

Pengaruh Atribut Perusahaan terhadap Relevansi Laba dan Arus Kas

Barbara Gunawan^{1*} & Atika Mirantiningsih²

¹Program Studi Akuntansi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

²Alumni Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

*barbaragunawan@gmail.com

Abstract

The purpose of this study is to test whether there are linear or non linear relationship between stock returns with earnings and cash flows in Indonesia, test whether there are non linear explaining stocks returns and how firm-specific attributes such as size, debt level and firm-cycle influence the relative relevance of earnings and cash flows in explaining stock returns. This study using manufacture companies listed in Jakarta Stock Exchanges from periods of 2001 until 2004. This result supports a linear relationship between stock returns with earnings and cash flows. This result non linear can additional information explaining stocks returns. The results based on size, debt level and firm-cycle influence the relative relevance of earnings and cash flows in explaining stock returns. Earnings give additional information for small firms, low leverage firms and growth firms. Cash flows give additional information in explaining stock returns for large firms, debt level high and mature firms.

Keywords: *Non Linear, Earnings, Cash Flows, Firm Specific Attributes.*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Labanya merupakan salah satu parameter kinerja perusahaan yang mendapat perhatian utama dari investor dan kreditur. Selain laba, sumber informasi bagi investor dalam mengukur kinerja perusahaan adalah laporan arus kas. Penelitian mengenai pengaruh laba dan arus kas operasi terhadap *return* saham telah banyak dilakukan. Cheng et al (dalam Poppy, 2003) menyatakan bahwa arus kas operasi menunjukkan peningkatan ketika sifat permanen laba menurun. Sedangkan Hodgson (dalam Poppy, 2003) menggunakan inovasi baru berupa model non linier dan hasilnya menunjukkan bahwa arus kas mempunyai nilai tambah untuk perusahaan besar. Selain itu menunjukkan bahwa dengan model non linier terbukti meningkatkan daya penjabar laba dan arus kas. Model non linier digunakan karena

nilai dari R^2 yang rendah sehingga diharapkan model non linier lebih dapat menjelaskan *return*.

Penelitian yang menggunakan inovasi dengan menggunakan model non linier telah banyak dilakukan. Ali (dalam Rahmawati, 2005) menguji tentang kandungan informasi dari laba, modal kerja dari operasi dan arus kas dengan menggunakan model regresi linier dan non linier. Hasilnya menunjukkan bahwa arus kas memiliki kandungan informasi jika menggunakan model non linier tetapi hasil sebaliknya jika menggunakan model linier. Rahmawati (2005) menguji pengaruh informasi akuntansi terhadap *return* saham dengan menggunakan non linier. Hasilnya menyebutkan bahwa secara keseluruhan tidak terbukti terdapat hubungan non linier tetapi jika dilihat setiap tahun pengujian tersebut terdapat hubungan non linier yang signifikan.

Ketika dihadapkan pada dua ukuran kinerja akuntansi keuangan tersebut, investor dan kreditur harus yakin bahwa ukuran kinerja yang menjadi fokus perhatian adalah ukuran kinerja yang mampu menggambarkan kondisi ekonomi serta menyediakan sebuah dasar bagi peramalan aliran kas masa depan suatu saham yang biasa diukur dengan menggunakan harga atau *return* saham. Hal yang dapat dilakukan oleh para investor adalah memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasi yang ditanamkan, dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang sebenarnya nanti akan menyimpang dari hasil yang diharapkan. *Return* dan resiko yang diharapkan dari suatu investasi mempunyai hubungan yang linier dan searah artinya semakin besar risiko yang harus ditanggung maka semakin besar pula tingkat *return* yang diharapkan (Meythi, 2005).

Dalam kenyataannya informasi laba dan arus kas tersebut kurang mampu memberikan informasi kepada investor maupun kreditur dalam rangka pembuatan keputusan investasinya. Oleh karena itu, investor dan kreditur perlu mempertimbangkan karakteristik keuangan setiap perusahaan. Karakteristik keuangan yang berbeda-beda antar perusahaan menyebabkan relevansi angka-angka akuntansi juga tidak akan sama pada semua perusahaan (Novi dan Jogiyanto, 2005). Abdul (2003) menyatakan bahwa karakteristik yang berbeda disebabkan oleh adanya variabel kontekstual. Variabel kontekstual tersebut seperti *size*, umur, teknologi dan lingkungan. Karakteristik yang dimaksud adalah karakteristik yang dapat menggambarkan kondisi yang sebenarnya atas perusahaan tersebut. Ukuran perusahaan, tingkat hutang dan siklus hidup perusahaan digunakan untuk mewakili karakteristik keuangan perusahaan.

Ukuran perusahaan sebagai variabel kontekstual antara laba dan arus kas terhadap *return* saham terbukti signifikan dalam Shinta dan Indra (2004). Shinta dan Indra (2004) menyatakan bahwa investor akan menempatkan likuiditas perusahaan kecil dan

perusahaan besar dengan cara yang berbeda. Jika komponen arus kas dari *unexpected earnings* (penemuan laba) untuk perusahaan kecil dinilai lebih tinggi daripada perusahaan besar, maka diharapkan tambahan respon *return* saham untuk *unexpected* arus kas operasi di luar *unexpected earnings* menurun untuk perusahaan besar daripada untuk perusahaan kecil.

Tingkat hutang digunakan sebagai salah satu karakteristik perusahaan disebabkan oleh adanya biaya keagenan yang ditimbulkan oleh adanya *agency problem*. Biaya keagenan muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling dalam Meythi, 2005). Semakin tinggi penggunaan hutang, semakin tinggi beban bunga dan semakin tinggi kemungkinan penurunan keuntungan, hal ini akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Novi dan Jogiyanto, 2005).

Triyono dan Jogiyanto (2000) menguji hubungan kandungan informasi arus kas, komponen arus kas dan laba akuntansi dengan harga atau *return* saham dengan menggunakan model *levels* dan model *return*. Hasil penelitiannya menunjukkan model *return* non linier lebih dapat menjelaskan koefisien estimasi karena lebih cepat dapat menangkap informasi yang buruk. Sari (2002) menguji asosiasi antara siklus hidup perusahaan dengan *incremental value-relevance* informasi laba dan arus kas dengan menggunakan data dari Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa laba dan arus kas dari aktivitas pendanaan mempunyai *value-relevance* pada tahap *growth* sedangkan arus kas dari investasi mempunyai *value relevance* pada tahap *mature*.

Novi dan Jogiyanto (2005) menguji pengaruh atribut perusahaan terhadap relevansi laba dan arus kas dengan menggunakan data dari Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitiannya menunjukkan laba dan arus kas dengan *return* saham secara umum bersifat linier, hal tersebut tidak mendukung hipotesis

yang ada. Variabel akuntansi yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham adalah perubahan laba. Sedangkan arus kas lebih memberikan tambahan informasi di luar informasi laba baik untuk perusahaan dengan *leverage* tinggi dan perusahaan *growth*. Penelitian ini akan menguji kembali penelitian Novi dan Jogiyanto (2005) dengan menggunakan periode waktu yang berbeda yaitu dari tahun 2001 sampai dengan 2004.

Tujuan penelitian ini ada tiga, yakni (1) untuk melihat apakah terdapat hubungan linier atau non linier antara *return* saham dengan variabel akuntansi (laba dan arus kas) di Indonesia, (2) untuk melihat apakah daya penjas laba dan arus kas akan meningkat dengan menggunakan hubungan non linier, dan (3) untuk menguji bagaimana pengaruh atribut perusahaan (ukuran perusahaan, tingkat hutang, dan siklus hidup perusahaan) terhadap relevansi laba dan arus kas dalam menjelaskan *return* saham.

TINJAUAN LITERATUR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Hubungan Non Linier antara Laba dan Arus Kas dengan Return Saham

Rayburn (dalam Poppy, 2003) menguji hubungan antara arus kas operasi dan laba akrual dengan *return* saham. Hasilnya mendukung adanya hubungan antara arus kas operasi dan laba akrual dengan *return* abnormal saham perusahaan dengan menggunakan model linier. Penelitian Hodgson (dalam Poppy, 2003) menggunakan model non linier dan hasilnya menunjukkan bahwa dengan menggunakan model non linier terbukti meningkatkan daya penjas laba dan arus kas terhadap *return*.

Rahmawati (2005) menguji relevansi nilai informasi akuntansi dengan pendekatan terintegrasi hubungan non linier. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan non linier jika dilihat pertahun tapi secara keseluruhan tidak terbukti adanya

hubungan non linier. Ali (dalam Novi dan Jogiyanto, 2005) menguji kandungan informasi dari laba, modal kerja dari operasi dan arus kas dengan menggunakan model regresi linier dan non linier. Hasilnya menemukan bahwa variabel independen tersebut mempunyai hubungan dengan *return* saham dalam regresi model non linier.

Novi dan Jogiyanto (2005) menunjukkan bahwa model non linier tidak dapat meningkatkan daya penjas laba dan arus kas terhadap *return* dibandingkan dengan model linier, sehingga hipotesis yang diajukan ditolak. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₁: Model penelitian non linier dapat meningkatkan daya penjas laba dan arus kas terhadap *return* saham dibandingkan dengan model hubungan linier.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Tingkat Laba dan Perubahan Laba

Hasil penelitian Alexander dan Zaki (2001) menyebutkan bahwa relevansi nilai laba terpengaruh oleh ukuran perusahaan, hasil ini menunjukkan bahwa relevansi nilai laba tidak terlalu besar pada perusahaan berukuran kecil dan menjadi variabel dominan pada perusahaan yang berukuran besar. Shinta dan Indra (2004) menemukan bahwa *earnings* tidak mempunyai nilai tambah kandungan informasi di luar arus kas operasi. Baik menggunakan koefisien *change* maupun gabungan *change* dan *earnings*. Hasil penelitian Novi dan Jogiyanto (2005) menunjukkan bahwa hubungan yang paling baik adalah linier dan baik perusahaan kecil maupun perusahaan besar, perubahan laba adalah variabel akuntansi yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan dengan tingkat laba. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{2a}: Untuk perusahaan kecil, tingkat laba saat ini adalah variabel akuntansi yang paling

relevan dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan dengan perubahan laba.

H_{2b}: Untuk perusahaan besar, perubahan laba adalah variabel akuntansi yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan dengan tingkat laba.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Arus Kas

Penelitian mengenai hubungan ukuran perusahaan terhadap laba dan arus kas juga dilakukan oleh Shinta dan Indra (2004). Hasil penelitiannya menyebutkan bahwa terdapat hubungan positif antara arus kas operasi dengan *retrun* saham dilihat dari besaran perusahaan. Sedangkan *earnings* tidak mempunyai nilai tambah kandungan informasi di luar arus kas operasi. Untuk arus kas operasi, *cash flow coefiscient* menurun pada saat ukuran tinggi.

Novi dan Jogiyanto (2005) menemukan bahwa baik untuk perusahaan kecil dan besar, laba merupakan variabel yang mempunyai daya penjas yang lebih besar daripada arus kas. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₃: Arus kas memberikan informasi tambahan yang lebih besar dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan dengan laba, untuk perusahaan besar daripada perusahaan kecil.

Pengaruh Tingkat Hutang terhadap Tingkat Laba dan Perubahan Laba

Martinez (dalam Novi dan Jogiyanto, 2005) menemukan bahwa untuk perusahaan Perancis dengan *financial leverage* yang tinggi, tingkat laba saat ini merupakan variabel yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham. Sedangkan untuk perusahaan dengan *financial leverage* yang rendah di Perancis, perubahan laba lebih relevan daripada tingkat laba. Laba diharapkan akan sedikit bergejolak dan lebih permanen ketika tingkat hutang perusahaan rendah.

Novi dan Jogiyanto (2005) menemukan baik untuk perusahaan yang mempunyai *leverage* tinggi maupun *leverage* rendah, variabel yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham adalah perubahan laba. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{4a}: Untuk perusahaan dengan *financial leverage* yang tinggi, tingkat laba saat ini merupakan variabel akuntansi yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan dengan perubahan laba.

H_{4b}: Untuk perusahaan dengan *financial leverage* yang rendah, perubahan laba merupakan variabel akuntansi yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan dengan tingkat laba.

Pengaruh Tingkat Hutang terhadap Arus Kas

Poppy (2003) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* tinggi, arus kas operasinya memiliki relevansi nilai dibandingkan untuk perusahaan dengan *leverage* rendah. Arus kas operasi secara signifikan memiliki kekuatan penjas *incremental* pada perioda krisis. Novi dan Jogiyanto (2005) menemukan bahwa untuk perusahaan dengan *leverage* tinggi, arus kas memberikan tambahan yang lebih besar dalam menjelaskan *return* saham dibanding dengan laba. Untuk perusahaan *leverage* tinggi daripada perusahaan yang mempunyai *leverage* rendah. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₅: Arus kas memberikan informasi tambahan yang lebih besar dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan dengan laba, untuk perusahaan *leverage* tinggi daripada perusahaan *leverage* rendah.

Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan terhadap Tingkat Laba dan Perubahan Laba

Sari (2002) menemukan bahwa arus kas operasi dan investasi dengan nilai pasar ekuitas perusahaan tidak terdapat hubungan yang signifikan untuk perusahaan pada tahap *growth*. Sedangkan pada tahap *mature* terdapat hubungan yang signifikan antara arus kas investasi dengan nilai pasar ekuitas. Novi dan Jogyanto (2005) menemukan bahwa hubungan paling baik untuk perusahaan *growth* adalah model linier sedangkan untuk perusahaan *mature* hubungan paling baik adalah non linier. Variabel akuntansi yang dapat menjelaskan *return* saham untuk perusahaan *growth* maupun perusahaan *mature* adalah perubahan laba. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{6a}: Untuk perusahaan yang berkembang (*growth*), tingkat laba saat ini merupakan variabel akuntansi yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan dengan perubahan laba.

H_{6b}: Untuk perusahaan yang dewasa (*mature*), perubahan laba merupakan variabel akuntansi yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan dengan tingkat laba.

Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan terhadap Arus Kas

Black (dalam Sari, 2002) melakukan pengujian nilai tambah kandungan informasi laba dan arus kas dengan mempertimbangkan siklus hidup perusahaan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa laba memberikan nilai prediksi yang lebih relevan dalam tahap *mature*, sedangkan arus kas memberikan nilai prediksi yang lebih relevan pada perusahaan *growth*. Novi dan Jogyanto (2005) menunjukkan bahwa untuk perusahaan berkembang (*growth*), arus kas memberikan informasi tambahan yang lebih besar daripada tingkat laba. Hubungan antara arus kas dengan *return*

saham adalah non linier. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₇: Arus kas memberikan informasi tambahan yang lebih besar dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan dengan laba, untuk perusahaan yang berkembang (*growth*) daripada perusahaan yang dewasa (*mature*).

METODE PENELITIAN

Obyek Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dari tahun 2001-2004.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Kriteria perusahaan yang dimasukkan sebagai sampel dalam penelitian ini adalah: (1) perusahaan yang telah terdaftar di BEJ dan termasuk kelompok industri manufaktur pada tahun 2000-2004, dan (2) perusahaan secara lengkap dan konsisten telah mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember 2000 sampai dengan 2004. Sampel yang terpilih selanjutnya akan digolongkan berdasarkan ukuran perusahaan, tingkat hutang, dan siklus hidup perusahaan dilakukan dengan analisis *cluster*. Tujuan analisis *cluster* adalah mengelompokkan perusahaan menjadi beberapa kelompok secara *mutually exclusive* berdasarkan kesamaan di antara perusahaan tersebut.

Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui perantara yang diperoleh dan dicatat oleh pihak lain. Data yang digunakan meliputi: (1) data laporan keuangan publikasian tahunan, terdiri dari Laporan Laba Rugi, Laporan Arus Kas dan

Neraca tahun 2000 sampai 2004, dan (2) data harga saham, jumlah saham yang beredar dan harga penutupan saham perusahaan mulai tahun 2000 sampai 2004.

Teknik Pengumpulan Data

Prosedur dalam memperoleh data yang dilakukan oleh peneliti adalah menggunakan teknik pengumpulan data berupa data sekunder berupa data literatur atau arsip yang relevan dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD), data base di PPA UGM, dan Pojok BEJ UMY.

Definisi Operasional dan Variabel Penelitian

Definisi Variabel Penelitian

- a. Laba: Laba akuntansi merupakan laba bersih usaha suatu perusahaan sebagaimana dilaporkan pada laporan keuangan.
- b. Arus Kas: Arus Kas adalah kas bersih sebenarnya yang berbeda dari laba akuntansi bersih yang dihasilkan perusahaan dalam perioda tertentu.
- c. *Unexpected Earnings* diprosksikan dengan perubahan laba dan perubahan arus kas.
- d. *Return Saham*: *Return Saham* adalah hasil atau keuntungan yang diperoleh dari pemegang saham sebagai hasil dari investasinya.

Alat Ukur Variabel Penelitian

Variabel Dependen

Return saham adalah perubahan harga saham selama perioda pengamatan.

$$R_{it} = (P_{it} - P_{i(t-1)}) / P_{i(t-1)}$$

Variabel Independen

a) Laba

Laba yang digunakan adalah laba bersih usaha sebelum *extraordinary items* dan *discontionued operations* per lembar saham.

$$EPS = \frac{\text{Laba Usaha}}{\text{Jumlah Saham Yang beredar}}$$

b) Perubahan Laba

$$DEPS_{it} = (EPS_{it} - EPS_{i(t-1)}) / P_{i(t-1)}$$

c) Arus Kas

Arus kas operasi adalah arus kas yang berasal dari aktivitas penghasil utama perusahaan dan aktivitas lainnya yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan pada akhir tahun per lembar saham.

$$CFOPS = \frac{\text{Arus Kas Operasi}}{\text{Jumlah Saham Yang beredar}}$$

d) Perubahan Arus Kas

$$DCFOPS_{it} = (CFOPS_{it} - CFOPS_{i(t-1)}) / P_{i(t-1)}$$

b. Pengukuran atribut Perusahaan

1) Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dibagi menjadi dua yaitu perusahaan kecil dan perusahaan besar yang diukur dengan logaritma total asset.

2) Tingkat Hutang

Berdasarkan tingkat hutang, perusahaan dibagi menjadi perusahaan dengan tingkat *leverage* rendah dan *leverage* tinggi.

$$\text{Tingkat leverage} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}}$$

3) Siklus Hidup Perusahaan

Berdasarkan siklus hidup perusahaan, perusahaan dikelompokkan menjadi perusahaan *growth* dan *mature*, yang diprosksikan dengan nilai *book to market ratio*. *Book to market ratio* yang tinggi menunjukkan perusahaan dengan tahap *growth* sedangkan nilai *book to market ratio* yang rendah berarti perusahaan berada pada tahap *mature*.

$$\text{Book to Market ratio} = \frac{1}{PBV}$$

Uji Kualitas Data

Pengujian dengan analisis regresi berganda mempunyai beberapa asumsi perhitungan agar dapat dihitung. Model regresi penelitian ini akan signifikan atau representatif apabila model tersebut memenuhi asumsi klasik regresi. Asumsi tersebut dapat dipenuhi apabila tidak terdapat multikolinieritas, heterokedastisitas dan normalitas diantara variabel bebas tersebut.

Uji Hipotesis dan Analisis Data

Proses regresi linier dan non linier dilakukan dengan *pooled data* yaitu tahun 2001 sampai 2004 untuk menilai relevansi nilai informasi laba akuntansi, perubahan laba, arus kas operasi, dan perubahan arus kas operasi dengan *return* saham. Data spesifikasi linier dan non linier digunakan untuk menjelaskan hubungan antara laba dan arus kas terhadap *return* saham. Untuk pengujian hubungan linier antara laba bersih dan arus kas operasi dengan *return* saham digunakan model sebagai berikut:

$$\text{Model 1A: } R_{it} = a + b_1 \text{EPS}_{it} + e_{it}$$

$$\text{Model 1'A: } R_{it} = a + c_1 \Delta \text{EPS}_{it} + e_{it}$$

$$\text{Model 2A: } R_{it} = a + b_1 \text{EPS}_{it} + c_1 \Delta \text{EPS}_{it} + e_{it}$$

$$\text{Model 3A: } R_{it} = a + d_1 \text{CFPS}_{it} + e_1 \Delta \text{CFPS}_{it} + e_{it}$$

$$\text{Model 4A: } R_{it} = a + b_1 \text{EPS}_{it} + c_1 \Delta \text{EPS}_{it} + d_1 \text{CFPS}_{it} + e_1 \Delta \text{CFPS}_{it} + e_{it}$$

Untuk pengujian hubungan non linier antara variabel dependen (*return* saham) dan variabel independen (arus kas operasi dan laba bersih) digunakan model sebagai berikut:

$$\text{Model 1B: } R_{it} = a + b_1 \text{EPS}_{it} + b_2 \text{EPS}_{it}^2 + e_{it}$$

$$\text{Model 1'B: } R_{it} = a + b_1 \Delta \text{EPS}_{it} + b_2 \Delta \text{EPS}_{it}^2 + e_{it}$$

$$\text{Model 2B: } R_{it} = a + b_1 \text{EPS}_{it} + b_2 \text{EPS}_{it}^2 + c_1 \Delta \text{EPS}_{it} + c_2 \Delta \text{EPS}_{it}^2 + e_{it}$$

$$\text{Model 3B: } R_{it} = a + d_1 \text{CFPS}_{it} + d_2 \text{CFPS}_{it}^2 + e_1 \Delta \text{CFPS}_{it} + e_2 \Delta \text{CFPS}_{it}^2 + e_{it}$$

$$\begin{aligned} \text{Model 4B: } R_{it} &= a + b_1 \text{EPS}_{it} + b_2 \text{EPS}_{it}^2 + c_1 \Delta \text{EPS}_{it} \\ &+ c_2 \Delta \text{EPS}_{it}^2 + d_1 \text{CFPS}_{it} + d_2 \\ &\text{CFPS}_{it}^2 + e_1 \Delta \text{CFPS}_{it} + e_2 \\ &\Delta \text{CFPS}_{it}^2 + e_{it} \end{aligned}$$

Keterangan:

R_{it} = *return* saham tahunan perusahaan i pada tahun t.

EPS_{it} = *net earnings* perusahaan i pada tahun t.

ΔEPS_{it} = perubahan *net earnings* perusahaan i pada tahun t.

CFPS_{it} = *cash flow* perusahaan i pada tahun t.

ΔCFPS_{it} = perubahan *cash flow* perusahaan i pada tahun t.

e_{it} = variabel gangguan perusahaan i pada tahun t.

Model 1 dan 1' dibandingkan untuk masing-masing perusahaan berdasarkan karakteristiknya untuk menguji H_{2a} , H_{2b} , H_{4a} , H_{4b} , H_{6a} dan H_{6b} . Nilai koefisien R^2 atau determinasi digunakan untuk menentukan presentase tingkat kebenaran prediksi dari pengujian regresi yang dilakukan, semakin besar R^2 maka semakin besar variasi dari variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh sekelompok variabel independen.

Model 3 dan model 2 akan dibandingkan untuk menuji H_3 , H_5 dan H_7 , yang kemudian dibandingkan dengan perusahaan yang berbeda karakteristiknya. Dan model 4 mengestimasi kandungan informasi tambahan dari laba dan arus kas secara keseluruhan.

Untuk menentukan apakah terdapat hubungan linier atau non linier pada masing-masing model penelitian maka digunakan persamaan berikut:

$$F =$$

$$F_{hitung} > F_{tabel} = \text{Non linier}$$

$$F_{hitung} < F_{tabel} = \text{Linier}$$

(Gujarati dalam Novi dan Jogiyanto, 2005)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis ini dilakukan berdasarkan data sekunder berupa laporan keuangan publikasi tahunan, yang terdiri dari laporan laba rugi, laporan arus kas, dan neraca, serta data mengenai harga saham, harga penutupan saham perusahaan dan jumlah saham yang beredar.

Pengelompokan sampel

Sampel yang masuk kriteria pemilihan selanjutnya dilakukan analisis *cluster* untuk membedakan sampel berdasarkan ukuran perusahaan, tingkat hutang, dan siklus hidup perusahaan. Hasil pengujian *cluster* adalah dapat disimak pada Tabel 1.

Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian ini meliputi uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji normalitas.

Uji Multikolinieritas

Hasil pengujian multikolinieritas dapat dilihat dari nilai VIF yang terdapat pada masing-masing variabel. Hasil pengujian multikolinieritas dapat disimak pada Tabel 2. Dari Tabel 2 dapat dilihat VIF untuk masing-masing variabel independen kurang dari 10, hal ini berarti tidak terjadi multikolinieritas sehingga model regresi layak untuk digunakan.

Uji Heteroskedastisitas

Dari hasil pengujian heteroskedastisitas menggunakan uji RANK dapat disimak pada Tabel 3. Dari Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai t hitung untuk masing-masing variabel independen kurang dari t tabel, hal ini menunjukkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Normalitas

Hasil pengujian normalitas dengan menggunakan uji *Kolmogorov Smirnov* dapat disimak pada tabel 4 yang mana diketahui

masing-masing variabel mempunyai nilai P -value lebih besar dari alpha 0,05 sehingga model regresi berdistribusi normal.

Pengujian Hipotesis

Pengujian ini digunakan untuk membuktikan hipotesis dalam penelitian ini sebagaimana yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya.

Pengujian hipotesis 1 (H_1)

Pengujian hipotesis 1 dilakukan dengan membandingkan perubahan $Adjusted R^2$ hasil pengujian regresi linier dan regresi non linier *pooled data*. Tabel berikut ini menunjukkan hasil perbandingan tersebut.

Dari Tabel 5 dapat diketahui bahwa nilai F hitung sebesar (1,224) lebih kecil daripada F tabel (2,678). Hasil ini menunjukkan bahwa perubahan R^2 dalam model non linier tidak meningkatkan daya penjasar (*explanatory power*) laba dan arus kas terhadap *return* saham dibandingkan dengan model hubungan linier. Dengan demikian hasil ini tidak mendukung hipotesis 1 (H_1).

Pengujian hipotesis 2

Hipotesis 2a (H_{2a})

Hasil analisis regresi (lihat Tabel 6 dan 7) dapat disimpulkan bahwa pada perusahaan kecil R^2 model 1A (0,004) meningkat pada model 1B (0,031) dan R^2 model 1'A (0,056) meningkat pada model 1'B (0,070). Hasil perhitungan persamaan 3.1. nilai F hitung model 1 (3,120) dan F hitung model 1' (1,686) lebih kecil dari F tabel model 1 (3919) dan F tabel model 1' (3,919). Hasil ini menunjukkan bahwa hubungan yang paling baik pada model 1 dan model 1' untuk perusahaan kecil adalah linier.

Tabel 1.
Hasil Analisis Cluster

Atribut perusahaan	N	Besar	Kecil	Leverage Tinggi	Leverage Rendah	Growth	Mature
Ukuran perusahaan	248	133	115				
Tingkat hutang	248			115	133		
Siklus hidup	248					133	115

Tabel 2
Hasil Uji Multikolinearitas

Regresi antar variabel bebas	Tolerance	VIF	Keterangan
EPS	0,871	1,148	Tidak ada multikolinearitas
DEPS	0,974	1,026	Tidak ada multikolinearitas
CFFPS	0,296	3,380	Tidak ada multikolinearitas
DCFPS	0,304	3,284	Tidak ada multikolinearitas

Tabel 3
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	t hitung	t tabel	Keterangan
EPS	-0.047	1,970	tidak terjadi heteroskedastisitas
DEPS	-0.908	1,970	tidak terjadi heteroskedastisitas
CFFPS	1.147	1,970	tidak terjadi heteroskedastisitas
DCFPS	-0.208	1,970	tidak terjadi heteroskedastisitas

Tabel 4
Hasil Uji Normalitas

Variabel	P Value	α	Keterangan
RIT	0.354	0,05	Normal
EPS	0.125	0,05	Normal
DEPS	0.402	0,05	Normal
CFPS	0.425	0,05	Normal
DCFPS	0.352	0,05	Normal

Tabel 5
Hasil

Pengujian Regresi Linier dan Non Linier *Pooled Data*

	Regresi Linier	Regresi Non Linier
Konstanta	22,140	13,044
EPS	0,001	0,012
EPS ²		-0,000003572
ΔEPS	0,149	0,153
ΔEPS ²		-0,00001755
CFPS	0,002	0,017
CFPS ²		-0,0000002305
ΔCFPS	0,001	-0,004
ΔCFPS ²		-0,000005116
R ²	0,004	0,006

Tabel 6
Hasil Analisis Regresi Linier Perusahaan Kecil

	Model 1A	Model 1'A	Model 2A	Model 3A	Model 4A
Konstanta	16,347	22,184	20,297	19,244	19,121
EPS	0,006		0,002		0,002
ΔEPS		0,373	0,367		0,364
CFPS				0,001	0,001
ΔCFPS				0,007	0,007
R ²	0,004	0,056	0,057	0,005	0,060

Koefisien R² model 1A dan model 1'A menunjukkan bahwa R² model 1'A lebih besar daripada model 1A, yang berarti bahwa variabel akuntansi yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham pada perusahaan kecil adalah perubahan laba. Hasil ini tidak mendukung hipotesis 2a (H_{2a}).

Hipotesis 2b (H_{2b})

Hasil analisis regresi pada perusahaan besar pada (lihat Tabel 8 dan 9) menunjukkan bahwa pada perusahaan besar R² model 1A (0,004) meningkat pada model 1B (0,011) dan R² model 1'A (0,002) meningkat pada model 1'B (0,004). Hasil perhitungan persamaan 3.1.

nilai F hitung model 1 (0,424) dan F hitung model 1' (0,120) lebih kecil dari F tabel model 1'A (3,919) dan F tabel model 1'B (3,919). Hasil ini menunjukkan bahwa hubungan yang paling baik pada model 1 dan model 1' untuk perusahaan besar adalah linier. Koefisien R² model 1A dan model 1'A menunjukkan bahwa R² model 1A lebih besar daripada model 1'A, yang berarti bahwa variabel akuntansi yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham pada perusahaan besar adalah tingkat laba. Hasil ini tidak mendukung hipotesis 2b (H_{2b}).

Tabel 7
Hasil Analisis Regresi Non Linier Perusahaan Kecil

	Model 1B	Model 1'B	Model 2B	Model 3B	Model 4B
Konstanta	5,293	18,487	10,038	12,799	5,224
EPS	0,047		0,031		0,018
EPS ²	-0,000006		-0,000004		-0,0000449
ΔEPS		0,401	0,365		0,400
ΔEPS ²		0,000	0,000		0,000
CFPS				0,012	0,019
CFPS ²				0,00000017	-0,00000028
ΔCFPS				0,009	-0,001
ΔCFPS ²				-0,0000041	-0,0000055
R ²	0,031	0,070	0,083	0,018	0,104

Tabel 8
Hasil Analisis Regresi Linier Perusahaan Besar

	Model 1A	Model 1'A	Model 2A	Model 3A	Model 4A
Konstanta	30,473	26,003	31,575	17,782	24,449
EPS	-0,013		-0,015		-0,032
ΔEPS		0,037	0,049		0,082
CFPS				0,22	0,037
ΔCFPS				-0,074	-0,120
R ²	0,004	0,002	0,007	0,013	0,036

Tabel 9
Hasil Analisis Regresi Non Linier Perusahaan Besar

	Model 1B	Model 1'B	Model 2B	Model 3B	Model 4B
Konstanta	24,264	26,993	26,646	14,252	20,643
EPS	0,027		0,024		-0,044
EPS ²	-0,000018		-0,000019		-0,0000017
ΔEPS		0,047	0,064		0,089
ΔEPS ²		-0,000054	-0,000051		-0,000045
CFPS				0,040	0,080
CFPS ²				-0,0000053	-0,000011
ΔCFPS				-0,037	-0,072
ΔCFPS ²				-0,0000041	0,0000082
R ²	0,011	0,004	0,017	0,019	0,058

Pengujian hipotesis 3 (H₃)

Hasil perhitungan persamaan 3.1. pada model 2 untuk perusahaan besar nilai F hitung (0,651) lebih kecil daripada F tabel (3,071) dan model 3 nilai F hitung (0,391) lebih kecil daripada F tabel (3,071), hal ini menunjukkan bahwa hubungan yang paling baik adalah linier. Koefisien R^2 menunjukkan model 3A lebih besar daripada model 2A, hasil ini menunjukkan bahwa arus kas mempunyai daya penjas yang lebih besar daripada laba. Hasil ini menunjukkan bahwa arus kas memberikan tambahan informasi bagi investor di luar informasi laba untuk perusahaan besar daripada perusahaan kecil. Hasil ini mendukung hipotesis 3 (H_3).

Pengujian hipotesis 4

Hipotesis 4a (H_{4a})

Hasil analisis regresi sebagaimana yang ditunjukkan Tabel 10 dan 11. Dari hasil analisis tersebut ditemukan pada perusahaan *leverage* tinggi R^2 model 1A (0,015) meningkat pada model 1B (0,070) dan R^2 model 1'A (0,025) meningkat pada model 1'B (0,026). Hasil perhitungan persamaan 3.1. nilai F hitung model 1 (6,623) lebih besar daripada F tabel model 1 (3,919) dan F hitung model 1' (0,114) lebih kecil daripada F tabel model 1' (3,919). Hasil ini menunjukkan bahwa hubungan yang paling baik pada model 1 adalah non linier dan model 1' hubungan

paling baik adalah linier. Koefisien R^2 model 1B dan model 1'A menunjukkan bahwa R^2 model 1B lebih besar daripada model 1'A, yang berarti bahwa variabel akuntansi yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham pada perusahaan *leverage* tinggi adalah tingkat laba. Hasil ini mendukung hipotesis 4a (H_{4a}).

Hipotesis 4b (H_{4b})

Hasil analisis regresi Tabel 12 dan 13. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pada perusahaan *leverage* rendah R^2 model 1A (0,000) meningkat pada model 1B (0,111) dan R^2 model 1'A (0,004) sama dengan model 1'B (0,004). Hasil perhitungan persamaan 3.1. nilai F hitung model 1 (0,259) dan F hitung model 1' (0) lebih kecil dari F tabel model 1 (3,919) dan F tabel model 1' (3,919). Hasil ini menunjukkan bahwa hubungan yang baik pada model 1 dan model 1' untuk perusahaan *leverage* rendah adalah linier. Koefisien R^2 model 1A dan model 1'A menunjukkan bahwa R^2 model 1'A lebih besar daripada model 1A, yang berarti bahwa variabel akuntansi yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham pada perusahaan *leverage* rendah adalah perubahan laba. Hasil ini mendukung hipotesis 4b (H_{4b}).

Tabel 10
Hasil Analisis Regresi Linier Perusahaan Leverage Tinggi

	Model 1A	Model 1'A	Model 2A	Model 3A	Model 4A
Konstanta	22,964	32,954	25,253	9,913	24,060
EPS	0,030		0,026		0,020
Δ EPS		0,186	0,172		0,170
CFPS				0,016	0,008
Δ CFPS				0,017	0,021
R^2	0,015	0,025	0,037	0,016	0,045

Tabel 11
Hasil Analisis Regresi Non Linier Perusahaan *Leverage* Tinggi

	Model 1B	Model 1'B	Model 2B	Model 3B	Model 4B
Konstanta	-0,985	33,854	2,997	3,029	-1,279
EPS	0,156		0,143		0,081
EPS ²	-0,0000241		0,00002215		-0,00000185
ΔEPS		0,193	0,130		0,114
ΔEPS ²		0,0000462	-0,0000131		-0,0000185
CFPS				0,136	0,083
CFPS ²				-0,0000282	-0,00000202
ΔCFPS				0,087	0,104
ΔCFPS ²				-0,0000163	-0,00002008
R ²	0,070	0,026	0,082	0,086	0,112

Tabel 12
Hasil Analisis Regresi Linier Perusahaan *Leverage* Rendah

	Model 1A	Model 1'A	Model 2A	Model 3A	Model 4A
Konstanta	14,437	15,221	15,335	9,913	12,520
EPS	0,001		0,000		-0,004
ΔEPS		0,68	0,069		0,086
CFPS				0,006	0,007
ΔCFPS				-0,024	-0,031
R ²	0,000	0,004	0,004	0,016	0,023

Tabel 13
Hasil Analisis Regresi Non Linier Perusahaan *Leverage* Rendah

	Model 1B	Model 1'B	Model 2B	Model 3B	Model 4B
Konstanta	12,448	15,513	13,677	8,066	8,522
EPS	0,007		0,006		-0,002
EPS ²	-0,0000010		-0,0000009		-0,0000009
ΔEPS		0,067	0,060		0,098
ΔEPS ²		0,0000399	-0,000054		-0,0000344
CFPS				0,009	0,015
CFPS ²				0,00000008	-0,00000018
ΔCFPS				0,022	0,022
ΔCFPS ²				-0,0000065	-0,0000084
R ²	0,002	0,004	0,006	0,019	0,034

Pengujian hipotesis 5 (H₅)

Hasil perhitungan persamaan 3.1. model 2 pada perusahaan dengan *leverage* tinggi menunjukkan bahwa F hitung (2,696) lebih kecil daripada F tabel (3,071) dan untuk model 3 F hitung (4,212) lebih besar dari F tabel (3,071). Hasil ini menunjukkan bahwa pada model 2 terdapat hubungan linier dan model 3 terdapat hubungan non linier antara arus kas dan *return* saham. Koefisien R² pada perusahaan *leverage* tinggi pada model 3B lebih besar daripada R² model 2A, hal ini menunjukkan bahwa arus kas memberikan tambahan informasi bagi investor di luar informasi laba pada perusahaan dengan *leverage* tinggi. Koefisien R² pada perusahaan dengan *leverage* tinggi model 3B lebih besar daripada model 3B pada perusahaan dengan *leverage* rendah, berarti bahwa arus kas memberikan tambahan informasi untuk perusahaan dengan *leverage* tinggi dari pada *leverage* rendah. Hasil ini mendukung hipotesis 5 (H₅).

Pengujian Hipotesis 6

Hipotesis 6a (H_{6a})

Hasil analisis regresi pada Tabel 14 dan 15 menunjukkan bahwa pada perusahaan *growth* R² model 1A (0,001) sama dengan model 1B (0,001) sedangkan R² model 1'A (0,001) meningkat pada model 1'B (0,004). Hasil perhitungan persamaan 3.1 nilai F hitung model 1 (0) dan F hitung model 1' (0,391)

lebih kecil dari F tabel model 1 (3,919) dan F tabel model 1' (3,919). Hasil ini menunjukkan bahwa hubungan yang paling baik pada model 1 dan model 1' untuk perusahaan *growth* adalah linier. Koefisien R² model 1A dan model 1'A menunjukkan bahwa R² untuk masing masing model menunjukkan koefisien R² yang sama. Hasil ini berarti baik laba maupun perubahan laba memberikan informasi yang sama terhadap *return* saham. Hasil ini tidak mendukung hipotesis 6a (H_{6a}).

Hipotesis 6b (H_{6b})

Hasil analisis regresi pada Tabel 16 dan 17 menunjukkan bahwa pada perusahaan *mature* R² model 1A (0,019) meningkat pada model 1B (0,112) dan R² model 1'A (0,030) meningkat pada model 1'B (0,031). Hasil perhitungan persamaan 3.1. nilai F hitung model 1 (11,729) lebih besar daripada F tabel model 1 (3,919) dan F hitung model 1' (0,115) lebih kecil F tabel model 1' (3,919). Hasil ini menunjukkan bahwa hubungan yang paling baik pada model 1 adalah non linier dan model 1' untuk perusahaan *mature* adalah linier. Koefisien R² model 1B dan model 1'A menunjukkan bahwa R² model 1B lebih besar daripada model 1'A, yang berarti bahwa variabel akuntansi yang paling baik dalam menjelaskan *return* saham pada perusahaan *mature* adalah tingkat laba. Hasil ini tidak mendukung hipotesis 6b (H_{6b}).

Tabel 14

Hasil Analisis Regresi Linier Perusahaan *Growth*

	Model 1A	Model 1'A	Model 2A	Model 3A	Model 4A
Konstanta	26,886	25,102	26,408	22,433	23,297
EPS	-0,002		-0,001	0,004	-0,007
ΔEPS		-0,048	-0,042	0,016	-0,084
CFPS					0,010
ΔCFPS					0,046
R ²	0,001	0,001	0,001	0,003	0,012

Tabel 15
Hasil Analisis Regresi Non Linier Perusahaan *Growth*

	Model 1B	Model 1'B	Model 2B	Model 3B	Model 4B
Konstanta	25,862	26,286	26,811	19,113	20,207
EPS	0,001		0,002		-0,016
EPS ²	-0,00000052		-0,00000056		0,00000099
ΔEPS		-0,156	-0,157		-0,105
ΔEPS ²		-0,001	-0,001		0,000
CFPS				0,016	0,033
CFPS ²				-0,00000252	-0,00000443
ΔCFPS				-0,035	-0,0000044
ΔCFPS ²				-0,00099	-0,0222
R ²	0,001	0,004	0,006	0,009	0,023

Tabel 16
Hasil Analisis Regresi Linier Perusahaan *Mature*

	Model 1A	Model 1'A	Model 2A	Model 3A	Model 4A
Konstanta	9,997	21,547	14,250	19,772	12,723
EPS	0,038		0,025		0,025
ΔEPS		0,181	0,148		0,147
CFPS				0,001	0,001
ΔCFPS				0,005	0,005
R ²	0,019	0,030	0,037	0,003	0,040

Tabel 17
Hasil Analisis Regresi Non Linier Perusahaan *Mature*

	Model 1B	Model 1'B	Model 2B	Model 3B	Model 4B
Konstanta	-28,420	22,348	-24,113	6,374	-29,839
EPS	0,267		0,256		0,236
EPS ²	-0,0000698		-0,0000708		-0,0000664
ΔEPS		0,186	0,163		0,175
ΔEPS ²		-0,0000354	-0,0000163		-0,000018
CFPS				0,044	0,029
CFPS ²				-0,000006	-0,0000004
ΔCFPS				-0,031	-0,017
ΔCFPS ²				-0,0000095	-0,0000068
R ²	0,112	0,031	0,133	0,032	0,149

Pengujian Hipotesis 7 (H₇)

Hasil perhitungan persamaan 3.1. pengujian model 2 pada perusahaan *growth* menunjukkan bahwa F hitung (0,321) lebih besar daripada F tabel (3,071) dan untuk pengujian model 3, F hitung (0,387) lebih kecil dari F tabel (3,071). Hasil ini menunjukkan pada model 2 maupun model 3 terdapat hubungan linier antara laba dan arus kas dengan *return* saham. Koefisien R² pada model 3A lebih besar daripada 2A menunjukkan bahwa pada perusahaan *growth*, arus kas lebih memberikan informasi tambahan dalam menjelaskan *return* saham daripada laba. Sedangkan untuk perusahaan *muture*, arus kas tidak memberikan informasi tambahan dalam menjelaskan *return* saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa arus kas memberikan informasi tambahan yang lebih besar daripada laba untuk perusahaan *growth* dibandingkan dengan perusahaan *mature*. Hasil ini mendukung hipotesis 7 (H₇).

Pembahasan

Hasil koefisien korelasi menunjukkan terdapat hubungan linier maupun non linier antara laba dan arus kas dengan *return* saham. Hasil koefisien korelasi dengan model linier menunjukkan hubungan yang sangat rendah antara laba dan arus kas dengan *return* saham karena hasil koefisien korelasi di bawah 0,2. Menurut Young (dalam Linda dan Fazli, 2005) koefisien korelasi antara 0,70 sampai mendekati 1,00 menunjukkan hubungan yang tinggi, koefisien korelasi antara 0,4 sampai di bawah 0,7 menunjukkan hubungan yang sedang dan koefisien korelasi antara 0,2 sampai di bawah 0,4 menunjukkan hubungan yang rendah. Hubungan linier berarti laba dan arus kas mempunyai hubungan yang searah. Jika laba dan arus kas mempunyai kenaikan, hal yang sama akan terjadi pada *return* saham.

Hasil koefisien korelasi untuk model non linier meningkat dari model linier tetapi masih memperlihatkan hubungan yang sangat rendah, hal ini menunjukkan bahwa jika laba

dan arus kas meningkat belum tentu *return* saham akan meningkat begitu juga sebaliknya. Model hubungan non linier secara keseluruhan tidak meningkatkan daya penjas (*explanatory power*) laba dan arus kas terhadap *return* saham dibanding dengan hubungan linier. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian oleh Hodgson (dalam poppy, 2003), Rahmawati (2005) dan Ali (dalam Triyono dan Jogiyanto, 2000). Penelitian tersebut menyatakan bahwa hubungan non linier tidak dapat meningkatkan daya penjas laba dan arus kas terhadap *return* saham. Kemungkinan disebabkan oleh sampel yang lebih sedikit dengan rentan waktu yang sempit. Selain itu, penggunaan model non linier yang berbeda dapat mempengaruhi hasil pengujian. Hasil ini menunjukkan bahwa perilaku investor di Indonesia tidak berbeda antara yang satu dengan yang lain. Semua investor mempunyai reaksi yang sama terhadap suatu kejadian dan semua investor mempunyai informasi yang sama terhadap suatu perusahaan.

Hasil analisis terhadap koefisien R² yang sangat kecil, menunjukkan pengaruh laba dan arus kas terhadap *return* saham juga kecil. Nilai koefisien R² yang kecil kemungkinan disebabkan oleh nilai laba dan arus kas yang negatif, sehingga *unexpected earnings* yang diprosikan dengan perubahan laba dan perubahan arus kas akan mempunyai nilai negatif yang lebih besar. Menurut Horngren et al. (1998) arus kas yang positif dalam jumlah besar merupakan pertanda baik bagi perusahaan. Dalam jangka panjang kegiatan operasi perusahaan haruslah merupakan sumber kas perusahaan utama. Sedangkan laba positif mempunyai relevansi yang lebih besar daripada laba negatif (Alexander, 2002).

Hasil pengujian untuk perusahaan besar dan kecil menunjukkan hubungan laba dan arus kas terhadap *return* saham adalah linier. Untuk perusahaan kecil, perubahan laba paling relevan dalam menjelaskan *return* saham. Menurut Ghofar (dalam Rini, 2002) jika terjadi

perubahan laba yang besar dianggap sebagai signal adanya praktek manipulasi dan jika terjadi perubahan laba yang turun maka dianggap sebagai signal adanya krisis dan akan menyebabkan adanya campur tangan pemerintah. Hasil ini menunjukkan bahwa investor lebih memilih tingkat resiko yang kecil. Investor beranggapan jika dalam perusahaan kecil terjadi perubahan laba yang besar dianggap perusahaan kecil tersebut ingin mengganti jenis usaha yang sedang dijalankan ataupun alasan lain yang mempunyai resiko yang lebih tinggi. Sedangkan untuk perusahaan besar, tingkat laba lebih dapat menjelaskan *return* saham daripada perubahan laba. Tingkat laba di perusahaan besar diharapkan dapat lebih memberikan keuntungan yang sudah ada dengan resiko yang kecil. Perusahaan besar sudah memiliki kontrol yang baik terhadap situasi pasar dan jarang terpengaruh oleh fluktuasi pasar yang ada, sehingga laba yang dihasilkan oleh perusahaan besar relatif lebih stabil. Bagi investor, informasi untuk perusahaan besar cenderung lebih dapat diperoleh maka investor lebih dapat mengamati tingkat laba tiap tahun. Karena jika terjadi perubahan laba yang menonjol ditakutkan laba tersebut mengandung elemen transitori. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya oleh Novi dan Jogiyanto (2005).

Hasil pengujian regresi menunjukkan arus kas memberikan tambahan informasi yang lebih besar daripada laba untuk perusahaan besar. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya oleh Shinta dan Indra (2004) dan Novi dan Jogiyanto (2005). Hasil ini kemungkinan disebabkan laba yang ada mengandung elemen transitori sehingga kandungan informasi laba berkurang dan kandungan informasi arus kas operasi meningkat. Ketika laba mengandung elemen transitori, investor tidak ingin menanggung resiko yang tinggi atas uang yang diinvestasikannya.

Hasil pengujian untuk perusahaan dengan *leverage* tinggi, tingkat laba lebih dapat menjelaskan *return* saham. Pada perusahaan dengan *leverage* tinggi, beban bunga yang besar mengakibatkan laba yang diperoleh cenderung lebih kecil. Kemampuan memprediksi laba juga semakin kecil. Sehingga tingkat laba menjadi variabel yang lebih dapat menjelaskan *return* saham daripada perubahan laba. Sedangkan pada perusahaan dengan *leverage* rendah, perubahan laba lebih relevan dalam menjelaskan *return* saham. Ketika tingkat hutang rendah maka laba yang akan datang lebih dapat diprediksi. Dengan melihat perubahan laba yang ada, investor dapat melihat bahwa tingkat hutang pada perusahaan akan semakin turun.

Hasil pengujian regresi untuk perusahaan dengan *leverage* tinggi, arus kas memberikan tambahan informasi dalam menjelaskan *return* saham untuk perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi dengan hubungan non linier. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya oleh Hayn (dalam Sekar, 2004), Poppy (2003), dan Sekar (2004). Bagi investor, arus kas merupakan informasi yang baik ketika perusahaan dengan *leverage* tinggi karena ditakutkan laba mengandung komponen transitori dan kemungkinan lain perusahaan tersebut mengalami kesulitan keuangan yang besar sehingga mempengaruhi keuangan perusahaan. Sekar (2004) menyatakan bahwa laba akan turun sejalan meningkatnya komponen transitori yang terkandung dalam laba.

Hasil pengujian untuk perusahaan *growth*, tingkat laba lebih relevan dalam menjelaskan *return* saham daripada perubahan laba. Kemungkinan disebabkan perusahaan sedang melakukan pengembangan usaha sehingga laba yang diperoleh belum stabil. Pada tahap *mature* perusahaan sudah stabil sehingga laba yang akan datang dapat diprediksi. Perubahan laba lebih dapat menjelaskan *return* saham kemungkinan

disebabkan tingkat laba ditakutkan terdapat praktek manipulasi serta laba tersebut mengandung elemen transitori.

Hasil pengujian regresi untuk perusahaan *growth*, arus kas memberikan tambahan informasi untuk perusahaan *growth*. Pada perusahaan *growth*, kontrol terhadap sistem pengendalian yang tidak ketat walaupun pertumbuhan penjualan yang relatif tinggi. Pada tahap *growth*, kesempatan tumbuh memberikan asumsi bahwa arus kas yang ada memberikan tambahan informasi apakah perusahaan tersebut dapat mengoptimalkan penggunaan arus kas yang ada dalam perusahaan. Bagi investor akan melihat apakah kas yang ada digunakan secara bijaksana dalam memperbesar perusahaan. Sehingga investor akan menilai perusahaan tersebut mempunyai prospek yang bagus di masa depan. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Sari (2001), Abdul (2002), dan Novi dan Jogiyanto (2005).

PENUTUP

Kesimpulan

Informasi laba dan arus kas diharapkan mempunyai relevansi nilai terhadap *return* saham. Informasi tersebut digunakan investor dan kreditur dalam membantu pembuatan keputusan investasi. Kegunaan informasi tersebut dapat tercermin dari harga ataupun *return* saham. Atribut perusahaan juga diharapkan lebih dapat membantu investor dalam pembuatan keputusan. Penggunaan model non linier juga diharapkan dapat memberikan informasi tambahan yang lebih bagus. Model non linier digunakan karena diasumsikan bahwa investor menggunakan informasi non laba dan informasi lain yang tidak diperhitungkan dalam model linier.

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan terdapat hubungan linier dan non linier antara laba dan arus kas dengan *return* saham. Model linier lebih mempunyai daya penjas yang lebih baik daripada model non

linier, hal tersebut menunjukkan bahwa investor di Indonesia masih menggunakan laba dan arus kas sebagai acuan dalam pengambilan keputusan investasinya. Hasil penelitian relevansi nilai antara laba dan arus kas terhadap *return* saham menunjukkan tidak adanya relevansi nilai dilihat dari nilai R^2 yang kecil. Hasil R^2 yang kecil, kemungkinan disebabkan oleh perbedaan sampel dan perbedaan model non linier yang digunakan. Laba dan arus kas kemungkinan telah kehilangan relevansinya terhadap *return* saham, kemungkinan disebabkan selama periode terdapat variabel lain yang tidak termasuk dalam variabel penelitian.

Hasil pengujian untuk perusahaan kecil, perusahaan dengan *leverage* tinggi, perusahaan *growth* dan perusahaan *mature* menunjukkan bahwa variabel akuntansi yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham adalah tingkat laba. Sedangkan untuk perusahaan besar, perusahaan dengan *leverage* rendah, dan perusahaan *mature* variabel yang paling relevan dalam menjelaskan *return* saham adalah perubahan laba. Arus kas lebih memberikan tambahan informasi di luar informasi laba baik untuk perusahaan besar, perusahaan dengan *leverage* tinggi dan perusahaan *growth*.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh dengan menggunakan ukuran perusahaan, tingkat hutang dan siklus hidup perusahaan terhadap relevansi laba dan arus kas. Berarti bahwa investor di Indonesia telah menggunakan informasi di luar laba dan arus kas operasi dalam pengambilan keputusan investasinya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dalam menilai kinerja serta prospek masa depan perusahaan, investor telah mempertimbangkan faktor ukuran perusahaan dan lebih menekankan pada laba permanen.

Saran

Penelitian selanjutnya agar melakukan penelitian di luar kelompok perusahaan manufaktur untuk melihat generalisasi hasil

penelitian dan melihat apakah diperoleh hasil yang sama antara hubungan non linier laba dan arus kas dengan *return* saham. Penelitian berikutnya hendaknya membedakan laba positif dan laba negatif serta arus kas positif dan arus kas negatif. Peneliti berikutnya hendaknya juga mencoba mengaplikasikan model non linier lainnya, sehingga dapat dibandingkan teknik-teknik non linier tersebut dan dapat dilihat perbedaannya. Dalam penelitian ini mempunyai rentang waktu yang cukup sempit. Oleh karena itu bagi peneliti mendatang diharapkan dapat mengambil periode waktu yang lebih lama.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini tidak membedakan antara arus kas positif dan arus kas negatif. Menurut Horngren et al. (1998) arus kas yang positif dalam jumlah besar merupakan pertanda baik bagi perusahaan. Penelitian ini tidak membedakan antara perusahaan yang memiliki laba positif dan laba negatif. Untuk laba negatif mempunyai relevansi nilai yang lebih kecil daripada perusahaan yang memiliki laba positif (Alexander, 2002). Dalam penelitian ini membedakan sampel dengan analisis *cluster* tidak diketahui kriteria yang pasti dalam pemilihan sampel.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul Habbe H., 2002, "Pengaruh Life Cycle Perusahaan Terhadap Incremental Value Relevance Informasi Laba", *Jurnal akuntansi dan Investasi*, Vol.3, No.1, hal 33-49.
- , 2003, "Siklus Hidup Perusahaan Determinan Struktur Organisasi: Suatu Pendekatan Kontijensi", *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, Vol.4, No.1, hal 12-28.
- Abdul Habbe H. dan Jogiyanto Hartono, 2000, "Studi terhadap Pengukuran Kinerja Akuntansi Perusahaan Prospektor dan Defender dan Hubungannya dengan Harga Saham: Analisis dengan Pendekatan Life Cycle Theory", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.4, No.1, hal 111-132.
- Alexander A., 2002, "Relevansi Peramalan (Forecasting Relevan) dan Relevansi Nilai (Value Relevan) Komponen Laba". *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi 5*, hal 126-135.
- Alexander A. dan Zaki Baridwan, 2001, "Pengaruh Kebijakan Pembagian Dividen, Kualitas Akrua dan Ukuran Perusahaan pada Relevansi Nilai Dividen, Nilai Buku dan Laba", *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi 5*, hal 393-407.
- Agus Sartono, 2001, "Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi", Edisi Keempat, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta.
- Evi Gantowati, 2001, "Hubungan Antara Operating Cash Flows dan Accrual dengan Return Saham", *Kompak*, No.3, hal 275-298.
- Horgren, et al., 1998, "Akuntansi di Indonesia", Buku Dua, Salemba Empat, Jakarta.
- Jogiyanto Hartono, 2000. "Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Kedua, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta.
- Linda dan Fazli Syam Bz, 2005, "Hubungan Laba Akuntansi, Nilai Buku, dan Total Arus Kas dengan Market Value: Studi Akuntansi Relevansi Nilai", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.8, No.3, hal 286-306.
- Novi I.S. dan Jogiyanto Hartono, 2005, "Pengaruh Atribut Perusahaan terhadap Relevansi Laba dan Arus Kas", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.8, No.3, hal 211-234.
- Poppy Dian I.K., 2003, "Nilai Tambah Kandungan Informasi Laba dan Arus Kas Operasi, *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi 6*.
- Rahmawati, 2005, "Relevansi Nilai Earnings dengan Pendekatan terintegrasi:

- Hubungan Non Linier”, *Jurnal Accounting Auditing dan Investasi*, Vol.9, hal 57-77.
- Riahi, Ahmed dan Belkaoui, 2000, *Teori Akuntansi*, Buku Satu, Salemba Empat, Jakarta.
- Rini Widiastuti R., 2002, “Pengaruh Model Mekanik, Ukuran Perusahaan, dan Rasio Ungkitan pada Ketepatan Prakiraan Laba”, *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi 5*, hal 1-14.
- Sari Atmini, 2002, “Asosiasi Siklus Hidup Perusahaan dengan Incremental Value Relevance Informasi Laba dan Arus Kas”, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5, No.3, hal 257-276.
- Sekar Mayang Sari, 2004, “Analisis terhadap Relevansi Nilai (Value Relevance) Laba, Arus Kas dan Nilai Buku Ekuitas, Analisis Diseputar Perioda Krisis Keuangan 1995-1998”, *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi 7*, hal 862-882.
- Shinta D.R. dan Indra W.K., 2004. “Pengaruh Faktor Kontekstual terhadap Kegunaan Earnings dan Arus Kas Operasi dalam Menjelaskan Return Saham”, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.7, No.1, hal 74-93.
- Slamet Munawir, 2002, *analisis Informasi Keuangan*, Liberty Yogyakarta, Yogyakarta.
- Sofyan Syafri H., 2001, *Teori Akuntansi*, Edisi Revisi, PT Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Triyono dan Jogiyanto, 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, hal 54-68.