

**ANALISIS KANDUNGAN INFORMASI LABA DAN ARUS KAS
PERUSAHAAN PROSPECTOR DAN DEFENDER
(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa
Efek Jakarta)**

Adi Darmawan Erwanto

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Trunojoyo

Jl. Raya Kamal PO BOX 2 Kamal, Bangkalan

Abstraksi

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris mengenai pengaruh informasi laba dan arus kas terhadap return saham serta perbedaan antara pengaruh informasi laba, terhadap return saham perusahaan prospector dengan perusahaan defender. Pengelompokan perusahaan ke dalam prospector dan defender dilakukan menggunakan common factor analysis dengan variabel yaitu: rasio jumlah karyawan terhadap penjualan, price-to-book value, rasio capital expenditure terhadap nilai pasar ekuitas, dan rasio capital expenditure terhadap total aktiva. Data dianalisis menggunakan analisis regresi berganda. Hasilnya menunjukkan bahwa pada perusahaan prospector, laba berpengaruh signifikan dengan return saham. Arus kas operasi berpengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan return saham. Pada perusahaan defender, hanya arus kas pendanaan berpengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan return saham. Hasil uji t menunjukkan perbedaan antara pengaruh laba, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan terhadap return saham perusahaan prospector dan perusahaan defender. Secara umum, penelitian ini menunjukkan bahwa informasi laba dan arus kas akan lebih superior jika pengguna juga memperhatikan apakah perusahaan merupakan prospector dan defender.

Kata kunci: *kandungan informasi, laba, arus kas, prospector, defender*

I. PENDAHULUAN

Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 1 menyatakan bahwa tujuan laporan keuangan adalah memberikan informasi tentang posisi keuangan, kinerja, dan arus kas perusahaan yang bermanfaat bagi sebagian besar kalangan pengguna laporan keuangan dalam rangka membuat keputusan-keputusan ekonomi serta menunjukkan pertanggungjawaban manajemen atas penggunaan sumber daya yang dipercayakan kepada mereka.

Informasi laba sebagai parameter kinerja perusahaan bermanfaat untuk menilai perubahan potensial sumber daya ekonomi yang mungkin dikendalikan

di masa depan, memprediksi kapasitas perusahaan dalam menghasilkan arus kas dan sumber daya yang ada, dan merumuskan pertimbangan tentang efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan tambahan sumber daya.

Selain laba, arus kas juga dapat digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan. Informasi arus dapat memberikan informasi yang berguna untuk mengevaluasi perubahan aktiva bersih perusahaan, struktur keuangan (termasuk likuiditas dan solvabilitas), dan kemampuan untuk mempengaruhi jumlah serta waktu arus kas dalam rangka adaptasi dengan perubahan keadaan dan peluang. Selain itu, informasi arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas, menilai dan membandingkan nilai sekarang arus kas masa depan dari berbagai perusahaan, dan meningkatkan daya banding pelaporan kinerja operasi berbagai perusahaan.

Penelitian tentang kandungan informasi laba dan arus kas telah banyak dilakukan, diantaranya oleh Cheng dkk. (1997), Parawiyati dan Baridwan (1998), Asyik (1999), Gunawan dan Bandi (2000), Triyono dan Hartono (2000), Kurniawan dan Indriantoro (2000), Syafriadi (2000), Barth dkk. (2001), dan Rohman (2001). Penelitian-penelitian tersebut hanya memperhatikan kandungan informasi suatu pengumuman tanpa memperhatikan kondisi ekonomi dan prospek perusahaan di masa depan. Atmini (2002) berpendapat bahwa informasi keuangan akan menjadi lebih superior jika mampu memberikan gambaran kondisi ekonomi serta prospek perusahaan di masa depan. Kondisi ekonomi dan prospek perusahaan akan tercermin dalam strategi yang diterapkan perusahaan.

Penelitian tentang kandungan informasi yang memperhatikan strategi perusahaan jumlahnya masih terbatas di Indonesia. Penelitian-penelitian tersebut antara lain dilakukan oleh Habbe dan Hartono (2000) dan Atmini (2002). Habbe dan Hartono (2000) meneliti tentang pengukuran kinerja akuntansi perusahaan *prospecter* dan *defender*, serta hubungannya dengan harga saham. Atmini (2002) meneliti tentang asosiasi antara siklus hidup perusahaan dengan *incremental value-relevance* informasi laba dan arus kas.

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh informasi laba, arus kas operasi, arus kas investasi, dan arus kas pendanaan terhadap *return* saham perusahaan *prospecter* dan *defender* serta perbedaan pengaruh informasi laba, arus kas operasi, arus kas investasi, dan arus kas pendanaan perusahaan *prospecter* dan *defender*.

Penelitian ini menggunakan pendekatan *life cycle theory* untuk membantu menjelaskan strategi adaptasi. Porter (1980, 161) menjelaskan bahwa tiap fase dalam *product life cycle* akan berpengaruh terhadap strategi, kompetisi, dan kinerja perusahaan.

Penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan Atmini (2002). Namun, penelitian ini mempunyai beberapa perbedaan dengan Atmini (2002). Penelitian ini menggunakan *product life cycle* untuk mengidentifikasi strategi adaptasi organisasi. Data yang digunakan adalah laporan keuangan setelah tahun 1995, dimana perusahaan diwajibkan melaporkan arus kas sebagai bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan, sedangkan Atmini (2002) menggunakan data laporan keuangan tahun 1989 – 1996. Berbeda dengan Atmini (2002), pengkalsifikasian perusahaan menjadi *prospecter* dan *defender* menggunakan *common factor analysis*.

II. KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kandungan Informasi

Suatu pengumuman mempunyai kandungan informasi jika pasar bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mempunyai kandungan informasi tidak memberikan *abnormal return* (Jogiyanto, 2003: 410).

Penelitian tentang kandungan informasi laba dan arus kas telah banyak dilakukan dengan hasil yang bervariasi. Cheng dkk. (1997) menemukan bahwa laba dan arus kas operasi estimasian dan laporan (*estimated and reported operating cash flows*) secara individual mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan *unexpected returns*. Parawiyati dan Baridwan (1998) menunjukkan bahwa laba dan arus kas adalah signifikan untuk dijadikan prediktor laba dan arus kas masa depan. Asyik (1999) meneliti kandungan informasi rasio arus kas. Hasilnya menunjukkan bahwa rasio arus kas memberikan tambahan terhadap hubungan antara rasio dengan *return* saham. Gunawan dan Bandi (2000) menemukan bahwa sebelum krisis, arus kas *bad news* dan laba *good news* yang secara nyata signifikan berpengaruh terhadap harga saham. Selama krisis moneter, total arus kas, arus kas *good news*, total laba, laba *good news*, dan laba *bad news* secara nyata signifikan berpengaruh terhadap harga saham. Triyono dan Hartono (2000) menunjukkan bahwa komponen arus kas mempunyai kandungan informasi terhadap harga saham. Barth dkk. (2001) menemukan hubungan yang signifikan antara komponen-komponen akrual dengan arus kas masa depan. Pemisahan *earnings* menjadi arus kas dan komponen-komponen komponen-komponen akrual secara signifikan meningkatkan kemampuan prediktif *earnings* dalam memproduksi arus kas masa depan. Pemisahan arus kas dari *aggregate accruals* secara signifikan meningkatkan kemampuan prediksi relatif terhadap *aggregate earnings*.

Sementara itu, Kurniawan dan Indriantoro (2000) tidak berhasil menunjukkan hubungan antara komponen *earnings* dengan *return* saham. Triyono dan Hartono (2000) dalam pengujian menggunakan model *return* tidak dapat menunjukkan hubungan antara total arus kas dan laba akuntansi dengan *return* saham.

Kandungan Informasi Laba Perusahaan Prospector dan Defender

Laporan laba rugi adalah laporan yang mengukur kesuksesan suatu perusahaan untuk suatu periode tertentu. Komunitas bisnis dan investasi menggunakan laporan ini untuk menentukan profitabilitas, nilai investasi, dan kepercayaan (*credit worthiness*) (Kieso dkk, 2001:130-132). Jadi perusahaan yang mencatatkan laba dapat dikatakan sebagai perusahaan yang sukses. Kesuksesan ini berarti perusahaan memperoleh tambahan sumber daya ekonomi, peningkatan kapasitas menghasilkan arus kas dan sumber daya lain, dan efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan tambahan sumber daya.

Van Horne dan Wachowicz (1997:4) menyatakan bahwa kesuksesan suatu bisnis dinilai berdasarkan dampak yang ditimbulkan terhadap harga saham.

Harga saham menunjukkan penilaian sentral dari seluruh pelaku pasar dan terhadap nilai perusahaan itu.

Perusahaan *prospector* berintensitas tinggi dalam fase pertumbuhan. Pada fase ini perusahaan memiliki kemampuan menciptakan *margin* dan pertumbuhan laba yang relatif tinggi. Hal ini disebabkan perusahaan sudah memperoleh pangsa pasar.

Pada fase kedewasaan, dimana perusahaan *defender* berada, pangsa pasar ini semakin menguat (Atmini, 2002). Akibatnya laba yang diperoleh perusahaan lebih tinggi daripada perusahaan *prospector*, tetapi mempunyai pertumbuhan laba yang lebih kecil.

Meskipun terdapat perbedaan antara *prospector* dan *defender* dalam hal pertumbuhan laba dan pertumbuhan penjualan (Habbe dan Hartono, 2000), kedua tipe perusahaan tersebut mampu menghasilkan laba yang positif. Hal ini menunjukkan kondisi ekonomi perusahaan yang baik. Perbedaan ini diduga akan mendapat respon pasar yang berbeda.

Atmini (2002) menemukan bahwa pada fase pertumbuhan laba berpengaruh secara signifikan dan berhubungan positif dengan nilai pasar ekuitas, tetapi tidak dapat menunjukkan hubungan antara laba dan nilai pasar ekuitas pada tahap kedewasaan.

Berdasarkan uraian diatas, maka disusun hipotesis sebagai berikut:

- H₁: Pada perusahaan bertipe *prospector*, laba berpengaruh dan berhubungan positif dengan *return* saham.
- H₂: Pada perusahaan bertipe *defender*, laba berpengaruh berhubungan positif dengan *return* saham.
- H₃: Terdapat perbedaan pengaruh laba terhadap *return* saham perusahaan bertipe *prospector* dan pengaruh laba terhadap *return* saham perusahaan bertipe *defender*.

Kandungan Informasi Arus Kas Operasi Perusahaan Prospector dan Defender

Perusahaan *prospector* tergolong perusahaan yang berada pada fase pertumbuhan. Pada fase ini perusahaan sudah dapat menghasilkan arus kas operasi positif. Arus kas operasi positif mencerminkan kondisi perusahaan yang baik sehingga nilai pasar ekuitas juga tinggi. Oleh sebab itu arus kas operasi diharapkan berpengaruh dan berhubungan positif dengan nilai pasar ekuitas.

Perusahaan *defender* tergolong perusahaan yang berada pada fase kedewasaan. Pada fase ini arus kas operasi akan lebih besar daripada arus kas operasi pada perusahaan *prospector* karena pangsa pasar lebih kuat. Arus kas operasi yang positif mencerminkan kondisi perusahaan yang baik sehingga nilai perusahaan juga tinggi. Maka dari itu diharapkan arus kas operasi berhubungan positif dengan nilai pasar ekuitas (Atmini, 2002).

Meskipun arus kas operasi perusahaan *prospector* dan *defender* bernilai positif, namun keduanya mempunyai pertumbuhan penjualan yang berbeda. Penjualan merupakan elemen arus kas operasi yang cukup penting. Habbe dan Hartono (2000) menemukan bahwa rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan *prospector* lebih besar dibanding rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan *defender*. Perbedaan ini diduga akan mendapat respon pasar yang berbeda.

Atmini (2002) menemukan bahwa pada fase pertumbuhan dan kedewasaan arus kas operasi tidak berhubungan dengan nilai pasar ekuitas. Tetapi Black

(1998) dalam Atmini (2002) menunjukkan bahwa arus kas operasi berhubungan positif dengan nilai pasar ekuitas pada fase pertumbuhan dan kedewasaan.

Berdasarkan uraian diatas, maka disusun hipotesis sebagai berikut:

- H₄: Pada perusahaan bertipe *prospector*, arus kas operasi berpengaruh dan berhubungan positif dengan *return* saham.
- H₅: Pada perusahaan bertipe *defender*, arus kas operasi berpengaruh dan berhubungan positif dengan *return* saham.
- H₆: Terdapat perbedaan pengaruh arus kas operasi terhadap *return* saham perusahaan bertipe *prospector* dan pengaruh arus kas operasi terhadap *return* saham perusahaan bertipe *defender*.

Kandungan Informasi Arus Kas Investasi Perusahaan Prospector dan Defender

Perusahaan *prospector* mempunyai karakter pengejaran pertumbuhan penjualan dan peningkatan pangsa pasar melalui inovasi-inovasi produk baru yang berbeda dengan pesaingnya (Miles dan Snow, 1978). Untuk itu, perusahaan *prospector* memerlukan investasi yang besar sehingga arus kas investasi bernilai negatif. Arus kas investasi yang negatif ini menunjukkan mempunyai kesempatan tumbuh dan mempunyai prospek yang baik di masa depan sehingga pasar akan meresponnya sebagai *good news* dan meningkatkan nilai saham perusahaan.

Perusahaan *defender*, yang mempunyai *domain product-market* yang terbatas, berusaha untuk melakukan integrasi vertikal demi terciptanya efisiensi. Hal ini memerlukan investasi yang besar (Miles dan Snow, 1978) sehingga arus kas investasi menjadi negatif. Arus kas yang negatif ini mencerminkan bahwa perusahaan masih memiliki peluang melakukan investasi, memiliki kesempatan tumbuh, dan prospek yang baik di masa depan (Atmini, 2002) sehingga pasar akan meresponnya sebagai *good news* dan meningkatkan nilai saham perusahaan.

Meskipun arus kas investasi perusahaan *prospector* dan *defender* bernilai negatif, namun keduanya mempunyai aktivitas investasi yang berbeda. Perusahaan *prospector*, yang merupakan perusahaan yang bertumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi (Kallapur dan Trombley, 1999) dalam Fitrijanti dan Hartono (2002). Hal ini berakibat adanya perbedaan antara arus kas perusahaan *prospector* dan *defender*. Perbedaan ini diduga akan mendapat respon pasar yang berbeda.

Apabila kedua tipe perusahaan dihubungkan dengan *product life cycle*, *prospector* pada fase pertumbuhan dan *defender* pada tahap kedewasaan, menurut Atmini (2002) pada tahap pertumbuhan arus kas investasi tidak berhubungan dengan nilai pasar ekuitas, sedangkan pada fase kedewasaan arus kas investasi berpengaruh dan berhubungan negatif dengan nilai pasar ekuitas.

Berdasarkan uraian diatas, maka disusun hipotesis sebagai berikut:

- H₇: Pada perusahaan bertipe *prospector*, arus kas investasi berpengaruh dan berhubungan negatif dengan *return* saham.
- H₈: Pada perusahaan bertipe *defender*, arus kas investasi berpengaruh dan berhubungan negatif dengan *return* saham.
- H₉: Terdapat perbedaan pengaruh arus kas investasi terhadap *return* saham perusahaan bertipe *prospector* dan pengaruh arus kas investasi terhadap *return* saham perusahaan bertipe *defender*.

Kandungan Informasi Arus Kas Pendanaan Perusahaan Prospector dan Defender

Perusahaan *prospector* yang selalu mengejar pertumbuhan penjualan dan peningkatan pangsa pasar dengan inovasi-inovasi produk baru (Miles dan Snow, 1978) memerlukan pendanaan yang besar. Dana yang besar tersebut dapat diperoleh dari hutang atau dari saldo laba. Perusahaan yang tumbuh seperti ini mempunyai kebijakan pendanaan eksternal yang kecil dan menggunakan dana internal untuk membiayai investasinya dengan menerapkan pembayaran dividen yang kecil (Subekti dan Kusuma, 2001). Hal ini menyebabkan arus kas pendanaan bernilai positif. Arus kas pendanaan yang positif ini menunjukkan perusahaan mempunyai kesempatan untuk tumbuh. Hal ini diharapkan akan direpon positif oleh pasar.

Perusahaan *defender* yang mengutamakan efisiensi tetap memerlukan dana yang besar untuk melakukan integrasi vertikal dan inovasi teknologi yang efisien (Miles dan Snow, 1978), walaupun berada dalam posisi yang mampu menghasilkan arus kas operasi positif. Arus kas pendanaan yang positif akan mendukung langkah perusahaan melakukan efisiensi. Hal ini diharapkan akan direspon positif oleh pasar.

Meskipun kedua tipe perusahaan tersebut memerlukan arus kas pendanaan yang besar, perusahaan *prospector* membagikan dividen kepada investor atau pemegang saham yang lebih kecil dibanding perusahaan *defender*. Hal ini dikarenakan perusahaan *prospector* melakukan reinvestasi dalam *capital expenditure*, riset dan pengembangan produk, dan pengembangan tenaga kerja (Ittner dkk, 1997 dalam Habbe dan Hartono, 2000). Habbe dan Hartono (2000) juga berpendapat bahwa perusahaan yang masih berada pada fase pertumbuhan akan membagikan dividen yang lebih kecil kepada pemegang saham dan akan membesar dalam fase kedewasaan. Perbedaan ini diduga akan mengakibatkan respon pasar yang berbeda terhadap arus kas pendanaan perusahaan *prospecto* dan *defender*.

Apabila kedua tipe perusahaan dihubungkan dengan *product life cycle*, *prospector* pada fase pertumbuhan dan *defender* pada tahap kedewasaan, Atmini (2002) menemukan bahwa pada fase pertumbuhan arus kas pendanaan berpengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan nilai pasar ekuitas, sedangkan pada fase kedewasaan arus kas pendanaan tidak berhubungan dengan nilai pasar ekuitas.

Berdasarkan ekspektasi diatas, maka disusun hipotesis sebagai berikut:
H₁₀: Pada perusahaan *prospector*, arus kas pendanaan berpengaruh dan berhubungan positif dengan *return* saham.

H₁₁: Pada perusahaan *defender*, arus kas pendanaan berpengaruh dan berhubungan positif dengan *return* saham.

H₁₂: Terdapat perbedaan pengaruh arus kas pendanaan terhadap *return* saham perusahaan bertipe *prospector* dan pengaruh arus kas pendanaan terhadap *return* saham perusahaan bertipe *defender*.

III. METODE PENELITIAN

Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang

terpilih berdasarkan *purposive sampling*. Tujuannya adalah untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah:

- Sampel adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ tahun 2001 dan sebelumnya,
- Sampel adalah perusahaan pemanufakturan.
- Sampel adalah perusahaan yang memberikan laporan keuangan tahun 2002.
- Sampel adalah perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai perusahaan bertipe *prospector* dan *defender*.

Berdasarkan kriteria tersebut, terpilih 100 perusahaan sampel yang terdiri dari 50 perusahaan bertipe *prospector* dan 50 perusahaan bertipe *defender*.

Tabel 3.1
Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah
Perusahaan Terdaftar di BEJ sampai tahun 2002	329
Terdaftar setelah tahun 2001	(3)
Perusahaan Terdaftar di BEJ sampai tahun 2001	326
Perusahaan Bukan Manufaktur	(174)
Perusahaan Manufaktur	152
Tidak termasuk perusahaan <i>prospector</i> dan <i>defender</i>	(52)
Perusahaan yang terpilih sebagai sampel (masing-masing 50 <i>prospector</i> dan 50 <i>defender</i>)	100

Sumber: data diolah

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu:

- Laporan keuangan tahunan auditan dari *www.jsx.co.id*,
- Tanggal publikasi laporan keuangan dari Harian Bisnis Indonesia,
- Jumlah saham beredar dari *Indonesian Capital Market Directory*,
- Harga saham harian dari *www.jsx.co.id*,
- Jumlah karyawan perusahaan sampel dari *Indonesian Capital Market Directory*.

Metode Pengklasifikasian Perusahaan Bertipe *Prospector* dan *Deefender*

Penentuan sampel yang tergolong *prospector* atau *defender* ditentukan dengan 4 proksi, yaitu: jumlah karyawan dibagi total penjualan (KARPEN) (Habbe dan Hartono, 2000), *price to book value* (Ittner dkk, 1997) dalam (Habbe dan Hartono, 2000), *capital expenditure* dibagi dengan *total asset* (CETA) (Skinner, 1993, Kallapur dan Trombley, 1999) dalam (Habbe dan Hartono, 2000), *capital expenditure* dibagi dengan *market value of equity* (CEMVE) (Habbe dan Hartono, 2000). Nilai keempat variabel ini kemudian dianalisis dengan *common factor analysis*.

Variabel indikator yang digunakan sebagai proksi perusahaan bertipe *prospector* dan *defender* dapat dirumuskan sebagai berikut (Habbe dan Hartono 2000):

$$\begin{aligned} \text{KARPEN} &= \text{KAR}/\text{PEN} \\ \text{PBV} &= \text{MV}/\text{BV} \\ \text{CETA} &= (\text{CE}_t - \text{CE}_{t-1})/\text{TA}_{t-1} \\ \text{CEMVE} &= (\text{CE}_t - \text{CE}_{t-1})/\text{MVE}_{t-1} \end{aligned}$$

Notasi:

KAR	= Jumlah karyawan
PEN	= Total penjualan
MV	= Harga pasar perlembar saham
BV	= Nilai buku perlembar saham
CE_t	= <i>Capital expenditure</i> tahun t
CE_{t-1}	= <i>Capital expenditure</i> tahun t-1
MVE_{t-1}	= Nilai pasar ekuitas akhir tahun t-1 (jumlah saham beredar dikali dengan harga pasar saham)
TA_{t-1}	= Total aset tahun t-1

Pengelompokan perusahaan ke dalam perusahaan *prospector* dan *defender* menggunakan *common factor analysis* dilakukan berdasarkan skor faktor. Sepertiga skor faktor terkecil digolongkan sebagai perusahaan *defender* dan sepertiga skor faktor terbesar digolongkan sebagai perusahaan *prospector* (Habbe dan Hartono, 2000).

Variabel Penelitian

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *abnormal return* perusahaan sampel. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi, yang dirumuskan sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Notasi:

$AR_{i,t}$	= <i>abnormal return</i>
$R_{i,t}$	= <i>return</i> sesungguhnya
$E[R_{i,t}]$	= <i>return</i> ekspektasi

3.3.1.1 Pengkoreksian Beta

Beta untuk pasar modal yang berkembang perlu disesuaikan. Alasannya adalah beta yang belum disesuaikan masih merupakan beta yang bias disebabkan oleh perdagangan yang tidak sinkron (*non-synchronous trading*). Perdagangan yang tidak sinkron ini terjadi di pasar yang transaksinya perdagangannya jarang terjadi (Jogiyanto, 2003:299). Hartono (1999) dalam Habbe dan Hartono (2000) menemukan bukti empiris bahwa beta sekuritas di Bursa Efek Jakarta adalah bias.

Beta yang bias akan mengakibatkan bias dalam menghitung *return* ekspektasi. Maka dari itu beta dikoreksi hingga mendekati beta yang sebenarnya. Metode yang digunakan untuk mengoreksi beta yang bias adalah metode Fowler dan Rorke (Jogiyanto, 2003:319-324). Pengkoreksian beta ini menggunakan empat periode *lag* dan *lead*.

Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah laba, arus kas operasi, arus kas investasi, dan arus kas pendanaan. Variabel-variabel tersebut didefinisikan sebagai berikut:

- Laba adalah laba sebelum pajak, tidak termasuk *extraordinary items* dan *discontinued operations*.
- Arus kas operasi adalah arus kas dari aktivitas penghasil utama perusahaan aktivitas lain yang tidak termasuk aktivitas investasi dan pendanaan.

- Arus kas investasi adalah arus kas dari perolehan dan pelepasan aktiva jangka panjang serta investasi lain yang tidak termasuk setara kas.
- Arus kas pendanaan adalah arus kas dari aktivitas yang mengakibatkan perubahan dalam jumlah serta komposisi modal dan pinjaman perusahaan.

Metode Analisis

Metode yang digunakan untuk menguji pengaruh informasi laba dan komponen-komponen arus kas adalah regresi linier berganda. Model yang digunakan untuk menguji $H_1, H_2, H_4, H_5, H_7, H_8, H_{10}$, dan H_{11} adalah: (Habbe dan Hartono, 2000)

$$CAR_{it} = \hat{\alpha}_i (\hat{\alpha} + \hat{\alpha}_1 LB_{it} + \hat{\alpha}_2 AKO_{it} + \hat{\alpha}_3 AKI_{it} + \hat{\alpha}_4 AKP_{it}) + \hat{\alpha}$$

Notasi:

CAR_{it} = *cumulative abnormal return saham* i pada waktu t

LB_{it} = laba perusahaan i pada tahun t

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

AKI_{it} = arus kas investasi perusahaan i pada tahun t

AKP_{it} = arus kas pendanaan perusahaan i pada tahun t

$\hat{\alpha}_i$ = *dummy variable*, 0 (nol) untuk perusahaan *defender* dan 1 (satu) untuk perusahaan *prospector*.

$\hat{\alpha}$ = kesalahan

Untuk menguji perbedaan pengaruh informasi laba arus kas operasi, arus kas investasi, dan arus kas pendanaan kas perusahaan *prospector* dan *defender*, yaitu H_3, H_6, H_9 , dan H_{12} digunakan uji t. Model yang digunakan mengacu pada Tuasikal (2002) sebagai berikut:

$$t = \frac{\beta_k^{(1)} - \beta_k^{(2)}}{\sqrt{\frac{SSE^{(1)} + SSE^{(2)}}{df^{(1)} + df^{(2)}} \frac{(\beta_k^{(1)})^2 (df^{(1)})^2}{(t^{(1)})^2 (SSE^{(1)})} + \frac{(\beta_k^{(2)})^2 (df^{(2)})^2}{(t^{(2)})^2 (SSE^{(2)})}}$$

Notasi:

t = nilai t hitung

$\hat{\alpha}_k^{(1)}$ dan $\hat{\alpha}_k^{(2)}$ = parameter estimasi untuk regresi perusahaan *prospector* dan perusahaan *defender*

$SSE^{(1)}$ dan $SSE^{(2)}$ = sum of square error regresi perusahaan *prospector* dan *defender*

$df^{(1)}$ dan $df^{(2)}$ = degree of freedom regresi perusahaan *prospector* dan *defender*

$t^{(1)}$ dan $t^{(2)}$ = t-statistik regresi perusahaan *prospector* dan *defender*

Selanjutnya t hitung dibandingkan dengan nilai t tabel. Jika nilai t hitung lebih besar secara absolut dari t tabel, maka terdapat perbedaan yang signifikan.

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik digunakan untuk menghasilkan nilai parameter model penduga yang sah. Uji asumsi klasik meliputi uji normalitas, autokorelasi, multikolinearitas, dan heteroskedastisitas.

Uji normalitas dilakukan dengan *Kolmogorov-Smirnov Goodness of Fit Test*. Uji autokorelasi dilakukn dengan uji *Durbin Watson*. Uji multikolinearitas dilakukan dengan melihat *Variance Inflation Factor (VIF)*. Uji heteroskedastisitas menggunakan uji Park.

IV. HASIL ANALISIS

Pengujian Asumsi Klasik

Hasil uji asumsi klasik menunjukkan bahwa semua data telah lolos uji asumsi klasik, yang meliputi uji normalitas, autokorelasi, multikolinearitas, dan heteroskedastisitas. Dalam uji normalitas, variabel CAR terlihat tidak berdistribusi normal, namun berdasarkan *cantral limit theorem*, bahwa jumlah data diatas 30 bisa dikatakan sebagai data yang normal sehingga bisa dilakukan regresi linear berganda.

Tabel 4.1
Uji Asumsi Klasik

	Uji Normalitas	Uji autokorelasi			Uji Multikolinearitas	Uji Heteroskedastisitas
	K-S test	D-W test			VIF	Uji Park
	2-tailed p	du	d	4-du		Sig. t
Defender						
CAR	0.003					
LB	0.978				2.028	0.175
AKO	0.993	1.77	1.962	2.23	2.193	0.684
AKI	0.782				1.729	0.589
AKP	0.756				1.527	0.175
Prospector						
CAR	0.000					
LB	0.828				2.239	0.074
AKO	0.913	1.77	1.862	2.23	3.771	0.659
AKI	0.794				1.664	0.695
AKP	0.840				2.209	0.074

Sumber data : Data sekunder yang diolah

Pengujian Hipotesis Perusahaan *Prospector*

Tabel 4.2
Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis Perusahaan *Prospector*

	Hipotesis Alternative (Ha)	Nilai
H1	Variabel LB berpengaruh dan berhubungan positif terhadap CAR	t = -4.306 Sig t = 0.000 t _{tabel} = 2.000
H4	Variabel AKO berpengaruh dan berhubungan positif terhadap CAR	t = 2.732 Sig t = 0.009 t _{tabel} = 2.000
H7	Variabel AKI berpengaruh dan berhubungan negatif terhadap CAR	t = 1.121 Sig t = 0.268 t _{tabel} = 2.000
H10	Variabel AKP berpengaruh dan berhubungan positif terhadap CAR	t = -1.555 Sig t = 0.127 t _{tabel} = 2.000

Sumber data : Data sekunder yang diolah

* signifikan pada Level 5 %

Hasil analisis regresi berganda menunjukkan variabel LB berpengaruh secara *signifikan* terhadap CAR namun koefisien regresinya menunjukkan nilai negatif. Dengan demikian pengujian menunjukkan H_1 ditolak.

Apabila kedua tipe perusahaan dihubungkan dengan *product life cycle*, *prospector* pada fase pertumbuhan dan *defender* pada tahap kedewasaan, maka hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Atmini (2002) yang menemukan bahwa pada tahap pertumbuhan, laba berpengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan nilai pasar ekuitas. Hal ini menunjukkan bahwa dalam melakukan investasi pada perusahaan *prospector*, investor memperhatikan laba. Sedangkan hubungan yang negatif ini kemungkinan disebabkan oleh karakteristik perusahaan *prospector* yang lebih mengutamakan pengembangan produk dan pasar dibandingkan profitabilitas (Miles dan Snow, 1978: 56). Meskipun laba perusahaan ini bernilai negatif, investor memandang perusahaan memiliki kesempatan tumbuh yang besar dan potensi laba positif di masa depan.

Variabel AKO berpengaruh secara signifikan terhadap CAR dan koefisien regresinya menunjukkan nilai positif (0.533). Dengan demikian pengujian menunjukkan H_4 tidak ditolak. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Atmini (2002) yang menemukan bahwa pada tahap pertumbuhan, arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap nilai pasar ekuitas. Hal ini menunjukkan bahwa dalam melakukan investasi pada perusahaan *prospector*, investor memperhatikan arus kas operasi. Arus kas operasi yang positif menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari aktivitas penghasil pendapatan utama (*primary revenue producing activities*).

Variabel AKI tidak berpengaruh secara *signifikan* terhadap CAR meskipun koefisien regresinya menunjukkan nilai positif (0.165). Dengan demikian pengujian menunjukkan H_7 ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan Atmini (2002) yang menemukan bahwa pada tahap pertumbuhan, arus kas investasi tidak berpengaruh terhadap nilai pasar ekuitas.

Variabel AKP tidak berpengaruh secara *signifikan* terhadap CAR dan koefisien regresinya menunjukkan nilai negatif (-0.219). Dengan demikian pengujian menunjukkan H_{10} ditolak. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Atmini (2002) yang menemukan bahwa pada tahap pertumbuhan, arus kas pendanaan berpengaruh dan berhubungan positif dengan nilai pasar ekuitas.

Pengaruh yang tidak signifikan AKI dan AKP terhadap CAR menunjukkan bahwa investor tidak menilai informasi arus kas investasi dan pendanaan sebagai informasi yang penting dalam melakukan investasi pada perusahaan *prospector*. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh adanya variabel-variabel lain yang diperhatikan oleh investor, misalnya: pengumuman dividen, merger, dan informasi-informasi lain termasuk informasi non keuangan. Kemungkinan lain adalah periode penelitian yang pendek menyebabkan *power of testnya* rendah.

Pengujian Hipotesis Perusahaan *Defender*

Tabel 4.3
Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis Perusahaan *Defender*

	Hipotesis Alternative (H_a)	Nilai
H2	Variabel LB berpengaruh berhubungan positif terhadap CAR	t = -0.292 Sig t = 0.772 t _{tabel} = 2.000
H5	Variabel AKO berpengaruh dan berhubungan positif terhadap CAR	t = -0.871 Sig t = 0.388 t _{tabel} = 2.000
H8	Variabel AKI berpengaruh dan berhubungan negatif terhadap CAR	t = -0.591 Sig t = 0.558 t _{tabel} = 2.000
H11	Variabel AKP berpengaruh dan berhubungan positif terhadap CAR	t = 3.149* Sig t = 0.003 t _{tabel} = 2.000

Sumber data : Data sekunder yang diolah

* signifikan pada Level 5 %

Variabel LB tidak berpengaruh secara *signifikan* terhadap CAR. Dengan demikian pengujian menunjukkan H₂ ditolak. Apabila kedua tipe perusahaan dihubungkan dengan *product life cycle*, *prospector* pada fase pertumbuhan dan *defender* pada tahap kedewasaan, maka hasil penelitian ini konsisten dengan Atmini (2002) yang menemukan bahwa pada tahap kedewasaan, laba tidak berpengaruh terhadap nilai pasar ekuitas.

Variabel AKO tidak berpengaruh secara *signifikan* terhadap CAR. Dengan demikian pengujian menunjukkan H₅ ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan Atmini (2002) yang menemukan bahwa pada tahap kedewasaan, arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap nilai pasar ekuitas.

Variabel AKI tidak berpengaruh secara *signifikan* terhadap CAR. Dengan demikian pengujian menunjukkan H₈ ditolak. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Atmini (2002) yang menemukan bahwa pada tahap kedewasaan, arus kas investasi berpengaruh dan berhubungan negatif dengan nilai pasar ekuitas.

Pengaruh yang tidak signifikan LB, AKO dan AKI terhadap CAR menunjukkan bahwa investor tidak menilai informasi laba, arus kas operasi dan arus kas investasi sebagai informasi yang penting dalam melakukan investasi pada perusahaan *defender*. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh adanya variabel-variabel lain yang diperhatikan oleh investor, misalnya: pengumuman dividen, merger, dan informasi-informasi lain termasuk informasi non keuangan. Kemungkinan lain adalah periode penelitian yang pendek menyebabkan *power of test*nya rendah.

Variabel AKP berpengaruh secara *signifikan* terhadap CAR dan koefisien regresinya menunjukkan nilai positif (0.217). Dengan demikian pengujian menunjukkan H₁₁ tidak ditolak. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Atmini (2002) yang menemukan bahwa pada tahap kedewasaan, arus kas pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai pasar ekuitas.

Hal ini menunjukkan bahwa investor perusahaan *defender* memperhatikan arus kas pendanaan dalam melakukan investasi. Perusahaan yang mempunyai arus kas pendanaan yang positif akan dapat membiayai investasi yang besar dalam melakukan integrasi vertikal dan pembelian alat-alat berteknologi tinggi yang membuat perusahaan semakin efisien. Ini menunjukkan prospek perusahaan yang baik dan informasi ini direspon positif oleh investor.

Uji beda reaksi pasar perusahaan *prospector* dan *defender*

Tabel 4.4
Hasil Uji Beda

Sumber: data sekunder diolah
* signifikan pada level 5%

Uji t menunjukkan bahwa ada perbedaan pengaruh Laba (LB), arus kas operasi (AKO), arus kas investasi (AKI), dan arus kas pendanaan (AKP), secara parsial, terhadap *return* saham perusahaan bertipe *prospector* dan perusahaan bertipe *defender*. Hal ini berarti dalam merespon laba, arus kas operasi, investasi, dan pendanaan investor memperhatikan kondisi ekonomi perusahaan yang tercermin dalam strategi *prospector* dan *defender*.

Hasil pengujian ini berbeda dengan penemuan Habbe dan Hartono (2000) yang menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan reaksi pasar antara perusahaan *prospector* dan perusahaan *defender*. Perbedaan ini kemungkinan disebabkan oleh perbedaan variabel yang digunakan dalam melihat reaksi pasar. Habbe

Arus kas investasi dan arus kas pendanaan yang tidak berpengaruh signifikan terhadap menunjukkan bahwa investor tidak menilai informasi tersebut sebagai informasi yang penting dalam melakukan investasi. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh adanya variabel-variabel lain yang diperhatikan oleh investor, misalnya: pengumuman dividen, merger, dan informasi-informasi lain termasuk informasi non keuangan.

Kedua, pada perusahaan *defender*, arus kas pendanaan berpengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan CAR, sedangkan laba, arus kas operasi, dan arus kas investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap CAR. Hal ini menunjukkan bahwa investor perusahaan *defender* memperhatikan arus kas pendanaan dalam melakukan investasi. Perusahaan yang mempunyai arus kas pendanaan yang positif akan dapat membiayai investasi yang besar dalam

melakukan integrasi vertikal dan pembelian alat-alat berteknologi tinggi yang membuat perusahaan semakin efisien. Ini menunjukkan prospek perusahaan yang baik dan informasi ini direspon positif oleh investor.

Pengaruh laba arus kas operasi, dan arus kas investasi yang tidak signifikan terhadap CAR menunjukkan investor tidak memperhatikan informasi-informasi tersebut. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh adanya variabel-variabel lain yang diperhatikan oleh investor, misalnya: pengumuman dividen, merger, dan informasi-informasi lain termasuk informasi non keuangan.

Ketiga, uji beda menunjukkan bahwa informasi laba, arus kas operasi, investasi, dan pendanaan perusahaan *prospector* dan *defender* yang direspon berbeda oleh pasar. Hal ini berarti dalam merespon laba, arus kas operasi, investasi, dan pendanaan investor memperhatikan kondisi ekonomi perusahaan yang tercermin dalam strategi *prospector* dan *defender*.

Keempat, secara keseluruhan penelitian ini menunjukkan bahwa informasi laba, arus kas operasi, investasi, dan pendanaan akan lebih bermanfaat jika pengguna mempertimbangkan kondisi ekonomi perusahaan. Laba dan arus kas operasi mempunyai kandungan informasi pada perusahaan yang menganut strategi *prospector* sedangkan arus kas pendanaan mempunyai kandungan informasi pada perusahaan yang menganut strategi *defender*. Selain itu, informasi laba, arus kas operasi, investasi, dan pendanaan akan lebih superior jika direspon dengan mempertimbangkan strategi adaptasi perusahaan.

Keterbatasan Penelitian

Pertama, penelitian ini menggunakan periode yang pendek yaitu satu tahun yaitu tahun 2002. Periode penelitian yang hanya satu tahun tergolong cukup pendek untuk mengetahui dengan baik kemampuan laba dan komponen-komponen arus kas dalam mempengaruhi *return* saham.

Kedua, besarnya faktor-faktor di luar laba dan komponen-komponen arus kas yang berpengaruh terhadap *return* saham. Hal ini ditunjukkan dengan nilai R^2 sebesar 0.323 untuk perusahaan *prospector* dan sebesar 0.19 untuk perusahaan *defender*.

Ketiga, sampel hanya dibatasi pada perusahaan manufaktur sehingga hasil penelitian tidak dapat digunakan sebagai dasar generalisasi.

Saran

Dengan memperhatikan keterbatasan dalam penelitian ini, penelitian selanjutnya hendaknya; pertama, menggunakan periode penelitian yang lebih panjang agar lebih mengetahui dengan baik kemampuan laba dan komponen-komponen arus kas dalam mempengaruhi *return* saham. Kedua, menambah variabel selain laba dan komponen-komponen arus kas. Ketiga, menggunakan sampel selain perusahaan manufaktur untuk melihat generalisasi hasil penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Algifari, 2000. *Statistika Induktif untuk Ekonomi dan Bisnis*. Yogyakarta, UPP AMP YKPN.
- Asyik, Nur Fadrijih, 1999. Tambahan 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.
- Barth, Mary E., Donald P. Cram, dan Karen K. Nelson, 2001. Accruals and the prediction of future cash flows. *The accounting review*, vol. 76 no. 1.
- Cheng, Agnes C.S, Chao-Shin Liu, dan Thomas F. Schaefer, 1997. The Value-Relevance of SFAS No. 95 Cash Flows from Operations as Assessed by Security Market Effect. *Accounting Horizons*, vol. 11 no. 2.
- Dajan, Anto, 1986. *Pengantar Metode Statistik*. Jilid I. Jakarta, LP3ES.
- Dess, Gregory G.; G.T. Lumpkin, 2003. *Strategic Management: creating Competitive Advantage*. New York, McGraw-Hill/Irwin.
- Fitrijanti, Tettet dan Jogiyanto Hartono M, 2002. Set Kesempatan Investasi: Konstruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol. 5, no.1.
- Gujarati, Damodar, 1978. *Ekonometrika Dasar diterjemahkan oleh Sumarno Zain*. Jakarta, Erlangga.
- Gunawan, dan Bandi, 2000. Analisis Kandungan Infoemasi Laporan Arus Kas. *Simposium Nasional Akuntansi 3*.
- Habbe, Abd. Hamid, dan Jogiyanto Hartono, 2000. Studi Terhadap Pengukuran Kinerja Akuntansi Perusahaan Prospektor dan Defender, dan Hubungannya dengan Harga Saham: Analisis dengan Pendekatan *Life Cycle Theory*. *Simposium Nasional Akuntansi 3*.
- Ikatan Akuntan Indonesia, 2002. *Standar Akuntansi Keuangan per 1 April 2002*. Jakarta, Salemba Empat.
- Indriantoro, Nur, dan Bambang Supomo, 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*. Yogyakarta, BPFE.
- Jogiyanto, 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi, edisi 3*. Yogyakarta, BPFE-Yogyakarta.
- Kieso, Donald E. Jerry J. Weygandt. Terry D. Warfield, 2001. *Intermediate Accounting*. New York. John Willey & Sons.
- Koncoro, Mudradjad, 2001. *Metode Kuantitatif. Teori dan Aplikasi Bisnis dan Ekonomi*. Yogyakarta, UPP AMP YKPN.
- Kurniawan, Heribertus, dan Nur Indriantoro, 2000. Analisis Hubungan Antara Arus Kas dari Aktivitas Operasi dan Data Akrual dengan Return Saham. Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, vol. 2 no. 3.
- Miles, Raymond, dan Charles C. Snow, 1978. *Organizational Strategy, Structure, and Process*. Tokyo, McGraw Hill Publishing Co.
- Parawiyati, dan Zaki Baridwan, 1998. Komponen Laba dan Arus Kas dalam Memprediksi Laba dan Arus Kas Perusahaan Go Publik di Idonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol. 1 no. 1.
- Porter, Michael E., 1980. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries Competitors*. New York, NY: Free Press.
- Prastowo, Dwi; dan Rika Juliaty, 2002. *Analisis Laporan Keuangan, Konsep dan Aplikasi*. Yogyakarta, AMP YKPN.

- Rohman, Abdul, 2001. Pengaruh Arus Kas Operasai Dan Laba Akuntansi Terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham Emiten di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi IV*.
- Santoso, S., 2002. *Mengolah Data Statistik Secara Profesional*. Cetakan Ketiga. Jakarta, Elex Media Komputindo.
- Subekti, Imam, dan Indra Wijaya Kusuma, 2001. Asosiasi Antara Set Kesempatan Investasi Dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol. 4 no. 1.
- Syafriadi, Hepi, 2000. Kemampuan *Earnings* dan Arus Kas Dalam Memprediksi *Earnings* dan Arus Kas Masa Depan: Studi di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, vol. 2 no. 1.
- 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.
- Tuasikal, Askam, 2002. Penggunaan Informasi Akuntansi untuk Memprediksi *Return* Saham: Studi Terhasdap Perusahaan Pemanufakturan dan Non-Pemanufakturan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 3.
- Van Horne, James C; John M. Wachowicz Jr., 2002. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan Edisi Kesembilan, DiIndonesiakan oleh Heru Sutojo*. Jakarta, Salemba Empat.