

## STUDI EMPIRIS TERHADAP HUBUNGAN KANDUNGAN INFORMASI LABA AKUNTANSI, ARUS DANA, DAN ARUS KAS DENGAN RETURN SAHAM PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI BURSA EFEK JAKARTA

# 2

Arie S. Rachim  
Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro

### ABSTRACT

*The objective of this study is to provide empirical evidence for the existence of the information content of accounting earnings, funds flows, and cash flows in relation to company stock returns. Differ from PSAK No. 2 (IAI, 1994) about cash flows statement, basically the unexpected return model employed in this study is using dividend as a proxy for aggregate cash flows. This matter is supported by Lawson (1981 and 1985) findings which cited by Clubb (1995) that dividend or net dividend is the appropriate measures of aggregate cash flow for equity valuation purposes. While PSAK No. 2 defined cash flow as cash inflow and cash outflow of the cash or cash equivalent (par. 05).*

*The result of this study conclude that accounting earnings and funds flows (working capital from operation) have information content in relation to company stock returns. Beside that, it is also conclude that funds flows have incremental information content beyond accounting earnings in relation to company stock returns and cash flows have incremental information content beyond accounting earnings (the "institutional" perspective).*

*As recommended by PSAK No. 2, par. 09 to present the statement of cash flows to be classified according to operating, investing, and financing activity, so this study is also testing the information content of these three components of cash flows. The result indicates that cash flows (dividend) and these three components of cash flows have information content in relation to company stock returns, but these three components have no information content beyond cash flows. The other conclusion is that accounting earnings have incremental information content beyond cash flows (the perspective that cash flows are the "primitive" concept) in relation to company stock returns.*

**Keywords :** Information Content, Earnings, Fund Flows, Cash Flows.

### 1. Pendahuluan

Para investor sangat memerlukan informasi sebelum memutuskan untuk membeli atau menjual saham. Informasi yang dibutuhkan oleh para investor dalam pengambilan keputusan adalah informasi akuntansi di samping informasi lainnya. Laporan keuangan yang dipublikasikan merupakan sumber informasi akuntansi.

Penelitian yang menguji tentang manfaat laporan keuangan banyak dilakukan dengan menguji kandungan informasi dari komponen-komponen laporan keuangan (laba, arus dana, dan arus kas). Jika laporan keuangan bermanfaat, maka komponen-komponen yang tersaji dalam laporan keuangan

akan mempunyai kandungan informasi. Kandungan informasi ditunjukkan dengan reaksi pasar terhadap komponen-komponen laporan keuangan tersebut (Sutopo, 2001: 4).

Arnold *et al.* (1991) serta Kinnunen dan Niskanen (1991) seperti yang dikutip oleh Clubb (1995) melakukan kritik terhadap penelitian terdahulu dari kandungan informasi pada data arus kas karena terfokusnya penelitian hanya pada arus kas operasi (tidak termasuk arus investasi dan pendanaan) dan kegagalan untuk menyesuaikan dengan teori penilaian. Untuk itu Clubb (1995) mengusulkan pemakaian suatu model *unexpected return* yang mempergunakan dividen sebagai proksi dari arus kas agregat untuk meneliti kandungan informasi dan kandungan informasi tambahan pada laba akuntansi, arus dana, dan arus kas. Hal ini diperkuat dengan adanya temuan bahwa dividen adalah pengukur yang sesuai dari arus kas agregat untuk tujuan penilaian ekuitas (Lawson, 1981 dan 1985 seperti yang dikutip oleh Clubb, 1995: 36). Argumen dipakainya model ini adalah karena model ini menyediakan dasar untuk menguji kandungan informasi dari arus dana dan kandungan informasi tambahan dari data laba, arus dana, dan arus kas (Clubb, 1995: 35).

Model *unexpected return* yang dipergunakan dalam penelitian ini, penelitian-penelitian sebelumnya, dan hipotesis-hipotesis yang akan diuji akan dibahas pada bagian selanjutnya. Bagian ketiga membahas tentang metode penelitian yang dipakai. Hasil dan pembahasan penelitian terdapat pada bagian keempat. Pada bagian terakhir, akan dibahas mengenai kesimpulan, keterbatasan, dan saran-saran untuk penelitian berikutnya.

## 2. Tinjauan Pustaka dan Hipotesis

### 2.1. Model *Unexpected Return*

Persamaan model ini adalah (Clubb, 1995: 37):

$$D_t = E_t + X_t + Y_t + I_t + F_t$$

$D_t$  = dividen pada periode t.

$E_t$  = laba akuntansi pada periode t.

$X_t$  = akrual jangka panjang pada periode t.

$Y_t$  = akrual jangka pendek pada periode t.

$I_t$  = arus kas investasi pada periode t.

$F_t$  = arus kas pendanaan pada periode t.

Persamaan model di atas adalah didasarkan pada laporan arus kas metode tidak langsung. Dari perhitungan variabel-variabel di atas, pengukuran untuk modal kerja dari operasi ( $W_t$ ) dan arus kas operasi ( $O_t$ ) dapat dihitung dengan persamaan berikut :

$$W_t = E_t + X_t$$

$W_t$  = modal kerja dari operasi pada periode t, dalam hal ini modal kerja dari operasi dipergunakan sebagai proksi dari arus dana.

$$O_t = E_t + X_t + Y_t$$

$O_t$  = arus kas operasi pada periode t.

Sebagai prediktor untuk menghitung *unexpected* dari masing-masing variabel akuntansi dalam penelitian ini dipergunakan data tahun sebelumnya dengan asumsi tidak ada perubahan. Jadi *unexpected* variabel akuntansi pada periode t ( $UC_{i,t}$ ) didapatkan dari selisih antara variabel akuntansi pada periode t ( $C_{i,t}$ ) dengan variabel akuntansi pada periode t-1 ( $C_{i,t-1}$ ). Persamaannya adalah sebagai berikut:

$$UC_{i,t} = C_{i,t} - C_{i,t-1}$$

Untuk tujuan pengujian kandungan informasi pada arus dana, maka *unexpected* laba akuntansi ( $UE_{i,t}$ ) akan didisagregasi menjadi komponen-komponennya, yaitu: *unexpected* modal kerja dari operasi sebagai proksi untuk arus dana ( $UW_{i,t}$ ) dan *unexpected* akrual jangka panjang ( $UX_{i,t}$ ). Sedangkan untuk tujuan pengujian kandungan informasi pada komponen-komponen arus kas, maka *unexpected* dividen yang merupakan proksi dari arus kas ( $UD_{i,t}$ ) akan didisagregasi menjadi komponen-komponen arus kas, yaitu: *unexpected* arus kas operasi ( $UO_{i,t}$ ), investasi ( $UI_{i,t}$ ), dan pendanaan ( $UF_{i,t}$ ). Bowen *et al.* (1987) menyatakan bahwa praktek pelaporan keuangan saat ini secara tradisional lebih menekankan pada pengukuran laba akrual (perspektif "institusional"). Tetapi di sisi lainnya, hubungan antara arus kas di masa mendatang dengan nilai perusahaan diterima oleh para ekonom keuangan, dan belakangan ini timbul kecenderungan peningkatan minat dalam pengukuran arus kas (perspektif bahwa arus kas adalah konsep yang "primitif"). Sehingga persamaan-persamaan berikut ini sesuai untuk menguji permasalahan-permasalahan tersebut :

$$URR_{i,p} = \beta_0 + \beta_1(UE_{i,t}/M_{i,t-1}) + \varepsilon_p \quad (1)$$

$$URR_{i,p} = \beta_0 + \beta_1(UW_{i,t}/M_{i,t-1}) + \beta_2(UX_{i,t}/M_{i,t-1}) + \varepsilon_p \quad (2)$$

$$URR_{i,p} = \beta_0 + \beta_1(UD_{i,t}/M_{i,t-1}) + \varepsilon_p \quad (3)$$

$$URR_{i,p} = \beta_0 + \beta_1(UO_{i,t}/M_{i,t-1}) + \beta_2(UI_{i,t}/M_{i,t-1}) + \beta_3(UF_{i,t}/M_{i,t-1}) + \varepsilon_p \quad (4)$$

$$URR_{i,p} = \beta_0 + \beta_1(UE_{i,t}/M_{i,t-1}) + \beta_2(UD_{i,t}/M_{i,t-1}) + \varepsilon_p \quad (5)$$

$URR_{i,p}$  = *cummulative unexpected return* saham i pada akhir periode p.

$\beta_0$  = konstanta.

$\beta_1 - \beta_3$  = koefisien regresi.

$M_{i,t}$  = *market value of equity* saham i pada akhir tahun t.

$UE_{i,t}$  = *unexpected* laba saham i pada akhir tahun t.

$UW_{i,t}$  = *unexpected* modal kerja dari operasi saham i pada akhir tahun t.

$UX_{i,t}$  = *unexpected* akrual jangka panjang saham i pada akhir tahun t.

$UD_{i,t}$  = *unexpected* dividen saham i pada akhir tahun t.

$UO_{i,t}$  = *unexpected* arus kas operasi saham i pada akhir tahun t.

$UI_{i,t}$  = *unexpected* arus kas investasi saham i pada akhir tahun t.

$UF_{i,t}$  = *unexpected* arus kas pendanaan saham i pada akhir tahun t.

$e_p$  = *error term*.

## 2.2. Penelitian Sebelumnya

Penelitian yang dilakukan Wilson (1986) menyimpulkan bahwa laba yang dipisahkan ke dalam komponen arus kas dari operasi dan akrual total mempunyai kandungan informasi tambahan di luar laba, akrual total mempunyai kandungan informasi tambahan di luar arus kas operasi, tetapi akrual jangka panjang tidak mempunyai kandungan informasi tambahan di luar modal kerja dari operasi.

Rayburn (1986) menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara arus kas operasi dan akrual agregat dengan *abnormal return*. Demikian pula dengan akrual jangka pendek dengan *abnormal return*, tetapi tidak demikian halnya untuk akrual jangka panjang.

Hasil penelitian Bowen *et al.* (1986) menyimpulkan bahwa sinyal antara laba dan arus kas (pengukuran "alternatif") adalah berbeda dan arus kas adalah prediktor yang lebih baik daripada laba. Implikasinya adalah bahwa arus kas mempunyai kandungan informasi karena dapat dipergunakan untuk memprediksi arus kas masa mendatang (arus kas dengan pengukuran "tradisional" adalah prediktor yang terbaik). Bowen *et al.* (1987) menyatakan bahwa *unexpected* arus kas mengandung informasi di luar *unexpected* akrual (laba) yang merupakan perspektif "institusional" dan arus operasi akrual (laba dan modal kerja dari operasi) mempunyai kandungan informasi tambahan di luar variabel arus kas yang merupakan perspektif konsep "primitif" dari arus kas. Tetapi, hasil penelitian mereka tidak mendukung hipotesis bahwa modal kerja dari operasi mempunyai kandungan informasi tambahan di luar laba. Hasil analisis Wilson (1987) menunjukkan bahwa komponen laba akrual dan komponen dana (arus kas dari operasi) memiliki kandungan informasi tambahan.

Jennings (1990) menyimpulkan bahwa arus kas dan komponen-komponen akrual menambah informasi dari laba. Hasil analisis Ail (1994) berdasarkan model linier menunjukkan bahwa variabel laba dan modal kerja dari operasi mempunyai kandungan informasi tambahan, tetapi variabel arus kas relatif tidak memiliki kandungan informasi dibandingkan variabel laba dan modal kerja dari operasi. Hasil yang diperoleh dengan model nonlinier mendukung adanya hubungan nonlinier antara *return* saham dengan laba, modal kerja dari operasi, dan arus kas.

Hasil penelitian Clubb (1995) menyimpulkan bahwa laba akuntansi, arus dana, arus kas, dan ketiga komponen arus kas mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham perusahaan. Pengujian kesamaan koefisien menunjukkan bahwa arus kas operasi mempunyai kandungan informasi tambahan di luar data arus kas agregat, tetapi tidak demikian dengan arus kas investasi dan pendanaan. Kesimpulan lainnya adalah bahwa data laba akuntansi mempunyai kandungan informasi tambahan di luar arus kas dan data arus kas mempunyai kandungan informasi tambahan di luar laba akuntansi. Hasil penelitian Ariff *et al.* (1997) menunjukkan bahwa perubahan *unexpected earning* secara signifikan dikaitkan dengan perubahan harga saham.

Baridwan (1997) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi arus kas ternyata memberikan nilai tambah bagi para pemakai laporan keuangan. Temuan Hastuti dan Sudibyo (1998) menyimpulkan bahwa laporan arus kas berguna bagi investor karena terbukti meningkatkan volume perdagangan saham. Hasil analisis Parawiyati dan Baridwan (1998) menunjukkan bahwa laba dan arus kas periode yang lalu mempunyai manfaat untuk memprediksi laba dan arus kas. Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa informasi laba dan arus kas merupakan informasi akuntansi yang dapat bermanfaat sebagai pertimbangan dalam pengambilan keputusan oleh para analis, investor, dan manajer untuk mengetahui prospek kinerja suatu perusahaan 1 tahun ke depan. Suadi (1998) menyimpulkan bahwa laporan arus kas mempunyai hubungan dengan jumlah pembayaran dividen yang terjadi dalam 1 tahun setelah terbitnya laporan arus kas. Utami dan Suharmadi (1998) menyimpulkan bahwa BEJ responsif terhadap

informasi penghasilan (laba) yang masuk dalam pasar. Hasil penelitian Asyik (1999) menunjukkan bahwa laporan arus kas mengandung informasi tambahan bagi investor.

Hasil penelitian Triyono dan Hartono (2000) dengan mempergunakan model *levels* adalah bahwa total arus kas tidak mempunyai kandungan informasi terhadap harga saham, laba akuntansi berpengaruh signifikan terhadap harga saham, terdapat perbedaan yang signifikan antara hubungan arus kas total dengan harga saham dan hubungan antara laba akuntansi dengan harga saham, dan ketiga komponen arus kas (operasi, investasi, dan pendanaan) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Sedangkan pengujian dengan model *return* memberikan kesimpulan bahwa perubahan total arus kas dan perubahan laba akuntansi tidak mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham, tidak ada perbedaan hubungan antara perubahan arus kas total dengan *return* saham dan hubungan antara perubahan laba akuntansi dengan *return* saham, dan ketiga komponen arus kas juga tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan *return* saham.

### 2.3. Perumusan Hipotesis

Sehubungan dengan uraian-uraian sebelumnya, maka hipotesis-hipotesis untuk penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

- H<sub>1A</sub>: Data laba akuntansi mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham perusahaan.
- H<sub>1B</sub>: Data arus dana mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham perusahaan.
- H<sub>1C</sub>: Data arus dana mempunyai kandungan informasi tambahan di luar data laba akuntansi dalam hubungannya dengan *return* saham perusahaan.
- H<sub>1D</sub>: Data arus kas mempunyai kandungan informasi tambahan di luar data laba akuntansi dalam hubungannya dengan *return* saham perusahaan.
- H<sub>2A</sub>: Data arus kas mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham perusahaan.
- H<sub>2B</sub>: Data komponen-komponen arus kas (operasi, investasi, dan pendanaan) mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham perusahaan.
- H<sub>2C</sub>: Data komponen-komponen arus kas (operasi, investasi, dan pendanaan) mempunyai kandungan informasi tambahan di luar data arus kas dalam hubungannya dengan *return* saham perusahaan.
- H<sub>2D</sub>: Data laba akuntansi mempunyai kandungan informasi tambahan di luar data arus kas dalam hubungannya dengan *return* saham perusahaan.

Menurut Bowen *et al.* (1987: 737), H<sub>1A</sub> - H<sub>1D</sub> adalah pengujian hipotesis dari perspektif lingkungan institusional saat ini di mana akuntansi akrual biaya historis merupakan fokus dari sebagian besar analisis dan pelaporan keuangan. Dari perspektif "institusional" ini, masalah utamanya adalah apakah data arus kas menambah informasi yang telah disediakan oleh sistem akuntansi akrual. Sedangkan H<sub>2A</sub> - H<sub>2D</sub> mengadopsi pandangan perspektif bahwa arus kas adalah konsep yang lebih primitif. Variabilitas dan ketepatan waktu dari arus kas masa mendatang merupakan perhatian dari para investor. Dari perspektif ini, permasalahan utamanya adalah apakah angka-angka akrual menambah sesuatu pada informasi arus kas.

### 3. Metode Penelitian

### 3.1. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ. Sampel ditentukan sebanyak 45 perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ-45 yang diperkenalkan oleh BEJ mulai tanggal 24 Februari 1997 (daftar nama perusahaan secara lengkap dapat dilihat pada Lampiran 1). Sampel dipilih dari perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam LQ-45 karena saham-saham tersebut memenuhi kriteria likuiditas (aktif diperdagangkan) dan kapitalisasi pasar yang ditetapkan oleh BEJ, sehingga diharapkan reaksi terhadap harga saham akan tampak dan dapat mewakili bursa secara keseluruhan. Data diambil dari laporan keuangan perusahaan-perusahaan publik tersebut di atas yang terdaftar di BEJ dengan tambahan syarat-syarat sebagai berikut:

1. Perusahaan sudah *go public* sebelum 31 Desember 1995, karena faktor deflasi yang akan dipergunakan adalah nilai pasar dari ekuitas per 31 Desember 1995.
2. Tersedia data laporan keuangan tahunan yang berakhir pada tanggal 31 Desember. Periode penelitian adalah tahun 1995 – 1996. Periode penelitian dimulai tahun 1995 karena adanya pertimbangan bahwa berlakunya Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 2 tentang Laporan Arus Kas dalam Standar Akuntansi Keuangan (SAK) adalah per 1 Januari 1995. Sedangkan periode penelitian sampai dengan tahun 1996 adalah karena pada periode tersebut perekonomian Indonesia masih relatif stabil dan belum memasuki masa krisis moneter yang hebat (Juli 1997).

### 3.2. Jenis, Sumber, dan Prosedur Pengumpulan Data

Data yang dipergunakan adalah data sekunder yang dipublikasikan. Data-data variabel akuntansi diperoleh dari laporan keuangan yang diterbitkan pada *Annual Report* masing-masing emiten. Data IHSI bulanan diperoleh dari *JSX Monthly Statistics*. Sedangkan data jumlah saham yang beredar, harga saham penutupan akhir tahun, dan IHSI bulanan diperoleh dari *JSX Statistics*.

### 3.3. Definisi Operasional Variabel

#### 1. Variabel akuntansi:

##### a. Dividen (D):

Dividen adalah dividen kas yang diterima oleh investor. Model penelitian ini mempergunakan dividen sebagai proksi dari arus kas. Hal ini berbeda dengan definisi arus kas menurut PSAK No. 2, par. 05 (IAI, 1994) yang mendefinisikan arus kas sebagai arus masuk dan arus keluar kas atau setara kas.

##### b. Laba akuntansi (E):

Laba akuntansi adalah laba bersih setelah pajak.

##### c. Akrua jangka panjang (X):

$X = \text{Penyusutan} + \text{Penyisihan} + \text{Pajak ditangguhkan} + \text{Keuntungan dan kerugian valuta asing yang belum direalisasi} + \text{Laba perusahaan asosiasi yang belum dibagikan} + \text{Hak minoritas dalam laba/rugi konsolidasi}$

##### d. Akrua jangka pendek (Y):

$Y = \text{Perubahan dalam hutang dagang dan lain-lain} + \text{Perubahan dalam kewajiban pajak lancar} + \text{Perubahan dalam persediaan dan barang dalam proses} + \text{Perubahan dalam piutang dagang dan lain-lain}$

- e. Arus dana (W):  
 $W = \text{Laba bersih} + \text{Akrual jangka panjang}$
- f. Arus kas operasi (O):  
 $O = \text{Laba bersih} + \text{Akrual jangka panjang} + \text{Akrual jangka pendek}$
- g. Arus kas investasi (I):  
 $I = \text{Pengeluaran bersih pada aktiva tetap berwujud, aktiva tetap tak berwujud, investasi dagang dan anak perusahaan} + \text{Perubahan dalam kas dan setara kas}$
- h. Arus kas pendanaan (F):  
 $F = \text{Penerimaan bersih dari saham biasa, saham istimewa, dan kewajiban jangka panjang} + \text{Kredit yang diterima dari bank}$

## 2. Unexpected variabel akuntansi :

$$UC_{i,t} = C_{i,t} - C_{i,t-1}$$

$UC_{i,t}$  = unexpected variabel akuntansi (E, W, X, D, O, I, dan F) saham i pada akhir tahun t.

$C_{i,t}$  = variabel akuntansi saham i pada akhir tahun t.

$C_{i,t-1}$  = variabel akuntansi saham i pada akhir tahun t-1.

## 3. Actual return:

Actual return dihitung dengan mempergunakan Indeks Harga Saham Individual (IHSI) untuk menghitung actual return, karena IHSI telah memperhitungkan adanya aksi emiten dan berfungsi untuk mengukur kinerja kerja suatu saham tertentu (Ang, 1997: 14.4) :

$$R_{i,b} = (IHSI_{i,b} - IHSI_{i,b-1}) / IHSI_{i,b-1}$$

$R_{i,b}$  = actual return saham i pada akhir bulan b.

$IHSI_{i,b}$  = Indeks Harga Saham Individual saham i pada akhir bulan b.

$IHSI_{i,b-1}$  = Indeks Harga Saham Individual saham i pada akhir bulan b-1.

## 4. Market return:

$$RM_b = (IHSG_b - IHSG_{b-1}) / IHSG_{b-1}$$

$RM_b$  = market return pada akhir bulan b.

$IHSG_b$  = Indeks Harga Saham Gabungan pada akhir bulan b.

$IHSG_{b-1}$  = Indeks Harga Saham Gabungan pada akhir bulan b-1.

## 5. Expected return:

Expected return dihitung dengan model pasar yang disesuaikan (*market adjusted model*). Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu saham adalah return indeks pasar pada saat tersebut:

$$E(R_{i,b}) = RM_b$$

$E(R_{i,b})$  = *expected return* saham i pada akhir bulan b.

$RM_b$  = *market return* pada akhir bulan b.

#### 6. *Unexpected Return*:

$$UR_{i,b} = R_{i,b} - E(R_{i,b})$$

$UR_{i,b}$  = *unexpected return* saham i pada akhir bulan b.

$R_{i,b}$  = *actual return* saham i pada akhir bulan b.

$E(R_{i,b})$  = *expected return* saham i pada akhir bulan b.

#### 7. *Cummulative unexpected return*:

$$URR_{i,p} = \sum_{t=1}^{12} UR_{i,b}$$

$URR_{i,p}$  = *cummulative unexpected return* saham i pada akhir periode p.

*Cummulative unexpected return* adalah penjumlahan dari *unexpected return* setiap saham selama 12 bulan, yaitu mulai bulan Mei 1996 sampai dengan bulan April 1997 (12 bulan). Dipakainya lag 4 bulan setelah terbitnya laporan keuangan (31 Desember 1996) adalah untuk meningkatkan probabilitas bahwa pengeluaran informasi (publikasi laporan keuangan) dapat direaksi oleh pasar selama periode 4 bulan tersebut (Clubb, 1995: 40). Hal ini juga sesuai dengan UU No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal yang mengatur kewajiban perusahaan publik untuk melakukan pelaporan dan pengungkapan laporan keuangan tahunan yang sudah diaudit dalam batas waktu 120 hari.

## 4. Hasil dan Pembahasan Penelitian

### 4.1. Proses Pemilihan Sampel

Proses pemilihan sampel dan daftar nama perusahaan yang terpilih sebagai sampel dapat dilihat pada Lampiran 1.

### 4.2. Pengujian Asumsi Klasik

Dari hasil pengujian yang dilakukan terlihat bahwa multikolinieritas yang serius terjadi pada persamaan (4). Nilai *tolerance* untuk variabel UO (0,001), UI (0,001), dan UF (0,001) adalah lebih kecil dari 0,10 dan nilai VIF untuk variabel UO (667,069), UI (1.055,440), dan UF (762,414), semuanya lebih besar dari 10. Untuk mengatasi hal tersebut, maka data harus ditransformasi dalam bentuk logaritma natural dan hasil transformasi selanjutnya disebut persamaan (4a).

Dari hasil regresi dari persamaan (4a), terlihat tidak terjadinya multikolinieritas lagi, karena seluruh nilai *tolerance* lebih besar dari 0,10 dan nilai VIF-nya lebih kecil dari 10. Walaupun koefisien korelasi antarvariabel masih tetap tinggi, tetapi hal ini tidak menjadi masalah timbulnya multikolinieritas. Karena

menurut Hair *et al.* (1995: 127), indikasi substansial terjadinya multikolinieritas adalah apabila koefisien korelasi mencapai 0,90 atau lebih. Secara keseluruhan hasil pengujian multikolinieritas yang telah dilakukan, nilai *tolerance* dan VIF-nya dapat dilihat pada ringkasan Tabel 1.

**TABEL 1**  
**PENGUJIAN MULTIKOLINIERITAS**

Variabel Independen	Persamaan (2)		Persamaan (4a)		Persamaan (5)	
	<i>Tolerance</i>	VIF	<i>Tolerance</i>	VIF	<i>Tolerance</i>	VIF
UE					0,986	1,015
UW	0,319	3,137				
UX	0,319	3,137				
UD					0,986	1,015
UO			0,411	2,431		
UI			0,328	3,048		
UF			0,423	2,365		

Cara yang akan dipergunakan dalam penelitian ini untuk mendeteksi adanya otokorelasi adalah uji Durbin-Watson (*D-W test*). Tingkat signifikansi yang dipergunakan adalah sebesar 5% dengan pengujian 2 arah. Dari hasil uji D-W terlihat bahwa persamaan (1), (2), (3), (4a), dan (5) bebas dari masalah otokorelasi, karena nilai D-W terletak di antara batas atas ( $du$ ) dan  $4 - du$ . Hasil uji otokorelasi disajikan secara lengkap pada Tabel 2.

**TABEL 2**  
**PENGUJIAN OTOKORELASI**

Persamaan	(1)	(2)	(3)	(4a)	(5)
k	1	2	1	3	2
$du$	1,420	1,480	1,420	1,550	1,480
<i>D-W test</i>	1,920	1,911	1,737	1,904	1,967
$4 - du$	2,580	2,520	2,580	2,450	2,520

Keterangan: k = jumlah variabel independen,  $du$  = batas atas.

Dari hasil pengujian terhadap heteroskedastisitas dengan mempergunakan uji Glejser, terlihat tidak terjadi masalah heteroskedastisitas di semua persamaan regresi yang akan dipergunakan. Hasilnya dapat dilihat pada Tabel 3 yang memperlihatkan tidak adanya nilai t yang signifikan pada tingkat 5% untuk semua variabel independen hasil regresi dengan nilai absolut *residual* sebagai variabel dependennya.

**TABEL 3**  
**PENGUJIAN HETEROSKEDASTISITAS**

Variabel Independen	Persamaan (1)		Persamaan (2)		Persamaan (3)		Persamaan (4a)		Persamaan (5)	
	t	Sig.-t	t	Sig.-t	t	Sig.-t	t	Sig.-t	t	Sig.-t
UE	0,706	0,485							0,697	0,491
UW			0,634	0,530						
UX			0,151	0,881						
UD					-0,666	0,510			-0,423	0,675
UO							0,109	0,914		
UI							0,021	0,983		
UF							-1,696	0,100		

Dengan melihat *histogram* dan *normal probability plot*-nya dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat permasalahan normalitas yang serius pada persamaan (1), (2), (3), (4a), dan (5).<sup>1</sup>

### 4.3. Pengujian Hipotesis dan Interpretasi Hasil Penelitian

Hasil analisis regresi untuk persamaan (1), (2), (3), (4a), dan (5) diringkas dan diperlihatkan pada Tabel 4.

**TABEL 4**  
**HASIL REGRESI**

Persamaan	(1)	(2)	(3)	(4a)	(5)
Variabel	$\beta$	$\beta$	$\beta$	$\beta$	$\beta$
UE	2,991 (2,213) **				2,624 (2,062) **
UW		3,005 (2,104) **			
UX		-2,661 (-1,634) *			
UD			4,570 (2,544) ***		4,143 (2,400) **
UO				0,469 (2,023) **	
UI				0,602 (2,652) ***	
UF				0,435 (2,403) **	
R-square	0,129	0,133	0,164	0,405	0,262
Adj. R-square	0,103	0,079	0,139	0,164	0,216
F	4,896 **	2,454	6,472 **	2,487 *	5,680 ***
Sig.-F	0,034	0,102	0,016	0,079	0,008
UW & UX		2,949 ***			
UO & UI				-0,647	
UO & UF				0,119	
UI & UF				0,551	
UE & UD					-2,069 **

\*\*\* signifikan pada tingkat 1%

\*\* signifikan pada tingkat 5%

\* signifikan pada tingkat 10%

<sup>1</sup> Grafik tidak ditampilkan.

#### 4.3.1. Perspektif "Institusional"

Pengujian ini disebut pengujian dari perspektif "institusional" sebab pada lingkungan pelaporan perusahaan saat ini, laba akrual biaya historis tampaknya menjadi sebagian besar perhatian dari para akuntan, analis, dan investor (Bowen *et al.*, 1987: 737).

Pengujian hipotesis terhadap  $H_{1A}$  dengan persamaan (1), didapatkan nilai koefisien UE sebesar 2,991 ( $t = 2,213$ ). Artinya  $H_{1A}$  tidak dapat ditolak pada tingkat signifikansi sebesar 5% (uji-t 1 arah). Hal ini berarti data laba akuntansi mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian-penelitian terdahulu dari Bowen *et al.* (1987), Clubb (1995), Ariff *et al.* (1997), Parawiyati dan Baridwan (1998), Utami dan Suharmadi (1998), serta Triyono dan Hartono (2000) untuk model *levels*.

Hasil regresi persamaan (2) memperlihatkan bahwa  $H_{1B}$  didukung oleh data empiris. Hal ini ditunjukkan dengan nilai koefisien UW sebesar 3,005 ( $t = 2,194$ ), signifikan pada tingkat 5% (uji-t 1 arah). Berarti data arus dana mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham. Dalam hal ini modal kerja dari operasi dipergunakan sebagai proksi dari arus dana. Hasil ini juga konsisten dengan hasil penelitian Clubb (1995).

Hipotesis  $H_{1C}$  berhasil didukung data dengan  $t = 2,949$  ( $sig. = 0,006$ ) untuk uji kesamaan koefisien UW dan UX pada persamaan (2). Hasil ini menunjukkan bahwa data arus dana mempunyai kandungan informasi tambahan di luar data laba akuntansi dalam hubungannya dengan *return* saham pada tingkat signifikansi sebesar 1% (uji-t 2 arah). Hasil ini konsisten dengan kesimpulan dari penelitian Ali (1994) baik untuk model linier maupun nonlinier, tetapi tidak konsisten dengan kesimpulan Bowen *et al.* (1986 dan 1987) dan Clubb (1995).

Dari pengujian terhadap persamaan (5), terlihat bahwa koefisien UD menunjukkan nilai sebesar 4,143 ( $t = 2,400$ ), yang berarti  $H_{1D}$  tidak dapat ditolak pada tingkat signifikansi sebesar 5% (uji-t 2 arah). Hal ini berarti data arus kas mempunyai kandungan informasi tambahan di luar data laba akuntansi (perspektif "institusional"), konsisten dengan kesimpulan dari Bowen *et al.* (1987), Clubb (1995), Baridwan (1997), serta Triyono dan Hartono (2000) untuk model *levels*.

#### 4.3.2. Perspektif Konsep "Primitif" dari Arus Kas

Pada perspektif ini, arus kas menjadi perhatian dari para investor. Koefisien UD pada persamaan (3) menunjukkan hasil yang positif dan signifikan pada tingkat 5% sebesar 4,570 ( $t = 2,544$ ). Hal ini berarti  $H_{2A}$  tidak dapat ditolak pada tingkat signifikansi sebesar 5% (uji-t 1 arah), artinya data arus kas mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham. Hasil penelitian ini konsisten dengan kesimpulan Wilson (1986 dan 1987), Bowen *et al.* (1986), Rayburn (1986), Clubb (1995), Hastuti dan Sudibyo (1998), Parawiyati dan Baridwan (1998), serta Asyik (1999).

Pengujian terhadap  $H_{2B}$  memperlihatkan koefisien regresi yang positif dan signifikan pada persamaan (4a) untuk ketiga komponen arus kas (operasi, investasi, dan pendanaan). Hal ini ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,469 ( $t = 2,023$ ) untuk arus kas operasi, 0,602 ( $t = 2,652$ ) untuk arus kas investasi, dan 0,435 ( $t = 2,403$ ) untuk arus kas pendanaan. Dengan demikian  $H_{2B}$  tidak dapat ditolak pada tingkat signifikansi sebesar 5% (uji-t 1 arah) atau data ketiga komponen arus kas tersebut mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham. Hasil ini konsisten dengan kesimpulan Clubb (1995) serta Triyono dan Hartono (2000) untuk pengujian dengan model *levels*.

Sedangkan pengujian terhadap  $H_{2c}$  dengan uji kesamaan koefisien untuk UO dan UI ( $t = -0,647$ ;  $sig. = 0,523$ ), UO dan UF ( $t = 0,119$ ;  $sig. = 0,906$ ), dan UI dan UF ( $t = 0,551$ ;  $sig. = 0,585$ ) menunjukkan bahwa hipotesis ini ditolak pada tingkat signifikansi sebesar 10% (uji-t 2 arah). Artinya data ketiga komponen arus kas tidak mempunyai kandungan informasi tambahan di luar data arus kas. Temuan ini menunjukkan bahwa *return* saham tidak menunjukkan reaksi yang berbeda untuk arus kas operasi, investasi, dan pendanaan. Hasil ini sama dengan kesimpulan dari Clubb (1995) untuk arus kas investasi dan pendanaan (UI dan UF), tetapi tidak konsisten untuk arus kas operasi (UO). Clubb (1995) menyimpulkan bahwa arus kas operasi mempunyai kandungan informasi tambahan di luar arus kas agregat. Hal ini dapat disebabkan karena korelasi positif yang tinggi antarvariabel independen (UO, UI, dan UF), yaitu: UO dan UI (0,751), UO dan UF (0,662), serta UI dan UF (0,743). Menurut Baridwan (1997: 9), korelasi positif yang tinggi antarvariabel menunjukkan bahwa kedua variabel itu mengukur kecenderungan yang sama. Artinya, dengan diketahuinya salah satu variabel, maka variabel lainnya dapat diprediksi. Korelasi yang tinggi berarti tidak menunjukkan nilai tambah bagi pengungkapan variabel yang lain. Hal yang sama dikemukakan pula oleh Bowen *et al.* (1987: 735), yaitu keberadaan variabel-variabel independen yang berkorelasi membuat timbulnya kesulitan untuk menguraikan hubungan relatif antara berbagai variabel independen tersebut dan korelasi yang tinggi membuat interpretasi dari pengujian signifikansi terhadap koefisien individual menjadi sulit.

Koefisien UE signifikan pada tingkat 5% sebesar 2,624 ( $t = 2,062$ ) untuk persamaan (5). Hasil ini menunjukkan bahwa  $H_{2d}$  tidak dapat ditolak pada tingkat signifikansi 5% (uji-t 2 arah), artinya data laba akuntansi mempunyai kandungan informasi tambahan di luar data arus kas (perspektif konsep "primitif" dari arus kas). Selain itu uji kesamaan koefisien (laba akuntansi dan arus kas) menunjukkan hasil yang signifikan pada tingkat 5% ( $t = -2,069$ ;  $sig. = 0,047$ ), yang berarti investor menunjukkan reaksi yang berbeda terhadap perubahan laba akuntansi (UE) dan arus kas (UD). Hasil ini konsisten dengan kesimpulan dari Bowen *et al.* (1987) dan Clubb (1995).

## 5. Kesimpulan, Keterbatasan, dan Saran

### 5.1. Kesimpulan

Dari hasil-hasil analisis yang telah dilakukan, ditemukan bukti empiris adanya kandungan informasi pada data laba akuntansi dan arus dana (modal kerja dari operasi) dalam hubungannya dengan *return* saham perusahaan. Hasil pengujian hipotesis terhadap adanya kandungan informasi tambahan data arus dana di luar data laba akuntansi menunjukkan bahwa hipotesis ini didukung bukti. Pengujian terhadap kandungan informasi tambahan pada data laba akuntansi dan arus kas menunjukkan bahwa data arus kas mempunyai kandungan informasi tambahan di luar data laba akuntansi (perspektif "institusional").

Hasil analisis juga menunjukkan bahwa data arus kas (dividen) dan ketiga komponen arus kas (operasi, investasi, dan pendanaan) mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham perusahaan.

Walaupun dari hasil analisis ditunjukkan bahwa ketiga komponen arus kas tidak mempunyai kandungan informasi tambahan di luar arus kas, tetapi ketiga komponen arus kas itu sendiri mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham. Hal ini dapat dipahami karena laporan arus kas yang dipersyaratkan oleh PSAK No. 2 (IAI, 1994) baru mulai berlaku tanggal 1 Januari 1995, sehingga kemungkinan laporan arus kas belum dipergunakan sebagai dasar pengambilan keputusan

oleh para investor. Menurut Kothari dan Zimmerman (1995), apabila komponen variabel independen mengandung variabel yang relatif baru maka kurang relevan dalam menjelaskan variabel dependen.

Hipotesis bahwa data laba akuntansi mempunyai kandungan informasi tambahan di luar data arus kas (perspektif konsep "primitif" dari arus kas) berhasil didukung oleh bukti empiris. Pengujian kesamaan koefisien menunjukkan bahwa kandungan informasi laba akuntansi dan arus kas adalah berbeda dan perlu diungkapkan tersendiri dalam laporan keuangan.

## 5.2. Keterbatasan dan Saran

Berikut ini akan dikemukakan keterbatasan-keterbatasan dan saran perbaikan untuk penelitian selanjutnya:

1. Sampel yang dipergunakan dalam penelitian ini tidak dilakukan secara *random* dan dapat diperbanyak lagi untuk penelitian selanjutnya.
2. Dalam menghitung *expected return* dipergunakan *market-adjusted model*. Model ini mempunyai kelemahan, yaitu tidak memperhitungkan risiko pasar. Model lainnya yang direkomendasikan oleh Hartono (1999: 34) adalah *market model*, model ini memperhitungkan risiko pasar.
3. *Actual return* yang dipergunakan dihitung berdasarkan *actual return* bulanan. Menurut Brown dan Warner (1980 dan 1985) seperti yang dikutip oleh Hartono (1999: 35), *return* harian menghasilkan *power of the test* yang lebih kuat, yaitu lebih mampu mendeteksi *abnormal return* yang terjadi dibandingkan dengan menggunakan *return* bulanan.
4. *Expected* variabel akuntansi diestimasi dengan mempergunakan asumsi tidak ada perubahan. Pfeiffer *et al.* (1998) meneliti dampak dari kesalahan dalam mengukur ekspektasi pasar. Kesimpulannya adalah bahwa proksi untuk ekspektasi pasar dari komponen-komponen akuntansi yang diukur dengan *historical serial* dan *cross dependencies* secara substansial lebih akurat daripada proksi *random walk (no change)*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Affandi, Untung dan Siddharta Utama. 1998. "Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta". *Usahawan No. 03, Th. XXVII, Maret 1998*. hal. 42 – 47.
- All, Ashig. 1994. "The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operation, and Cash Flows". *Journal of Accounting Research, Vol. 32, No. 1, Spring 1994*. pp. 61 – 74.
- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Mediasoft Indonesia.
- Ariff, M., Alfred L. C. Loh, and Patricia M. K. Chew. 1997. "The Impact of Accounting Earnings Disclosures on Stock Prices in Singapore". *Asia Pacific Journal of Management, Vol. 14, 1997*. pp. 17 – 29.
- Asyik, Nur Fadrih. 1999. "Tambahan Kandungan Informasi Rasio Arus Kas". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 2, No. 2, Juli 1999*. hal. 230 – 250.
- Ball, Ray and Philip Brown. 1968. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers". *Journal of Accounting Research, Autumn 1968*. pp. 159 – 178.

- Baridwan, Zaki. 1997. "Analisis Nilai Tambah Informasi Laporan Arus Kas". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 12, No. 2. hal. 1 – 14.
- Beaver, W. H. 1968. "The Information Content of Annual Earnings Announcement". *Journal of Accounting Research*, Autumn 1968. pp. 67 – 92.
- \_\_\_\_\_, R. A. Lambert, and W. Wright. 1979. "Association between Unsystematic Security Return and The Magnitude of Earnings Forecast Error". *Journal of Accounting Research*, Vol. 17. pp. 316 – 340.
- Bernard, Victor L. and Thomas L. Stober. 1989. "The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals". *The Accounting Review*, Vol. LXIV, No. 4, October 1989. pp. 624 – 652.
- Bowen, Robert M., David Burgstahler, and Lane A. Daley. 1986. "Evidence on the Relationships Between Earnings and Various Measures of Cash Flow". *The Accounting Review*, Vol. LXI, No. 4, October 1986. pp. 713 – 725.
- \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_, and \_\_\_\_\_. 1987. "The Incremental Information Content of Accrual versus Cash Flows". *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 4, October 1987. pp. 723 – 747.
- Clubb, Colin D. B. 1995. "An Empirical Study of the Information Content of Accounting Earnings, Funds Flows, and Cash Flows in the UK". *Journal of Business, Finance, and Accounting*, 22 (1). Basil Blackwell, Ltd. pp. 35 – 52.
- Financial Accounting Standards Board. 1988. *Statements of Financial Accounting Concepts*. FASB. Homewood, Illinois. Irwin.
- Ghozali, Imam. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar N. 1995. *Basic Econometrics*. Third Edition. McGraw-Hill, Inc.
- Hair, Joseph F., Jr., Rolph E. Anderson, Ronald L. Tatham, and William C. Black. 1995. *Multivariate Data Analysis with Readings*. Fourth Edition. Prentice-Hall International, Inc.
- Hartono, Jogiyanto M. 1998. "Bias dari Penggunaan Data di MBAR". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 1998, Vol. 13, No. 4. pp. 79 – 88.
- \_\_\_\_\_. 1999. "Bias dari Penggunaan Model di MBAR". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 1999, Vol. 14, No. 1. pp. 28 – 36.
- \_\_\_\_\_. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2. BPFE, Yogyakarta.
- Hastuti, Ambar Woro dan Bambang Sudibyo. 1998. "Pengaruh Publikasi Laporan Arus Kas terhadap Volume Perdagangan Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 1, No. 2, Juli 1998. hal. 239 – 254.
- Hendriksen, Eldon S. and Michael F. van Brenda. 1992. *Accounting Theory*. Fifth Edition. The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 1994. *Standar Akuntansi Keuangan: Buku Satu*. Penerbit Salemba Empat, Jakarta.

- Jennings, Ross. 1990. "A Note on Interpreting Incremental Information Content". *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 4, October 1990, pp. 925 – 932.
- Kothari, S. P. and Jerold L. Zimmerman. 1995. "Price and Return Models". *Journal of Accounting and Economics*, 20, pp. 155 – 192.
- Lipe, Robert C. 1986. "The Information Contained in the Components of Earnings". *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, Supplement 1996, pp. 37 – 64.
- McEwen, Ruth Ann and James E. Hunton. 1999. "Is Analyst Forecast Accuracy Associated with Accounting Information Use?". *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 1, March 1999, American Accounting Association, pp. 1 – 16.
- Na'im, Ainun. 1999. "Nilai Informasi Ketepatan Waktu Penyampaian Laporan Keuangan: Analisis Empirik Regulasi Informasi di Indonesia". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 1999, Vol. 14, No. 2, hal. 85 – 100.
- Parawiyati dan Zaki Baridwan. 1998. "Kemampuan Laba dan Arus Kas dalam Memprediksi Laba dan Arus Kas Perusahaan Go Publik di Indonesia". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 1, No. 1, Januari 1998, hal. 1 – 11.
- Pfeiffer, Ray J. Jr., Pieter T. Elgers, May H. Lo, and Lynn L. Rees. 1998. "Additional Evidence on the Incremental Information Content of Cash Flows and Accruals: The Impact of Errors in Measuring Market Expectations". *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 3, July 1998, pp. 373 – 385.
- Rayburn, Judy. 1986. "The Association of Operating Cash Flows and Accruals with Security Returns". *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, Supplement 1986, pp. 112 – 133.
- Scott, William R. 2000. *Financial Accounting Theory*. Second Edition, Scarborough, Prentice Hall Canada Inc.
- Suadi, Arief. 1998. "Penelitian tentang Manfaat Laporan Arus Kas". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 13, No. 2, Juli 1998, hal. 91 – 97.
- Sutopo, Bambang. 2001. "Topik-Topik Penelitian Akuntansi Keuangan". *Makalah yang Disampaikan pada Kuliah Umum Tanggal 5 November 2001*. Program Magister Akuntansi, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Triyono dan Jogiyanto Hartono. 2000. "Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas, dan Laba Akuntansi dengan Harga atau Return Saham". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 3, No. 1, Januari 2000, hal. 54 – 68.
- Utami, Wiwik dan Suharmadi. 1998. "Pengaruh Informasi Penghasilan Perusahaan terhadap Harga Saham di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 1, No. 2, Juli 1998, hal. 225 – 268.
- Wilson, Peter G. 1986. "The Relative Information Content of Accruals and Cash Flows: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Release Date". *The Accounting Research*, Vol. 24, Supplement 1986, pp. 165 – 200.
- \_\_\_\_\_. 1987. "The Incremental Information Content of the Accrual and Funds Component of Earnings After Controlling for Earnings". *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 2, April 1987, pp. 293 – 321.