .254 | -.243 | -.807 | .421 |
| OI | 7.067E-07 | .177 | 1.002 | 3.853 | .186 |
| CDIV | 6.041E-07 | .499 | .186 | 1.018 | .311 |
| CFO | -1.34E-07 | .596 | -.202 | -.762 | .447 |
| CFI | 3.953E-07 | .046 | .407 | 2.691 | .810 |
| CFF | 1.701E-07 | .169 | .104 | .974 | .332 |
| FCF | 1.078E-07 | .253 | .178 | 2.052 | .423 |

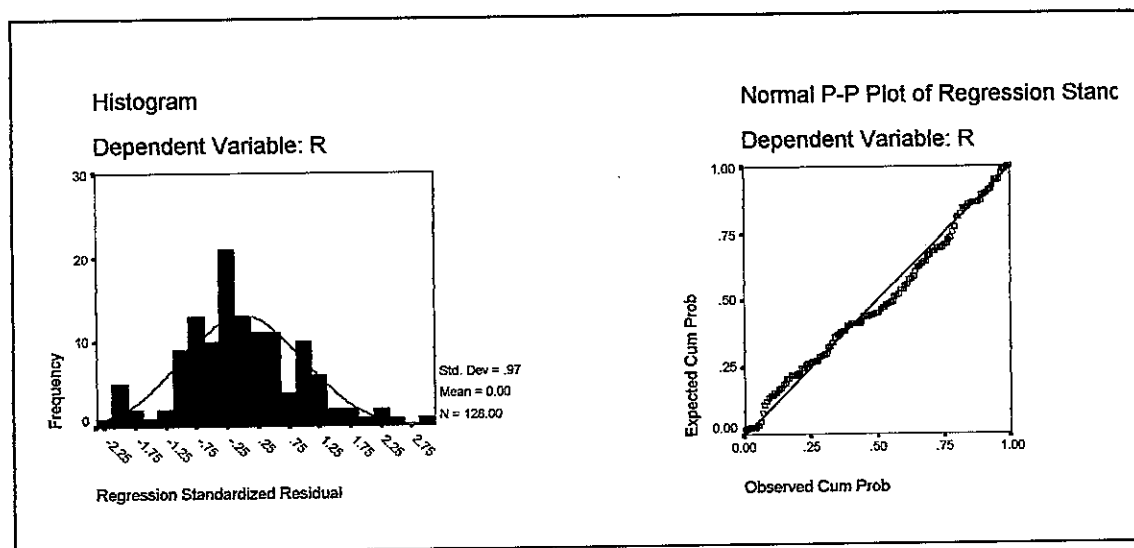
a. Dependent Variable: LNUI

4.2.4. Pengujian Normalitas

Pengujian normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Dari hasil output SPSS dalam gambar 2 bisa dilihat tampilan grafik histogram maupun grafik normal plot dapat disimpulkan bahwa grafik histogram memberikan pola distribusi yang mendekati normal. Sedangkan pada grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar disekitar garis diagonal. Kedua grafik ini menunjukkan bahwa model regresi layak dipakai untuk menguji pengaruh informasi fundamental terhadap return saham karena memenuhi asumsi normalitas.

Gambar.2

Grafik Histogram dan Grafik Normal Plot



4.3. Hasil Pengujian

4.3.1. Laba dan Return Saham

Dilihat dari tampilan output dari analisis model A, dalam tabel 8 bisa dilihat bahwa Adjusted R² adalah 0.857, hal ini bahwa 85.7% variasi return bisa dijelaskan oleh kedua variabel independen yaitu laba bersih (NI) dan laba operasi (OI). Sedangkan sisanya (100% - 85.7%) sebesar 14.3% dijelaskan oleh sebab lain diluar model. Sedangkan standar error dari estimasi (SEE) sebesar 2.67207 juta makin kecil nilai SEE akan membuat model regresi semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

TABEL. 8

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .925 ^a | .865 | .857 | 2.67207 |

a. Predictors: (Constant), OI, NI

Dari Uji signifikansi simultan (uji statistik F) atau dari ANOVA dapat dilihat pada tabel 9 dimana F test sebesar 3.792 dengan tingkat probabilitas sebesar .025 lebih kecil dari 0.05 maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi return saham atau dapat dikatakan bahwa laba bersih (NI) dan laba operasi (OI) secara bersama-sama berpengaruh terhadap return.

TABEL. 9

Uji Signifikansi Simultan (Uji statistik F)

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 1.311 | 2 | .655 | 3.792 | .025 ^a |
| | Residual | 21.601 | 125 | .173 | | |
| | Total | 22.912 | 127 | | | |

a. Predictors: (Constant), OI, NI

b. Dependent Variable: R

Dilihat hasil uji signifikansi parameter individual (Uji t statistik) dalam tabel 10, konstanta sebesar 9.298E-02 menyatakan bahwa jika variabel independen (laba bersih dan laba operasi) dianggap konstan, maka return saham sebesar 9.298E-02. Koefisien regresi laba bersih (NI) sebesar 2.439E-07 menyatakan bahwa setiap kenaikan laba bersih 1 juta rupiah akan meningkatkan return saham 2.439. Sedangkan nilai t statistiknya sebesar 2.199 dengan signifikansi laba bersih (NI) sebesar 0.030 dibawah 0.05 sehingga dapat dikatakan laba bersih mempunyai pengaruh terhadap return saham.

Laba operasi (OI) juga dapat dilihat dalam tabel 10, terlihat bahwa koefisien regresi dari laba operasi (OI) sebesar 1.224E-07 menyatakan bahwa setiap kenaikan laba operasi 1 juta akan meningkatkan return saham sebesar 1.224. Sedangkan nilai t statistiknya sebesar 1.479 dengan signifikansi sebesar 0.02 dibawah 0.05, sehingga dapat dikatakan bahwa laba operasi mempunyai pengaruh terhadap return saham. Dengan demikian baik laba bersih (NI) maupun laba operasi (OI) dengan pengujian secara uji

signifikansi parameter individual masing-masing mempunyai pengaruh terhadap return saham.

TABEL.10

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t statistik)

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 9.298E-02 | .039 | | 2.388 | .018 |
| | NI | 2.439E-07 | .000 | .545 | 2.199 | .030 |
| | OI | 1.224E-07 | .000 | .367 | 1.479 | .002 |

a. Dependent Variable: R

4.3.2. Dividen Kas dan Return Saham

Hasil pengujian analisis model B dimana bisa dilihat out put dalam tabel 11 dari pengujian dengan SPSS, besarnya Adjusted R² adalah 0.831 hal ini berarti 83.1 % variasi return dijelaskan oleh variabel bebas dividen kas (CDIV) sedangkan sisanya sebesar 16.9% oleh sebab lain diluar model. Untuk standar error sebesar 2.73812 juta rupiah, makin kecil nilai standar error membuat regresi semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

TABEL.11

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .981 ^a | .841 | .831 | 2.73812 |

a. Predictors: (Constant), CDIV

Pengujian F test didapatkan dari F hitung sebesar 22.086 dengan tingkat probabilitas 0.00 (signifikansi) lebih kecil dari 0.05. Maka dapat dikatakan bahwa dividen kas (CDIV) mempunyai pengaruh terhadap return saham.

TABEL.12

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | .491 | 1 | .491 | 2.758 | .000 ^a |
| | Residual | 22.421 | 126 | .178 | | |
| | Total | 22.912 | 127 | | | |

a. Predictors: (Constant), CDIV

b. Dependent Variable: R

Sedangkan dilihat dari tabel.13 konstanta sebesar 9.446E-02 menyatakan bahwa jika variabel independen (dividen kas) dianggap konstan, maka return saham sebesar 9.446. Koefisien regresi untuk dividen kas sebesar 2.250E-07 menyatakan bahwa setiap kenaikan dividen kas (CDIV) sebesar 1 juta rupiah maka akan meningkatkan return sebesar 2.250. Nilai t statistiknya sebesar 1.661 dengan tingkat probabilitas 0.01 (signifikansi) lebih kecil dari 0.05 sehingga dapat dikatakan kalau dividen kas mempunyai pengaruh terhadap return saham.

TABEL.13

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 9.446E-02 | .039 | | 2.407 | .018 |
| | CDIV | 2.250E-07 | .000 | .146 | 1.661 | .001 |

a. Dependent Variable: R

4.3.3. Cash Flow Return Saham

Besarnya Adjusted R² pada model C bisa dilihat dari tabel. 14 sebesar 0.832 hal ini berarti 83.1 % variasi return dijelaskan oleh ke empat variabel independen cash flow operasi, cash flow investasi, cash flow pendanaan dan cash flow bebas sedangkan sisanya sebesar (100% - 83,2%) sebesar 16.8 % dijelaskan diluar model. Standar Error of Estimate (SEE) sebesar 2.61289 juta rupiah, makin kecil Standar Error akan membuat model regresi semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

TABEL.14

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .921 ^a | .852 | .832 | 2.61289 |

a. Predictors: (Constant), FCF, CFF, CFO, CFI

Dengan menggunakan Uji signifikansi simultan dapat dilihat dalam tabel 15, F test, didapat F hitungnya sebesar 2.316 dengan probabilitas 0.00 signifikansi kurang dari

0.05 maka bisa dikatakan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi return atau dapat dikatakan secara bersama-sama bahwa *cash flow* operasi (CFO), *cash flow* investasi (CFI), *cash flow* pendanaan (CFF) dan *cash flow* bebas (FCF) secara bersama-sama berpengaruh terhadap return.

TABEL.15

Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 1.605 | 4 | .401 | 2.316 | .000 ^a |
| | Residual | 21.307 | 123 | .173 | | |
| | Total | 22.912 | 127 | | | |

a. Predictors: (Constant), FCF, CFF, CFO, CFI

b. Dependent Variable: R

Dari ke empat variabel independen yang dimasukkan dalam regresi bisa dilihat dalam tabel.16 dengan menggunakan uji signifikansi parameter individual (uji t statistik), dimana konstanta sebesar 8.370E-02 menyatakan bahwa jika variabel independen dianggap konstan, maka return sebesar 8.370E-02. Koefisien regresi *cash flow* operasi (CFO) sebesar 1.033E-07 menyatakan bahwa setiap kenaikan *cash flow* operasi sebesar 1 juta rupiah akan meningkatkan return 1.033. Nilai t statistik untuk *cash flow* operasi sebesar 2.339 dengan tingkat signifikansi .021 masih dibawah 0.05 sehingga ada pengaruh yang signifikan antara *cash flow* operasi (CFO) dengan return saham.

Koefisien regresi *cash flow* investasi (CFI) sebesar $1.228E-07$ menyatakan setiap kenaikan *cash flow* investasi (CFI) 1 juta rupiah akan meningkatkan return sebesar 1.228. Dimana nilai t statistik sebesar 1.732 dengan signifikansi sebesar 0.029 masih dibawah 0.05. Dengan demikian adanya pengaruh signifikansi antara *cash flow* investasi (CFI) dengan return.

Cash flow pendanaan (CFF) dengan koefisien regresinya $6.242E-08$ setiap kenaikan *cash flow* pendanaan 1 juta rupiah akan menaikkan return sebesar 6.242. Sedangkan nilai t statistiknya sebesar 3.677 dengan probabilitas signifikansi untuk *cash flow* pendanaan (CFF) 0.006 dibawah 0.05 sehingga dapat disimpulkan adanya pengaruh antara *cash flow* pendanaan dengan return saham.

Dilihat dari output dalam tabel.16 koefisien regresi *cash flow bebas* (FCF) $2.957E-08$, setiap kenaikan *cash flow* bebas 1 juta rupiah akan menaikkan return sebesar 2.957. Sedangkan nilai t statistiknya sebesar 1.063 dengan dengan tingkat signifikansi 0.217 diatas 0.05 sehingga menunjukkan tidak ada pengaruh antara *cash flow* bebas dengan return saham.

Dengan dilakukan pengujian uji simultan (uji statistik F) secara bersama-sama *cash flow* operasi, *cash flow* investasi, *cash flow* pendanaan dan *cash flow* bebas terdapat signifikansi kurang dari 0.05. Sedangkan dengan uji signifikansi parameter individual (uji t statistik) *cash flow* operasi, *cash flow* investasi, *cash flow* pendanaan dibawah 0.05, tetapi *cash flow* bebas (FCF) tidak terdapat signifikansi. Sehingga menunjukkan bahwa *cash flow* operasi, *cash flow* investasi dan *cash flow* finansial mempunyai pengaruh terhadap return. *Cash flow* operasi dan *cash flow* pendanaan tingkat signifikan sebesar

lebih tinggi dibandingkan dengan *cash flow* investasi yaitu sebesar 0.029, walaupun demikian ketiganya masih dibawah 0.05.

TABEL.16

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t Statistik)

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 8.370E-02 | .039 | | 2.125 | .000 |
| | CFO | 1.033E-07 | .000 | .329 | 2.339 | .021 |
| | CFI | 1.228E-07 | .000 | .268 | 1.732 | .029 |
| | CFF | 6.242E-08 | .000 | .081 | 3.677 | .006 |
| | FCF | 2.957E-08 | .000 | .103 | 1.063 | .217 |

a. Dependent Variable: R

4.4. Pembahasan

Hasil pengujian mengenai pengaruh laba bersih terhadap return saham baik pengujian dengan uji signifikansi simultan (uji statistik F) maupun dengan uji signifikansi parameter individual (uji t statistik) , menunjukkan adanya pengaruh antara laba akuntansi dengan return saham dilihat dari signifikansi dibawah 0.05, dengan demikian hipotesis satu (H_1) yaitu adanya pengaruh antara laba bersih terhadap return saham diterima. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Ball dan Brown (1968) yang menguji hubungan antara laba akuntansi dengan harga saham yang hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan dengan laba yang meningkat atau menurun juga berhubungan dengan peningkatan atau penurunan harga saham selama periode

pengamatan. Demikian juga penelitian selanjutnya Brown (1970) mengindikasikan bahwa laba bersih mempunyai kandungan informasi yang relevan bagi investor. Dechow (1994) menyimpulkan bahwa laba akuntansi mempunyai pengaruh terhadap return saham lebih kuat dibandingkan arus kas. Ali (1994) menyimpulkan dengan model regresi non linear menunjukkan bahwa laba akuntansi mempunyai pengaruh terhadap return saham. Kemudian Chu.E.L (1997) juga berhasil menunjukkan adanya pengaruh positif antara laba bersih dengan return saham.

Dalam pengujian pengaruh laba operasi terhadap saham yang mana hasilnya menunjukkan adanya pengaruh antara laba operasi terhadap return saham dilihat dari uji signifikansi simultan maupun uji signifikansi parameter individual dengan signifikansi dibawah 0.05, dengan demikian hipotesis dua (H_2) yaitu adanya pengaruh antara laba operasi terhadap return saham diterima. Hasil ini didukung dari penelitian Lipe (1986) bahwa laba yang diuraikan dalam komponen-komponen dan disimpulkan bahwa pendapatan operasi menjadi lebih bermanfaat dibandingkan dengan pendapatan non operasi untuk menjelaskan return saham. Begitu juga Chu,E.L (1997) menunjukkan bahwa laba operasi mempunyai pengaruh positif terhadap return saham.

Hasil pengujian laba bersih dan laba operasi dapat dilihat bahwa adanya pengaruh positif antara laba bersih (NI) dan laba operasi (OI) terhadap return saham. Hasil ini sesuai dengan penelitian Ball dan Khotari (1991), Lipe (1986), Ali (1994), Triyono (1998), Chu,E.L (1997) yang menemukan pengaruh antara earning dan return saham. Dengan demikian bisa dikatakan bahwa laba merupakan bagian informasi keuangan yang penting bagi investor dalam pengambilan keputusan investasinya.

Hasil dari pengujian regresi antara dividen kas terhadap return saham adanya pengaruh signifikan, hal ini dapat dilihat dari hasil pengujian yang mana tingkat signifikansi dibawah 0.05, dengan demikian hipotesis empat (H_4) yaitu adanya pengaruh antara dividen kas terhadap return saham diterima. Hubungan antara dividen dan return saham juga mendukung hipotesis signal. Hal ini konsisten dengan pendapat Litzenberger dan Ramaswamy (1979, 1980) yang menguji antara dividen dan return dan disimpulkan bahwa risk-adjusted return adalah lebih tinggi untuk surat-surat berharga dengan dividen lebih tinggi. Kemudian Ohlson (1995) dan Feltham dan Ohlson (1995) yang mana menunjukkan bahwa return saham adalah insentive untuk pembayaran dividen jika earning termasuk dividen menggantikan properti. Begitu juga menurut Miller dan Rock (1985) bahwa dividen yang meningkat memberi sinyal terhadap arus kas masa datang yang diharapkan berhubungan positif dengan return saham.

Hasil pengujian dari *cash flow* operasi terhadap return baik dengan menggunakan pengujian dengan uji signifikansi simultan maupun uji signifikansi parameter individual menunjukkan signifikansi dibawah 0.05. sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis lima (H_5) diterima yaitu *cash flow* operasi mempunyai pengaruh terhadap return saham. Hal ini didukung oleh penelitian Rayburn (1986) yang menguji kandungan informasi arus kas dari operasi dan laba akrual dengan return saham, yang mana hasilnya menunjukkan adanya kandungan informasi dari cash flow dan agregat akrual. Bowen at al. (1987) dan Rayburn (1986) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi dari cash flow operasi dan aggregate akrual. Livnat dan Zarowin (1990) menemukan bahwa komponen arus kas mempunyai

hubungan positif yang lebih kuat dibandingkan arus kas total maupun dengan laba akrual. Demikian juga Triyono (1998) hasil penelitiannya menunjukkan atau membuktikan bahwa komponen-komponen arus kas berpengaruh terhadap harga saham. Kemudian Bowen, Burgtashler dan Deley (1987) dan Livnat dan Zarowin (1990) menemukan bahwa cash flow operasi berhubungan positif terhadap return pasar. Begitu juga Chu, E.L (1997) yang mana hasil penelitiannya menunjukkan adanya pengaruh positif antara cash flow operasi dengan return saham.

Adanya signifikansi antara cash flow operasi terhadap return, ini konsisten dengan penelitian dari Wilson (1986,1987), Bowen et al. (1986,1987) dan Rayburn (1986) yang hanya memfokuskan pada data arus kas operasi yang menemukan adanya kandungan data arus kas bagi investor. Penemuan ini diperkuat oleh Livnat dan Zarowin (1990), hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa unexpected cash inflow or outflows dari aktivitas operasi dalam periode tertentu akan mempengaruhi harga saham. Sehingga diharapkan komponen arus kas dari operasi mempunyai hubungan yang signifikan dengan return saham.

Hasil pengujian cash flow investasi terdapat pengaruh signifikan terhadap return, baik dengan uji signifikansi simultan maupun uji signifikansi parameter individual menunjukkan adanya signifikansi dibawah 0.05 sehingga dapat dikatakan bahwa cash flow investasi mempunyai pengaruh terhadap return saham, yang berarti hipotesis enam (H_6) diterima, hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Miller dan Rock (1985) mengenai pengaruh investasi terhadap return saham yang menunjukkan bahwa peningkatan investasi mempunyai pengaruh positif

terhadap return saham pada saat investasi baru diumumkan. Hasil studi ini juga sesuai dengan yang dilaporkan oleh McConnell dan Muscarella (1986).

Sedangkan cash flow pendanaan hasilnya ada pengaruh antara cash flow pendanaan (CFF) terhadap return saham yang berarti hipotesis tujuh (H_7), baik dilakukan dengan pengujian dengan uji signifikansi simultan maupun dengan uji signifikansi parameter individual. Hasil penelitian ini sesuai dengan argumen dari Ross (1977), Leland dan Pyle (1977) bahwa penerbitan hutang merupakan sinyal yang baik untuk menaksir arus kas. Hal ini dikarenakan pemilik dapat mempertahankan proporsi kepemilikannya dari pada menerbitkan saham. Hal ini konsisten dengan penelitian Chu, E.L (1997) menunjukkan bahwa cash flow operasi dan cash flow pendanaan berhubungan positif terhadap return saham.

Sedangkan untuk cash flow bebas dengan pengujian dengan uji signifikansi parameter individual menunjukkan signifikansi diatas 0.05 sehingga menunjukkan tidak mempunyai pengaruh terhadap return saham, dengan demikian H_8 ditolak. Hasil ini konsisten dengan penelitian terdahulu seperti Chu Eric Liluan (1997). Kemungkinan hal ini dipengaruhi karena informasi dari cash flow bebas tidak dipublikasikan secara eksplisit di Indonesia.

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Hasil dari pembahasan tersebut diatas bisa ditarik suatu kesimpulan bahwa laba yang diuraikan dalam laba bersih dan laba operasi dengan pengujian signifikansi simultan (uji statistik F) menunjukkan bahwa laba bersih dan laba operasi secara bersama mempunyai pengaruh terhadap return saham. Sedangkan dengan menggunakan uji signifikansi parameter individual (uji t statistik) menunjukkan adanya pengaruh antara laba bersih terhadap return saham, demikian juga laba operasi mempunyai pengaruh terhadap return saham.

Sedangkan hasil pengujian antara dividen kas dengan return saham hasilnya menunjukkan adanya pengaruh hal ini bisa dilihat dengan hasil pengujian baik dengan menggunakan uji signifikansi simultan maupun dengan uji signifikansi parameter individual yang mana signifikansi tidak melebihi dari 0.05

Sedangkan untuk *cash flow* yang dijabarkan dalam cash flow operasi, cash flow investasi, cash flow pendanaan dan cash flow bebas secara bersama mempunyai pengaruh terhadap return saham dilihat dari uji signifikansi simultan. Sedangkan hasil uji parameter individual hasilnya bisa disimpulkan bahwa cash flow operasi, cash flow investasi dan cash flow pendanaan adanya signifikansi sehingga disimpulkan ketiga variabel tersebut secara individual mempunyai pengaruh terhadap return, untuk cash

flow bebas tingkat signifikansinya melebihi 0.05 sehingga tidak mempunyai pengaruh terhadap return saham.

Dalam penelitian ini informasi fundamental dibatasi dalam variabel laba (laba bersih dan laba operasi), dividen (dividen kas) dan cash flow (cash flow operasi, cash flow investasi, cash flow pendanaan dan cash flow bebas). Hasil pengujian semua variabel tersebut diatas menunjukkan adanya pengaruh terhadap return saham kecuali cash flow bebas bila dilihat dari uji signifikansi parameter individual. Kemungkinan ini terjadi cash flow bebas (FCF) tidak dipublikasikan secara umum pada Bursa Efek Jakarta.

5.2. Implikasi Hasil Penelitian

Penelitian ini mempunyai implikasi baik bagi investor, calon investor, maupun badan regulator (Bapepam). Bagi investor dan calon investor bisa memberikan masukan mengenai informasi fundamental untuk pengambilan keputusan investasi khususnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Jadi Informasi fundamental yang lengkap merupakan pedoman bagi investor atau calon investor dan sangat mempengaruhi tindakan atau sikap dalam pengambilan keputusan investasi. Bagi pihak perusahaan harus bisa memberikan informasi keuangan yang lebih transparan untuk para pemakai atau pengguna informasi sebagai bahan masukan bagi investor, kreditur atau calon investor.

5.3. Keterbatasan

Penelitian ini tidak lepas dari sejumlah keterbatasan- keterbatasan :

1. Berkaitan dengan waktu yang pendek dalam penelitian hanya tiga tahun dan hanya 44 perusahaan manufaktur yang memenuhi syarat dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang melakukan pembayaran dividen kas selama tiga tahun berturut turut dari tahun 2000 sampai 2002.
2. Hasil penelitian ini tidak bisa digunakan untuk generalisasi seluruh perusahaan di Bursa efek Jakarta (BEJ), karena sampel yang digunakan hanya perusahaan manufaktur.
3. Dalam menjelaskan variabel dividen hanya dividen kas sedangkan dividen saham tidak dijelaskan.

5.4. Saran

Sehubungan dengan keterbatasan dalam penelitian ini, maka penelitian selanjutnya diharapkan dapat mempertimbangkan hal-hal yang berkaitan dengan jangka waktu penelitian, sampel yang digunakan, maupun model penelitian. Disamping itu untuk variabel dari informasi fundamental perlu diperluas tidak hanya laba, dividen dan cash flow tetapi informasi keuangan yang lain yang berkaitan informasi fundamental. Untuk selanjutnya diharapkan penelitian lebih lanjut dengan waktu yang lebih panjang dan menggunakan sampel yang mewakili semua perusahaan di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Disamping itu itu perlu dipikirkan untuk menggunakan model penelitian yang lebih tepat.

DAFTAR PUSTAKA

- Abarbanell, J dan Bushee.1998," Abnormal Return to a fundamental Analysis Strategy," *The accounting Review* 73, January : 19-45.
- Ali Ashiq. 1994." The Incremental Of Earning, Working Capital from Operating, and Cash Flow." *Journal of Accounting Research*. Vol. 32 Spring. Pp 61-74.
- Ali, dan P.F.Pope.1995." The Incremental Content of Earning, Fund Flow, and Cash Flow: The UK Evidence." *Journal of Bussiness Finance and Accounting*.22(1). Pp.19-30.
- Allan, H. dan Stevenson-Clarke.2000." Earning, Cash Flows and Returns: Functional Relations and The Impact of Firm Size." *Accounting and Finance* 40 Pp 51-71.
- Ali, S.U.2000."Moderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal Dengan Earning Response Coefficients." *Simposium Nasional Akuntansi V*.
- Amihud, Y. and B. Lev. 1981," Risk Reduction as Managerial Motive for Conglomerate Mergers." *Bell Journal of Economics* 12, 605-617.
- Atiase, Rowland.K. 1985." Pendisclousure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behaviour Around Earning Announcement." *Journal of Accounting Research*. Vol.23.No.1. Pp 89-108.
- Ball, R.S, and P. Khotari. 1991." Security Returns Around Earning Announcement." *The Accounting Review*. Vol.66 No.4 Pp.718-738.
- Bambang Supomo dan Nur Indriantoro. 1999 Metodologi Penelitian Bisnis untuk akuntansi dan manajemen. Edisi.I. BPFE. Yogyakarta.
- Bapepam.1996. Himpunan Petunjuk Pelaksanaan Undang-Undang Pasar Modal. CV. Novindo Pustaka Mandiri. Jakarta.
- Beaver, W.R. Lambert and Morse.1993." The Information Content of Security Prices." *journal of Accounting and Economics* 139-157,(Juli 1993).
- Bernad, VL., dan T.S. Stober.1989." The Nature and Amount of Information Reflected in Cash Flow and Accrual." *The Accrual*." *The Accounting Review*. Vol.62.Pp624-652.

- Black,F. dan M. Sholes 1989." The Effect of Divident Yield Dividen Policy on Common Stock Prices and Return." *Journal of Financial Economics* 1-22,(May 1974)
- Bowen,R.M.,D. Burgtashler, and L.A.Daley 1974," The Incremental Information Content of Accrual versus Cash Flows." *The Accounting Review* 62,723-747.
- Cenhall, R.H. dan Juchau,R, 1977." Investor Information Needs-An Australian Study." *Accounting and Business Research*. Vol 77 No 26 (Spring): 111-119.
- Chu,E.L. 1997." Impact of Earning, Dividends and Cash Flows on Stock Return: Case of Taiwan's Stock Market," *Review of Quantitative Finance and Accounting* 9 (1997).
- Copeland T.,T.Koller and J.Murrin. 1987," Valuation-Measuring and Managing the Value of Companies, Mckinsey & Company, Inc.
- Cristie,A. 1987," On Cross-Sectional Analysis in Accounting Research." *Journal of Accounting and Economics* 231-258.
- Dann, Larry. 1981," Common Stock Repurchases: An Analysis of Return to Bondholders and Stockholders. *Journal of Financial Economics* 9: 113-138.
- Dechow, Patricia M (1994)," Accounting Earning and Cash Flows as Measurement of firm Performance The Role Of Accounting Accruals," *Journal of Accounting and Economics* 18.
- Echbo,B. Espen. 1986," Valuation Effects of Corporate Debt Offering." *Journal of Financial Economics* 15: 119-151.
- Easton,P. and M.E.Zmijewski. 1989," Cross-sectional Variation in Stock Market Response in Earnings Announcement." *Journal of Accounting and Economics* 117-141.
- FASB.1978.Statement of Financial Accounting Concept No.1 Stamford.
- _____. 1987. Statement of Financial Accounting Standard No.95. November.
- Finger,C.A." The Ability of Earning to Predict Future Earning and Cash Flow." *Journal of Accounting Research* 32,210-223 (1994).
- Gujarati, D.1995. Basic Econometrics, Third Edition.Mc Graw Hill Inc. Singapore.

- Hackel, K.S. and J. Livnat. 1995, "International Investment Based on Free Cash Flow: A Practical Approach." *The Journal of Financial Statement Analysis* 5-14.
- IAI. 1994. *Standar Akuntansi Keuangan Salemba Empat* Jakarta.
- Imam Ghozali. 2002. *Aplikasi Analisis Multivariat dengan program SPSS, Edisi II*.
- Jogiyanto, H.M. 1989. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi I. BPFE. Yogyakarta
- Jogiyanto dan Tarjo. 2003., "Analisa Cash Flow dan Kepemilikan Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Publik Indonesia." *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya tanggal 16-17 2003
- Khoury, N. dan K, Smith. 1977, "Dividend Policy and The Capital Gains Tax in Canada." *Journal of Business Administration*.
- Lev, B., dan S.R. Thiagarajan. 1993, "Fundamental Information Analysis." *Journal of Accounting Research* 311, Autumn: 190-215.
- Litzeberger, R.H. and Ramaswamy. 1980, "Dividend Short Selling Restrictions, Tax Induced Investor Clientele and Market Equilibrium." *Journal of Finance* 35, 469-482
- Livnat, J dan P. Zarowin 1990, "The Incremental Information Content of Cash Flow Component." *The Journal Accounting and Economics* 1-22.
- McConnell, J and C.J Muscarella 1985, "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm." *Journal of Financial Economics* 14, 399-422.
- McNichols, M. and A. Dravis. 1990, "Stock Dividends, Stock Splits, and Signaling." *Journal of Finance*, V. XLV, N3. 857-879.
- Miller, M. and K. Rock 1985, "Dividend Policy Under Asymmetric Information." *Journal of Finance*, 40, 1031-1052.
- Morgan, I. G. (1980), "Dividend Policy Under Asymmetric Information." *Journal of Finance* 91-106.
- Neil, G. dan Mahdi, H, 1998 "Investor Response to Cash Flow Information." *Journal of Business Finance and Accounting*, 25 (5) & (6), 0306-686 X.
- Ngurah Panji M.A.D. 1999, "Analisis Pengaruh Arus Kas, Modal Kerja, dan Laba Akuntansi terhadap Aktivitas Perdagangan Saham." *Tesis S2.PPS UGM. Yogyakarta*.

- Ohlson,J.1995,"Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuations." *Contemporary Accounting Research* 11,661-687.
- OU, J., dan Penman.1989,"Financial Statement Analysis and The Prediction of Stock Return." *Journal of Accounting and Economics*, 11 November:295-330.
- _____ 1989,"Accounting Measurement; Price –Earning Ratio, and The Information Content Of Security Prices." *Journal of Accounting Research*. Vol,27 Supplement (1989) Printed in USA.
- Penman,S. and T.Sougiannis. 1981," The Dividend displacement Property and the Substitution of Anticipated Earning for Dividens in Equity Valuation." *The Accounting Review* 71, 1-22
- Quirin,j.j. dan Allen,A.(2000)," The Effect of Earning Permanence on Fundamental Information Analysis. The Mid-Atlantic Journal of Business Vol.36. 149-165.
- Ronenn,J and S.Sadan 1981, Smooth Income Number, Addison Wesley Publishing Company.
- Sri, Wahyuni. 1998," Analisis Kandungan Informasi Laporan Arus Kas ." *Tesis S-2* (tidak di Publikasikan), Program Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi,UGM.
- Satyo. 2000," Arus Kas vs Harga Saham," *Media Akuntansi*." Edisi 12/Agustus/ Tahun VII/2000.
- Wilson,G.P. 1986," The Relative Information Content of Accrual and Cash Flows: Combined Evidence at The Earning Announcement and Annual Reporting Release Date." *Journal of Accounting Research*, Supplement 165-200.
- Wahyu, Widodo (2002)," pengaruh Informasi Kas Terhadap Harga Saham Perusahaan LQ 45 di Bursa Efek Jakarta." *Tesis S-2* (Tidak di Publikasikan) , Program Studi Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.
- Wuryan, Andayani 2002," Set Kesempatan Investasi, Teori Kontrak dan Sinyal: Perspektif Teori Akuntansi Positif." *Media Akuntansi* edisi 27 Juli-Agustus/ Tahun IX.