

RELEVANSI NILAI INFORMASI ARUS KAS DENGAN RASIO LABA HARGA DAN PERUBAHAN LABA HARGA SEBAGAI VARIABEL MODERASI: HUBUNGAN NONLINIER

Astuti Sri Sumarni

Alumni Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta

Rahmawati

Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta

E-mail: rahmaw2005@yahoo.com

Abstract

The objective of this study is to examine the moderating impact of earnings price ratio and change in earnings price ratio on the information content of cashflows. This study used cashflows information from 41 samples of manufacture firms listed in Jakarta Stock Exchange during 1999 until 2002.

Hypothesis state that there are relationship between cashflows and stock return if they are moderated with earnings price ratio and also change in earnings price ratio, are examined by Nonlinear Least Square Regression that significant at 5%. Assumption classic tests are done, there are normality test with Jarque-Bera (JB) test of normality, linearity test with scatterplot, heteroscedasticity test with White Heteroscedasticity test, and autocorrelation test with Durbin-Watson test.

The results of assumption classic shows that samples are not normal distributed and nonlinear, the results also shows that there are some problems heteroscedasticity but can be repaired with white heteroscedasticity consistent variance and standard error. The result of hypothesis examination shows that if they are moderated with earnings price ratio and also change in earnings price ratio, cashflows have information content in nonlinear model. Cashflows data that moderated with earnings price ratio have information relevant before, at the publication date and after publication date of financial statement, but cashflows data that moderated with change in earnings price ratio have information relevant before and at the publication date of financial statement.

Keyword: *cashflows, earnings price ratio, change in earnings price ratio, stock return*

PENDAHULUAN

Penilaian investor akan prospek laba di masa yang akan datang dapat diperoleh apabila investor memiliki informasi yang berhubungan dengan perusahaan. Laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan merupakan salah satu sumber informasi

yang penting bagi investor sebab dengan laporan keuangan ini investor dapat menganalisis hasil kinerja manajemen dan melakukan prediksi perolehan laba di masa yang akan datang. Selain itu melalui laporan keuangan ini para investor juga dapat mengestimasi arus kas yang akan datang

karena harga saham berhubungan dengan arus kas masa mendatang.

Salah satu jenis laporan keuangan ialah laporan arus kas. Semenjak dikeluarkannya PSAK No. 2 tahun 1994 yang aktif diberlakukan mulai 1 Januari 1995, laporan arus kas ini menjadi bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan dan menjadi keharusan bagi perusahaan untuk membuat laporan arus kas. Laporan arus kas ini diharapkan memiliki kandungan informasi tambahan yang berguna bagi pengambilan keputusan investasi. Banyak penelitian telah dilakukan untuk menguji dan menyelidiki kandungan informasi arus kas ini.

Hubungan antara *unexpected return* dan arus kas kejutan setelah mengontrol hubungan antara *unexpected return* serta earnings dan sebaliknya diselidiki oleh Bowen *et al.* (1987). Hasilnya menyatakan bahwa (1) data arus aks memiliki kandungan informasi tambahan melebihi *earnings* dan modal kerja dari operasi, (2) data arus kas memiliki kandungan informasi tambahan relatif terhadap kandungan informasi dalam *earnings* dan (3) data *accrual* baik secara bersamaan ataupun terpisah memiliki kandungan informasi tambahan relatif terhadap kandungan informasi dalam *earnings*.

Pada tahun 1990, Livnat dan Zarowin menguji apakah komponen arus kas operasi, investasi dan pendanaan secara berbeda berasosiasi dengan return tahunan. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa pemisahan *net income* menjadi *cash from operation* dan *accrual* tidak mempunyai kontribusi yang signifikan dalam hubungannya dengan return disamping kontribusi dari *net income* itu sendiri, tetapi pemisahan arus kas pendanaan dan operasi meningkatkan tingkat asosiasi.

Nilai relevansi arus kas operasi diteliti oleh Cheng *et al.* (1997) dengan menguji asosiasi *disclosure* dari SFAS No. 95 dan perubahan harga saham setelah

mengontrol informasi earnings. Dari pengujian tersebut didapatkan hasil bahwa arus kas operasi yang diestimasi mempunyai nilai relevan tambahan melebihi *earnings*, namun penelitian ini gagal menunjukkan efek pasar yang signifikan setelah *disclosure* SFAS No. 95 dimasukkan ke dalam analisis tetapi data SFAS No. 95 mempunyai nilai relevan dalam pengujian asosiasi pasar melebihi arus kas operasi yang diestimasi.

Pengujian kandungan informasi komponen arus kas dengan menggunakan model level menyatakan bahwa total arus kas tidak mempunyai kandungan informasi terhadap harga saham, sedangkan komponen arus kas baik itu arus kas operasi, arus kas investasi maupun arus kas pendanaan memiliki kandungan informasi terhadap harga saham. Penggunaan model return dalam pengujian kandungan informasi arus kas mendapatkan hasil bahwa perubahan total arus kas dan perubahan laba akuntansi tidak mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham (Triyono dan Jogiyanto, 1998). Hal ini konsisten dengan Kothari dan Zimmerman (1995) yang menyatakan bahwa model *return* hanya memberikan kemampuan penjelasan yang lemah dalam pengujian kandungan informasi atas data akuntansi.

Hodgson dan Clarke (1998), meneliti apakah terdapat hubungan non linier antara *earnings*, arus kas dan *return* dalam kaitannya dengan ukuran perusahaan. Mereka mendapatkan hasil yaitu (1) hubungan non linier memberikan kekuatan penjelas yang lebih besar baik itu untuk *earnings* maupun arus kas, (2) arus kas menambahkan kekuatan penjelas tambahan yang lebih besar untuk perusahaan ukuran besar sedangkan tingkat *earnings* lebih relevan untuk perusahaan ukuran kecil. Selanjutnya di tahun 1999, Supriyadi meneliti kemampuan *earnings* dan arus kas dalam menaksir arus kas di masa yang akan datang. Supriyadi menemukan arus kas menyediakan informasi

yang lebih baik untuk menaksir arus kas di masa yang akan datang. Hasil ini bertentangan dengan Barth *et al.* (1999) yang mendapati bahwa *current* dan *past earnings* menjelaskan variasi arus kas di masa yang akan datang melebihi *current* dan *past cash-flow* dan pemisahan komponen *accrual* dari *earnings* secara signifikan meningkatkan kemampuan prediktif *earnings* untuk arus kas di masa yang akan datang.

Pada tahun 1994, sebelumnya dilakukan penelitian serupa oleh Ali Asiq. Ia memasukkan *earnings*, *working capital from operation* dan arus kas sebagai variabel dalam penelitiannya. Ali mengasumsikan hubungan non linier antara *return* saham dan ketiga variabel penjelasnya. Dengan asumsi tersebut diperoleh hasil yang menyatakan bahwa terdapat kandungan informasi tambahan pada ketiga variabel, selain itu kekuatan penjelas dari beberapa data *nonearnings* dapat ditingkatkan dengan memasukkan *security price responses* pada komponen data kejutan dari berbagai nilai absolut.

Penelitian tentang kandungan informasi arus kas di Indonesia juga dilakukan oleh Sutopo (2002). Dalam penelitiannya, ia memasukkan *earnings price ratio* sebagai variabel moderasi dan hasilnya menyatakan bahwa hanya arus kas pendanaan saja yang terbukti secara statistik memiliki kandungan informasi.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya karena dalam penelitian ini digunakan asumsi hubungan non linier di antara variabel yang jarang dilakukan oleh peneliti di Indonesia. Selain itu, penelitian ini juga memasukkan variabel *change in earnings price ratio* yang jarang dipertimbangkan sebagai variabel moderasi. Variabel *change in earnings price ratio* dalam model regresi ini diubah dalam bentuk variabel *dummy* yang nantinya akan menjadi perbedaan antara perubahan yang bernilai positif dan perubahan yang bernilai negatif.

Hasil studi ini diharapkan dapat memberi kontribusi terhadap literature penelitian akuntansi khususnya tentang pengujian relevansi nilai informasi arus kas dan dapat digunakan sebagai acuan dalam penelitian lebih lanjut. Hasil penelitian ini diharapkan dapat juga digunakan sebagai bahan pertimbangan bagi para praktisi dalam pengambilan keputusannya khususnya dengan menggunakan informasi arus kas. Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan bagi pembuat kebijakan atau peraturan yang berkaitan dengan informasi akuntansi.

KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Laporan Arus Kas

Laporan arus kas sebagai bagian dari laporan keuangan merupakan salah satu sumber informasi yang juga mendapatkan banyak perhatian dari investor. Menurut PSAK No. 2, laporan arus kas merupakan laporan yang melaporkan arus kas yang terjadi selama periode tertentu dan diklasifikasikan menurut aktivitas operasi, pendanaan dan investasi. Hal ini senada dengan pernyataan Harahap yang memisahkan transaksi arus kas kedalam tiga kategori yaitu kas yang berasal atau digunakan untuk kegiatan operasional, kegiatan investasi dan kas yang berasal dan digunakan untuk aktivitas keuangan atau pembiayaan.

PSAK No. 2 menyatakan bahwa tujuan laporan arus kas yaitu Memberikan informasi historis mengenai perubahan kas dan setara kas perusahaan melalui laporan arus kas yang diklasifikasikan dalam aktivitas operasi, aktivitas investasi maupun aktivitas pendanaan selama periode akuntansi.

Alternatif Interpretasi Nilai Relevan

Menurut Francis dan Schipper terdapat empat interpretasi dari *construct* nilai relevan. Dalam interpretasi yang pertama,

informasi laporan keuangan mengarahkan harga saham dengan menyerap nilai intrinsik saham berdasarkan pergerakan nilai saham. Laba yang dihasilkan dari implementasi *accounting based trading rules* digunakan untuk mengukur nilai relevan. Penggunaan interpretasi pertama ini membutuhkan beberapa penyesuaian salah satunya ialah penyesuaian mengenai perubahan resiko selama waktu yang diteliti.

Menurut interpretasi yang kedua, informasi finansial memiliki nilai relevan jika mengandung variabel-variabel yang digunakan dalam model penilaian atau membantu memprediksi variabel-variabel tersebut.

Indikasi nilai relevan dalam interpretasi ketiga dan keempat ialah asosiasi statis antara data akuntansi atau informasi finansial dengan nilai pasar modal yang dapat berupa harga saham atau *return* saham. Nilai relevan dalam interpretasi ketiga diukur dengan kemampuan informasi laporan keuangan untuk mengubah harga saham karena informasi tersebut dianggap mempengaruhi investor untuk memperbaiki ekspektasinya. Sedangkan pada interpretasi yang keempat, nilai relevan diukur dengan kemampuan informasi laporan keuangan untuk menangkap atau mengikhtisarkan informasi yang mempengaruhi nilai saham tanpa memperhatikan sumber informasi tersebut.

Pendekatan dalam operasionalisasi *construct* nilai relevan menurut Francis dan Schipper (1990) antara lain:

- a) Pendekatan *Return-Based*
 Dalam pendekatan ini nilai relevan diukur sebagai total *return* yang diperoleh dari informasi laporan keuangan.
- b) Pendekatan *Explanatory Power*
 Kemampuan informasi laporan keuangan dalam mempengaruhi variasi *capital market value* digunakan untuk mengukur nilaiS relevan.

Review Penelitian Terdahulu

Bowen *et al.* (1987) mengadakan pengujian mengenai hubungan antara *unexpected return* dan *unexpected cashflows* setelah mengontrol hubungan antara *unexpected return* dan *earnings* dan sebaliknya. Hasil dari pengujiannya menyatakan bahwa: (1) data arus kas memiliki kandungan informasi tambahan melebihi *earnings* dan *working capital from operation*, (2) data arus kas mempunyai kandungan informasi tambahan relatif terhadap kandungan informasi dalam *earnings* dan (3) data *accrual* secara bersamaa ataupun terpisah memiliki kandungan informasi tambahan melebihi data arus kas, sedangkan *working capital from operation* tidak terbukti memiliki kandungan informasi tambahan relatif terhadap kandungan informasi dalam *earnings*.

Hasil studi Livnat dan Zarowin (1990) mengindikasikan bahwa pemecahan laba bersih menjadi kas dari operasi dan akrual tidak memberikan kontribusi yang signifikan terhadap hubungan dengan *return* saham melebihi kontribusi laba bersih itu sendiri. Pemecahan arus kas menjadi arus kas operasi dan pendanaan ke dalam komponen-komponennya secara signifikan mempertinggi tingkat hubungan sesuai dengan teori, tetapi tidak ditemukan hubungan yang berbeda antar komponen dari arus kas investasi.

Arus kas operasi terbukti memiliki kekuatan penjelas untuk *return* sekuritas setelah mengontrol informasi laba akuntansi. Selain itu, arus kas operasi juga memainkan peranan tambahan dalam membentuk harga sekuritas setelah mengontrol *earnings* dan *estimated cashflows*, Cheng *et al.* (1997).

Dengan menggunakan model level, Triyono (1998) menemukan bahwa komponen-komponen laporan arus kas mempunyai kandungan informasi, tetapi hasil pengujian atas laba dan total arus kas menunjukkan bahwa laba mempunyai kandungan informasi sedangkan total arus kas

tidak. Dengan model *return*, Triyono tidak menemukan bahwa komponen-komponen laporan arus kas, total arus kas dan laba mempunyai kandungan informasi. Hasil ini konsisten dengan hasil pengujian yang dilakukan oleh Kothari dan Zimmerman (1995) yang menyatakan bahwa model *return* hanya memberikan kemampuan penjelasan yang lemah dalam pengujian kandungan informasi atas data akuntansi.

Ali (1994) menguji tentang kandungan informasi dari laba, modal kerja dari operasi dan arus kas dengan menggunakan model regresi linier dan nonlinier. Hasil menunjukkan bahwa arus kas memiliki kandungan informasi jika menggunakan model nonlinier tetapi hasil sebaliknya jika digunakan model linier. Penelitian tersebut memperlihatkan bahwa keberadaan baik modal kerja dari operasi dan arus kas menurun seiring dengan nilai absolut perubahan dalam keduanya naik. Peneliti kembali meneliti kandungan informasi tambahan dalam *earnings*, modal kerja dari operasi dan arus kas dengan menggunakan model multivariate yang memungkinkan turunnya respon harga marginal pada komponen kejutan dari tiap variabel dari ketiga variabel dengan nilai absolut dari komponen-komponen tersebut. Hasilnya mendukung kemungkinan model nonlinier antara *return* dengan ketiga variabel kinerja. Sesuai dengan studi sebelumnya, hasil dengan model linier tidak konsisten dengan kenyataan bahwa arus kas memiliki kandungan informasi inkremental jauh di atas *earnings* dan modal kerja dari operasi. Hasil ini menganjurkan bahwa mungkin saja terdapat hubungan nonlinier antara *return* dengan data *non earning* lainnya juga.

Berdasarkan Freeman dan Tse (1992), studi Ali menggunakan model yang memungkinkan nonlinieritas dalam hubungan antara *return* dan ketiga variabel. Model ini menyebutkan bila komponen tak terduga dari tiap variabel tetap turun dengan

sejumlah absolut dari komponen tersebut. Hasil dari studi ini konsisten dengan hubungan nonlinier antara *return* dengan *earnings*, modal kerja dari operasi dan arus kas yang tak terduga yang diajukan semula dan dengan kandungan informasi *incremental* dari semua variabel.

Pengujian dengan model non linier lainnya dilakukan oleh Hodgson dan Clarke (1998). Mereka menguji mengenai hubungan antara *earnings*, arus kas dan return saham dalam kaitannya dengan ukuran perusahaan. Penelitian tersebut memberikan simpulan bahwa (1) hubungan non linier memberikan kekuatan penjelasan yang lebih besar baik itu untuk *earnings* maupun arus kas, (2) arus kas menambahkan kekuatan penjelasan tambahan yang lebih besar untuk ukuran perusahaan besar sedangkan tingkat *earnings* lebih relevan untuk perusahaan yang berukuran kecil. Hasil ini sependapat dengan Sutopo (2002).

Pada tahun 1998, Supriyadi melakukan penelitian tentang kemampuan *earnings* dan arus kas dalam menaksir arus kas di masa yang akan datang. Supriyadi menemukan bahwa arus kas menyediakan informasi yang lebih baik untuk menaksir arus kas di masa yang akan datang. Hasil penelitian ini bertentangan dengan Barth (1999) yang mendapati bahwa *current* dan *past earnings* menjelaskan secara lebih baik variasi arus kas di masa yang akan datang daripada *current* dan *past cashflows*.

Hasil dari penelitian Clinch dkk. (2000) secara umum mendukung harapan bahwa komponen-komponen arus kas operasi mempunyai kekuatan penjelasan tambahan dengan *return* untuk perusahaan-perusahaan industri dan pertambangan karena mereka juga mempunyai kemampuan prediksi tambahan yang signifikan untuk arus kas operasi satu tahun kedepan. Komponen akrual juga mempunyai kekuatan penjelasan tambahan dengan *return*. Hasil penelitian tersebut juga mengindikasikan

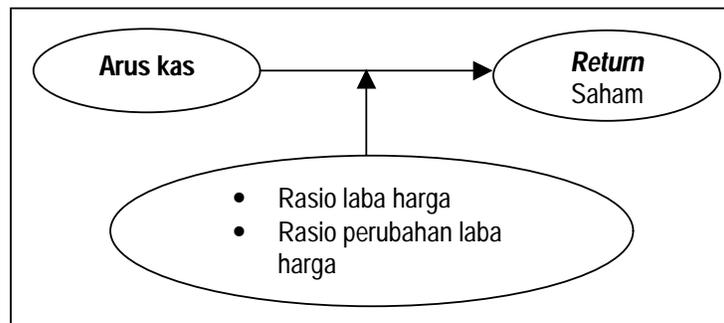
bahwa disklosure arus kas yang dimandatkan untuk perusahaan-perusahaan di Australia direfleksikan dalam return, yang mana hal ini konsisten dengan apa yang dibuat oleh *standar setters* akuntansi.

Sejak diterbitkannya PSAK no. 2 tentang laporan arus kas, beberapa penelitian telah dilakukan di Indonesia untuk menguji kandungan informasi arus kas. Pada umumnya, penelitian-penelitian tersebut yang dilakukan di Indonesia kecuali Sutopo (2002) menggunakan regresi *cross-sectional* yang mengasumsikan hubungan linier antara arus kas (laba) dengan *return* saham. Sutopo (2002) menemukan bahwa kandungan informasi arus kas lebih baik jika dalam pengujiannya yang menggunakan model regresi *cross-sectional* tidak mengasumsikan hubungan linier antara arus kas (laba) dengan *return* saham. Kemudian pada tahun 2002 Sutopo menguji kandungan informasi arus kas dengan menggunakan *earnings-*

price ratio sebagai variabel pemoderasi. Dalam penelitian tersebut memberikan bukti empiris bahwa dengan menggunakan *earnings – price ratio* sebagai variabel pemoderasi, arus kas pendanaan mempunyai kandungan informasi sedangkan arus kas operasi dan arus kas investasi tidak. Adanya variabel pemoderasi akan memperkuat kandungan informasi arus kas dengan *return* saham.

Penelitian tentang hubungan antara *return* saham, *earnings* dan arus kas penting karena secara langsung diarahkan pada isu apakah data akuntansi menyediakan informasi yang bernilai penting. Penelitian ini menggunakan model yang mengasumsikan hubungan nonlinier antara arus kas dan *return* saham, yaitu menguji kandungan informasi inkremental arus kas dengan menggunakan *earnings – price ratio* dan *change in earnings-price ratio* sebagai variabel pemoderasi (*moderating variable*).

Kerangka Hipotesis



Gambar 1. Kerangka Hipotesis

Hipotesis

H₁ : Dalam hubungan nonlinier variabel pemoderasi rasio laba harga memperkuat pengaruh arus kas terhadap *return* saham.

H₂ : Dalam hubungan nonlinier variabel pemoderasi rasio perubahan laba harga memperkuat pengaruh arus kas terhadap *return* saham.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sebagai populasi. Dari populasi ini diambil sampel dengan menggunakan metode purposive sampling untuk memperoleh sampel yang representatif atau mewakili populasi yang ada sesuai dengan kriteria yang telah dibuat. Berikut ini adalah kriteria-kriteria yang digunakan dalam memilih sampel penelitian:

1. Sampel merupakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) untuk tahun 1998 sampai dengan tahun 2003.
2. Sampel ini termasuk dalam industri manufaktur berdasarkan klasifikasi Indonesian Capital Market Directory 2003 (ICMD 2003).

Kriteria ini ditetapkan untuk menghindari perbedaan karakteristik antara industri manufaktur dengan industri non manufaktur. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan auditan yang menggunakan 31 Desember sebagai tanggal tutup tahun buku selama periode tahun 1998 samapi dengan tahun 2003. Data harga saham perusahaan tersebut tersedia selama peride pengamatan yaitu antara tahun 1999 sampai tahun 2003 dengan window period 3 hari sebelum tanggal publikasi laporan keuangan sampai dengan 3 hari sesudah tanggal publikasi laporan keuangan.

Pengukuran Variabel

1. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* yang dipakai dalam penelitian ini adalah *return* realisasi atau *actual return*. *Actual Return* adalah *return* yang telah terjadi pada hari ke t yang merupakan selisih harga saham pada hari t terhadap harga saham sebelumnya atau hari t-1. Secara sistematis *return* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

R_{it} adalah *return* saham perusahaan i pada waktu ke t, P_{it} adalah harga saham perusahaan i pada waktu ke t saat *closing price* dan P_{it-1} adalah harga saham perusahaan i pada waktu t-1 saat *closing price* (Jogiyanto, 1998).

Return harian dihitung dengan menggunakan *window period* tiga (3) hari sebelum tanggal publikasi laporan keuangan sampai dengan tiga (3) hari sesudah tanggal publikasi laporan keuangan.

2. Arus kas operasi adalah arus kas yang berasal dari aktivitas utama perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Arus kas yang dipakai dalam penelitian ini ialah arus kas operasi kejutan dengan menggunakan model random walk.
3. Arus kas investasi ialah arus kas yang berasal dari perolehan dan pelepasan aktiva jangka panjang serta investasi lain yang tidak termasuk setara kas.
4. Arus kas pendanaan merupakan arus kas yang berasal dari aktivitas yang mengakibatkan perubahan dalam jumlah serta komposisi modal dan pinjaman jangka panjang perusahaan.
5. Rasio laba harga (EPR) yang secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$EPR_{it} = \frac{Earnings_{it}}{price_{it}}$$

6. Rasio perubahan laba harga (ΔEPR) yang dapat dirumuskan sebagai berikut:
 $\Delta EPR_{it} = EPR_{it} - EPR_{it-1}$
 ΔEPR_{it} adalah rasio perubahan laba harga perusahaan i pada tahun t , EPR_{it} adalah rasio laba harga perusahaan i pada tahun t dan EPR_{it-1} adalah rasio laba harga perusahaan i pada tahun $t-1$. Baik rasio laba harga maupun perubahan laba harga dihitung secara harian selama periode pengamatan dengan menggunakan *window period* yang sama untuk menghitung *return* saham. ΔEPR ini diubah menjadi variabel *dummy*.

Sumber Data dan Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan untuk menguji relevansi informasi arus kas ini merupakan data sekunder yang terdiri dari.

1. Laporan keuangan auditan untuk tutup tahun buku 31 Desember dan sudah menyertakan laporan arus kas kedalam pelaporan keuangannya. Laporan keuangan ini diperoleh dari pojok BEJ program Magister Manajemen Universitas Gajah Mada.
2. Data tanggal publikasi laporan keuangan yang digunakan untuk menentukan harga saham dan *return* saham disekitar tanggal publikasi laporan keuangan. *Window period* yang digunakan yaitu 3 hari sebelum tanggal publikasi laporan keuangan sampai dengan 3 hari sesudah tanggal publikasi laporan keuangan. *Window period* yang pendek ini dipilih untuk mengurangi *confounding effect* yang nantinya dapat mempengaruhi data. Data tanggal publikasi laporan keuangan diperoleh dari harian Bisnis Indonesia dan Pojok BEJ universitas Sebelas Maret.
3. Data harga saham setiap emiten yang termasuk dalam sampel penelitian selama window period antara tahun 1998-2003. Data harga saham selama periode pengamatan didapat dari Pusat Pengembangan Akuntansi (PPAK) Universitas Gajah Mada.
4. Data *return* saham realisasi (*actual return*) selama periode pengamatan. *Return* saham ini diperoleh dari Pusat Pengembangan Akuntansi (PPAK) Universitas Gajah Mada.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil pengujian pengaruh arus kas dengan *return* saham tanpa variabel moderasi menunjukkan bahwa adanya variabel pemoderasi akan memperkuat pengaruh arus kas dengan *return* saham (ada kenaikan nilai R square yang signifikan). Hasil dari analisis regresi berganda nonlinier sebelum adanya variabel moderasi, nilai rata-rata R square-nya pada tahun 1999: 0,9%; 2000: 1%; 2001: 0,5%; 2002: 5%.

Tabel 1 menunjukkan bahwa pada tahun 2000 arus kas pendanaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham baik itu sebelum tanggal publikasi laporan keuangan maupun sesudah tanggal publikasi laporan keuangan. Hal ini dapat dibuktikan dengan nilai signifikansi arus kas sebelum diinteraksikan dengan rasio laba harga dan sesudah diinteraksikan dengan *rasio laba harga*. Nilai signifikansi arus kas pendanaan tiga hari sebelum tanggal publikasi laporan keuangan sebesar 0,0235 (sebelum diinteraksikan dengan EPR) dan 0,0423 (sesudah diinteraksikan dengan EPR). Satu hari sebelum tanggal publikasi laporan keuangan, nilai signifikansi arus kas pendanaan adalah 0,0037 (sebelum diinteraksikan) dan 0,0005 (sesudah diinteraksikan dengan EPR). Sedangkan satu hari setelah tanggal publikasi laporan keuangan nilai tersebut menjadi 0,0412 (sebelum diinteraksikan dengan EPR) dan 0,0285 (sesudah

diinteraksikan dengan EPR). Selain itu, arus kas investasi juga memiliki pengaruh yang signifikan pada hari kedua setelah tanggal publikasi laporan keuangan dengan nilai

signifikan 0,03 (sebelum diinteraksikan dengan EPR) dan 0,0458 (sesudah diinteraksikan dengan EPR).

Tabel 1: Hasil Pengujian Hipotesis Pertama

$$R_{it} = a.ABDCFO_{t-1}^{b1} .ABSDFI_{t-1}^{b2} .ABSDCF_{t-1}^{b3} + (ABSDCF_{t-1} .ABSEPR_{it})^{b4} + (ABSDFI_{t-1} .ABSEPR_{it})^{b5} + (ABSDCF_{t-1} .ABSEPR_{it})^{b6}$$

Window Period	CFO	CFI	CFF	CFO.EPR	CFI.EPR	CFF.EPR	R ²
2000							
t-3	0,6857	0,4189	0,0235*	0,8388	0,5255	0,0423*	0,23
t-2	0,6989	0,8802	0,3334	0,6265	0,9720	0,4466	0,06
t-1	0,8781	0,6047	0,0037*	0,71	0,3837	0,0005*	0,25
t	0,9980	0,9946	0,9997	0,9991	0,9947	0,9994	0,04
t+1	0,6304	0,5783	0,0412*	0,6937	0,6817	0,0285*	0,06
t+2	0,6701	0,03*	0,8618	0,6818	0,0458*	0,7535	0,08
t+3	0,7060	0,6145	0,9955	0,7054	0,6881	0,9791	0,02
2001							
t-3	0,9777	0,9928	0,9974	0,9476	0,9999	0,9999	0,14
t-2	0,8252	0,9524	0,9151	0,7248	0,9760	0,8172	0,10
t-1	0,9623	0,7149	0,4412	0,9886	0,7928	0,5236	0,11
t	0,9957	0,9973	1	0,9998	0,9992	0,9996	0,04
t+1	0,7130	0,9496	0,5639	0,6022	0,9540	0,4579	0,10
t+2	0,8558	0,0000*	0,6990	0,7593	0,0001*	0,6563	0,36
t+3	0,9957	0,996	0,9978	0,9998	0,9964	0,9997	0,06
2002							
t-3	0,9953	0,9795	0,9898	0,9953	0,9856	0,9955	0,21
t-2	0,4319	0,7182	0,9913	0,3135	0,7435	0,9635	0,18
t-1	0,0041*	0,6939	0,7285	0,0023*	0,7109	0,7464	0,11
t	0,7128	0,8506	0,0365*	0,8024	0,8818	0,0211*	0,14
t+1	0,8932	0,7515	0,6379	0,9822	0,7657	0,6691	0,09
t+2	0,0041*	0,7089	0,5380	0,0131*	0,6747	0,5883	0,30
t+3	0,9814	0,9867	0,9996	0,9949	0,9875	0,9950	0,18
2003							
t-3	0,9967	0,9480	0,9958	0,996	0,9897	0,9917	0,13
t-2	0,9997	0,997	0,9982	0,9997	0,9991	0,9999	0,10
t-1	0,1158	0,005*	0,0681	0,1580	0,0008*	0,1272	0,28
t	0,9188	0,5949	0,4079	0,9462	0,5339	0,4548	0,02
t+1	0,0015*	0,1063	0,9213	0,006*	0,062	0,8712	0,15
t+2	0,9712	0,7434	0,8081	0,9827	0,7952	0,8109	0,15
t+3	0,7845	0,9215	0,6609	0,8419	0,9276	0,5277	0,15

Sumber: data yang diolah

*: signifikan pada tingkat signifikansi 5%

Tabel 2: Hasil Pengujian Hipotesa Kedua

$$R_{it} = a \cdot \text{ABSDCFO}_{t-1}^{b1} \cdot \text{ABSDFI}_{t-1}^{b2} \cdot \text{ABSDCFF}_{t-1}^{b3} + (\text{ABSDCFO}_{t-1} \cdot \text{DEPR}_{it})^{b4} + (\text{ABSDFI}_{t-1} \cdot \text{DEPR}_{it})^{b5} + (\text{ABSDCFF}_{t-1} \cdot \text{DEPR}_{it})^{b6}$$

Window Period	CFO	CFI	CFF	CFO*DEPR	CFI*DEPR	CFF*DEPR	R ²
2000							
t-3	0,0144*	0,0361*	0,0002*	0,0333*	0,0482*	0,0000*	0,32
t-2	0,2117	0,972	0,8073	0,2496	0,999	0,7612	0,11
t-1	0,8897	0,9053	0,4596	0,9385	0,9642	0,5793	0,13
t	0,0053*	0,6365	0,5495	0,0049*	0,5882	0,5182	0,08
t+1	0,9672	0,9172	0,6598	0,9795	0,9496	0,695	0,04
t+2	0,9336	0,646	0,7856	0,9496	0,6659	0,6888	0,06
t+3	0,6720	0,4523	0,9188	0,6769	0,5024	0,9005	0,02
2001							
t-3	0,9068	0,8337	0,8777	0,8591	0,8799	0,8830	0,10
t-2	0,0884	0,9610	0,0228	0,1121	0,9422	0,0125*	0,12
t-1	0,064	0,4901	0,5410	0,0469	0,4212	0,9940	0,13
t	0,9937	0,9727	0,9998	0,9980	0,9795	0,9980	0,06
t+1	0,1767	0,5267	0,8730	0,1207	0,5021	0,8611	0,12
t+2	0,9496	0,9661	0,9760	0,9724	0,8955	0,975	0,21
t+3	0,7431	0,6272	0,9856	0,7085	0,5839	0,971	0,06
2002							
t-3	0,5861	0,5285	0,9409	0,6424	0,5511	0,9272	0,05
t-2	0,0192*	0,1127	0,2102	0,0312*	0,0999	0,2024	0,24
t-1	0,744	0,9638	0,8339	0,728	0,9889	0,7916	0,09
t	0,9575	0,9963	0,5977	0,927	0,9887	0,5699	0,02
t+1	0,0260*	0,416	0,8827	0,0103*	0,4178	0,8679	0,12
t+2	0,771	0,96	0,4779	0,704	0,9679	0,4848	0,08
t+3	0,6719	0,08	0,9972	0,6028	0,0834	0,9975	0,05
2003							
t-3	0,9849	0,9745	0,9972	0,9885	0,9892	0,9975	0,16
t-2	0,0572	0,0894	0,6337	0,0495	0,1164	0,7154	0,10
t-1	0,9562	0,9912	0,9828	0,9539	0,9953	0,9842	0,03
t	0,8442	0,1794	0,0414*	0,8956	0,4648	0,0226*	0,15
t+1	0,5140	0,9811	0,3717	0,5062	0,9987	0,3366	0,06
t+2	0,6397	0,2359	0,0879	0,7423	0,1775	0,0555	0,21
t+3	0,1978	0,9414	0,7209	0,2344	0,9778	0,6221	0,23

Sumber: data yang diolah

*: signifikan

Hasil pengujian dengan model regresi non linier yang dimoderasi dengan *Change In Earnings Price Ratio* (ΔEPR) menunjukkan bahwa pada tahun 2000 ketiga komponen arus kas, baik itu arus kas operasi, arus kas investasi maupun arus kas pendanaan memiliki angka yang signifikan terhadap return saham di hari ketiga sebelum tanggal publikasi laporan keuangan. Arus

kas operasi sebelum diinteraksikan dengan ΔEPR memiliki nilai signifikansi sebesar 0,0144 dan sesudah diinteraksikan dengan ΔEPR nilai signifikansinya menjadi 0,0333. Arus kas investasi menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,0361 sebelum diinteraksikan dengan ΔEPR dan 0,0482 setelah diinteraksikan dengan ΔEPR , sedangkan arus kas pendanaan sebelum diinteraksikan dengan

ΔEPR memiliki nilai signifikansi 0,0002, namun setelah diinteraksikan dengan ΔEPR menjadi 0,0000.

SIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

1. Penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa dengan menggunakan rasio laba harga dan rasio perubahan laba harga sebagai variabel pemoderasi, komponen arus kas baik itu arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan memiliki kandungan informasi.
2. Ketiga komponen arus kas tersebut apabila dimoderasi dengan menggunakan rasio laba harga menunjukkan angka yang signifikan baik sebelum tanggal publikasi laporan keuangan maupun setelah tanggal publikasi laporan keuangan meskipun tingkat signifikansi komponen arus kas ini selalu berubah disetiap tahun dalam periode pengamatan. Hal ini berarti komponen arus kas memiliki kandungan informasi baik sebelum, pada tanggal publikasi laporan keuangan maupun sesudah tanggal publikasi laporan keuangan kecuali pada tahun 2001. Pada tahun 2001, hasil pengujian menunjukkan bukti bahwa hanya arus kas investasi yang memiliki relevansi nilai informasi terhadap return saham yaitu pada hari kedua sesudah tanggal publikasi laporan keuangan.
3. Apabila ketiga komponen arus kas dimoderasi dengan rasio perubahan laba harga (ΔEPR), maka ketiga komponen arus kas ini akan cenderung signifikan sebelum tanggal publikasi laporan keuangan dan pada tanggal publikasi laporan keuangan, sedangkan sesudah tanggal publikasi laporan keuangan tidak ada komponen arus kas yang menunjukkan hasil yang signifikan.
4. Meskipun secara statistik ditunjukkan bahwa ketiga komponen arus kas

- memiliki hubungan yang signifikan terhadap *return* saham, namun nilai *R square* dari setiap pengujian menghasilkan angka yang relatif kecil yaitu kurang dari 50% sehingga hanya sebagian kecil dari variasi return saham yang dijelaskan oleh komponen arus kas dan lebih dari 50% dijelaskan oleh faktor lain diluar model yang telah ditetapkan. Dengan kata lain komponen arus kas hanya memiliki kekuatan penjas yang relatif kecil terhadap return saham.
5. Berbeda dengan hasil penelitian Sutopo (2001) yang menunjukkan hanya arus kas pendanaan yang memiliki kandungan informasi, penelitian dengan menggunakan model hubungan non linier ini memberikan bukti bahwa ketiga komponen arus kas apabila dimoderasi dengan rasio laba harga ataupun perubahannya memiliki kandungan informasi. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Hodgson dan Clarke (1998) yang menyatakan bahwa hubungan non-linier memberikan kekuatan penjas yang lebih besar baik itu untuk *earnings* maupun arus kas.

Keterbatasan Dan Saran

Disamping hasil yang telah diuraikan diatas, penelitian ini juga mengandung beberapa keterbatasan yaitu:

1. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur sebagai sampel dalam penelitian sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi untuk perusahaan non manufaktur.
2. Penelitian ini juga tidak membedakan perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta maupun perusahaan yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta.
3. Penelitian ini hanya memasukkan variabel rasio laba harga dan rasio perubahan laba harga sebagai variabel

moderasi tanpa mempertimbangkan pengaruh ukuran perusahaan maupun siklus hidup perusahaan yang nantinya mungkin akan berpengaruh dalam hubungan komponen arus kas terhadap *return* saham.

4. Penelitian ini juga hanya menggunakan *variabel dummy* dalam rasio perubahan laba harga sebagai pembeda antara perubahan yang menghasilkan hasil akhir positif dan hasil akhir negatif tanpa memperhatikan arah perubahannya, apakah perubahannya cenderung mengalami peningkatan atau mengalami penurunan sehingga hasil penelitian ini tidak dapat mengetahui besarnya hubungan komponen arus kas terhadap *return* saham dengan arah rasio perubahan laba harga.

Dari uraian keterbatasan tersebut maka untuk penelitian yang akan datang perlu mempertimbangkan beberapa hal berikut ini:

1. Penelitian selanjutnya sebaiknya juga memasukkan perusahaan non manufaktur sebagai sampel dalam penelitian sehingga hasil dari penelitian selanjutnya dapat digeneralisasi baik untuk perusahaan manufaktur maupun perusahaan non manufaktur.
2. Penelitian selanjutnya juga lebih baik membedakan antara perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta dan perusahaan yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta.
3. Supaya mendapatkan hasil yang lebih spesifik maka perlu dipertimbangkan ukuran perusahaan ataupun siklus hidup perusahaan sehingga dapat diketahui hubungan komponen arus kas terhadap *return* saham dimasing-masing tahap dalam siklus hidup perusahaan atau dalam setiap ukuran perusahaan.
4. Untuk rasio perubahan laba harga perlu dipertimbangkan arah perubahan apakah perubahannya menunjukkan arah yang meningkat atau menurun dan tidak hanya menggunakan hasil akhir rasio perubahan laba harga dalam variabel *dummy*.

REFERENSI

- Ali, A. (1994). "The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital From Operations, and Cashflows". *Journal Of Accounting Research*. 32 (1), pp. 61-74.
- Ali, Ashiq, April Klein dan James Rosenfeld. (1992). "Analysts' Use of Information About Permanent and Transitory Earnings Components In Forecasting Annual EPS". *The Accounting Review*. Vol. 67.
- Asyik, Nur Fadrijih. (1999). "Tambahkan Kandungan Informasi Rasio Arus Kas". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 2 no. 2.
- Atmini, Sari. (2002). "Asosiasi Siklus Hidup Perusahaan Dengan Incremental Value-Relevance Informasi Laba dan Arus Kas". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5 No. 3.
- Ball, R. and P. Brown. (1968). "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers". *Journal of Accounting Research*. 6 (2), Pp. 159-178.
- Baridwan, Zaki. (1997). "Analisis Nilai Tambah Informasi Laporan Arus Kas". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 12.
- Black. L. Ervin. (1998). "Which Is More Value Relevant: Earnings Or Cash Flows? A Life Cycle Examination". *Working Paper* University of Arkansas.

- Cheng, CSA, Hopwood W.S dan J.C Mc Keown. (1932). "Nonlinierity and Specification Problems In Unexpected Earnings Response Regression Models". *The Accounting review* 67 (3).
- Das, Somnath dan Baruch Lev. (1994). "Nonlinierity In The returns-earnings Relation: Test of Alternative Specifications and Explanations". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 11.
- Freeman, N. Robert dan S.Y. Tse. (1992). "A Nonlinierity Model of Security Price Responses To Unexpected Earnings". *Journal of Accounting Research* 30 (2).
- Hodgson Allan dan Peta Stevenson-Clarke. (1998). "Earnings, Cashflows and Returns: Nonlinier Relationship and The Impact of Firm Size". *Working Paper*.
- Livnat Joshua dan Paul Zarowin. (1990). "The Incremental Information Content of Cash Flow Components". *Journal of Accounting and Economics*. 13.
- Lorek, K. S. dan G. L. Willinger. (1996). "Multivariate Time Series Prediction Model for Cash Flow Data". *The accounting Review* 71.
- Sekaran, Uma. (2000). *Research Methods For Business*. Singapore: John Willey and Sons, Inc.
- Stephens G. Ray dan Viajy Govindarajan. (1990). "On Aessing A Firm's Cash Generating Ability". *The Accounting Review*. Vol. 65.
- Suadi, Arif. (1998). "Penelitian Tentang Manfaat Laporan Arus Kas". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 13.
- Supriyadi. (1998). *The Association Between Accounting Infromation and Future Cash Flows: An Indonesian Case Study*. Dissertation, Lexington, Kentucky.
- Sutopo, Bambang. (2002). "Earnings-Price Ratio dan Kandungan Informasi Arus Kas". *Perspektif*. Vol. 7 no.2.
- Triyono. (1998). *Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas Dari Aktivitas Pendanaan, Investasi, Operasi dan Laba Akuntansi dengan Harga atau Return Saham*. Tesis S2. UGM, Yogyakarta.