

# **PENGARUH RASIO ARUS KAS TERHADAP RETURN SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR KELOMPOK *BASIC INDUSTRY AND CHEMICALS* (TAHUN 2008-2009)**

**Yuli Soesetio  
M. Khoirul Anam**

**Abstract:** *This research purpose are to know the influence of cash flow ratio to stock return every windows periods. Cash flow ratio that used are OCFR, TDR, and CFROA that get from comparing between operational cash flow with current liabilities, total liabilities and total assets on 2008<sup>th</sup>-2009<sup>th</sup>. Stock return that used are stock return before, on, after, and around annual reports publication that divided become 16 window periods that are five days before publication, on publication, five days after publication, and five days around publication. Sample of this research are 22 of Basic Industry and Chemicals Manufacturing Companies financial statements on 2008<sup>th</sup>-2009<sup>th</sup> with purposive sampling tech. The data analyze that use is multiple linear regression. The results of this research are OCFR influence to stock return at the first day around publication, TDR influence to stock return on publication, CFROA influence to stock return at fifth day, fourth day, third day before publication and third day, fourth day and fifth day around publication. The cash flow ratio influence to stock return simultaneous at fourth day before publication with adjusted R square 14,4%, on publication (t0) with adjusted R square 20,9%, the first day after publication with adjusted R square 21,1% and around publication (first day with adjusted R square 23,3% and fourth day with adjusted R square 10,5%).*

**Keywords:** *cash flow ratio, stock return, operating cash flow ratio, total debt ratio, cash flow return on assets*

## **PENDAHULUAN**

*Return dan risiko mempunyai hubungan yang positif, sehingga in-vestor yang berharap return yang tinggi juga harus mampu memperhi-tungkan risiko yang tinggi pula. Salah satu tindakan yang bisa dilaku-kan adalah menganalisis laporan keuangan untuk mengetahui kinerja perusahaan, karena laporan keuangan memberikan informasi tentang posisi keuangan perusahaan, aliran kas, dan informasi lainnya yang terkait de-ngan faktor yang mempengaruhi return saham. Informasi dari laporan keuangan merupakan dasar bagi se-orang investor dalam*

---

*Yuli Soesetio, Dosen Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang  
M. Khoirul Anam, Alumni Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang*

pengambilan keputusan dan untuk meminimalisasi risiko investasinya (Hanafi & Halim, 2007: 299).

Fluktuasi harga saham selain dipengaruhi permintaan dan penawaran juga dipengaruhi ekspektasi investor akan keuntungan di masa yang akan datang berdasarkan hasil analisis laporan keuangan yang telah dilakukan. Salah satu bagian laporan keuangan yang digunakan untuk menilai risiko investasi tersebut adalah laporan arus kas. Penyajian laporan arus kas akan memungkinkan para investor untuk memprediksi jumlah kas yang mungkin didistribusikan sebagai dividen pada masa yang akan datang serta menilai risiko potensial atas investasi yang ditanyakan.

Bagian lain dari laporan keuangan yang sering menjadi perhatian para investor adalah laporan laba rugi yang menyajikan laba akuntansi perusahaan. Namun, laporan laba rugi perusahaan ditulis berdasarkan sistem *accrual* yaitu mencatat semua transaksi yang terjadi baik secara tunai maupun kredit sehingga keberadaannya kurang relevan untuk dijadikan acuan pokok dalam pengukuran kinerja perusahaan. Selain itu, pendapatan dan biaya selalu dicatat atau dimasukkan dalam laporan laba rugi meskipun sebenarnya tidak terjadi kas masuk atau kas keluar (*cash flow*). Beberapa biaya yang tercatat dalam laporan laba rugi merupakan biaya yang tidak dikeluarkan perusahaan secara tunai, melainkan hanya pengalokasian dana untuk suatu aktiva misalnya biaya depresiasi dan amortisasi.

Menurut Wild, *et.all* (2005: 22) dengan adanya inflasi, pengalokasian biaya depresiasi pada penjualan tidak akan cukup untuk mengganti suatu aktiva karena harga perolehan menjadi lebih tinggi. Selain itu, laporan laba rugi juga tidak mampu menunjukkan waktu kas masuk dan kas keluar, serta tidak mampu menunjukkan dampak operasi terhadap likuiditas dan solvabilitas perusahaan. Arus kas operasi merupakan pandangan yang lebih luas atas aktivitas operasi dibandingkan dengan laba bersih, karena arus kas operasi meliputi seluruh aktivitas perusahaan yang terkait dengan laba. Sumber utama arus kas operasi adalah penjualan kepada pelanggan. Dari penjualanlah perusahaan membayar beban dan menghasilkan laba. Jika penjualan tidak memadai untuk menutup beban kas dan akrual, maka beban penyusutan tidak seluruhnya tertutupi.

Pernyataan tersebut secara tidak langsung menyatakan informasi yang disajikan laporan laba rugi bersifat bias, sebab tidak mampu memberikan gambaran likuiditas dan solvabilitas perusahaan secara pasti. Sedangkan *cash flow* mampu menyajikan informasi yang lebih baik tentang likuiditas dan solvabilitas perusahaan yang berkaitan dengan profitabilitas. Laba bersih perusahaan memang penting, tetapi arus kas bahkan lebih penting karena dividen harus dibayar secara tunai dan kas juga diperlukan untuk membeli aktiva yang dibutuhkan untuk melanjutkan operasi (Brigham & Houston, 2006:53).

Nilai dari laporan arus kas (*cash flow*) akan membantu para pemakai untuk mengevaluasi likuiditas, solvabilitas dan fleksibilitas keuangan. Sisi likuiditas mengacu pada kedekatan terhadap kas dari harta dan kewajiban, solvabilitas mengacu pada kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya pada saat jatuh tempo, dan fleksibilitas keuangan mengacu pada kemampuan perusahaan untuk menanggapi dan menyesuaikan terhadap memburuknya kebutuhan dan peluang yang tidak terduga (Soesetio, 2005:145)

Berdasarkan teori tersebut maka dapat diambil suatu kesimpulan bahwa laporan arus kas (*cash flow*) mempunyai kandungan informasi yang lebih penting tentang likuiditas, solvabilitas, dan fleksibilitas suatu perusahaan yang akan mempengaruhi keputusan investasi para investor. Keputusan investor tersebut akan mempengaruhi harga saham perusahaan di pasaran. Selanjutnya harga saham tersebut akan mempengaruhi *return* yang diperoleh para pemegang saham, sehingga kandungan informasi laporan *cash flow* dapat diukur dengan menggunakan kekuatan hubungan antara *cash flow* dengan harga atau *return* saham. Informasi laporan *cash flow* akan dikatakan mempunyai makna apabila dengan dipublikasikan laporan *cash flow* menyebabkan investor pasar modal bereaksi melakukan pembelian atau penjualan saham yang selanjutnya tercermin dalam harga saham.

Teori tentang kandungan informasi laporan *cash flow* tersebut didukung oleh beberapa hasil penelitian antara lain, penelitian yang dilakukan oleh Kusuma & Rahardjo (2004: 1-12) menyatakan bahwa perubahan arus kas operasi memiliki kandungan informasi dalam memprediksi *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan arus kas operasi dapat digunakan sebagai variabel prediktor dalam memprediksi *return* saham. Tinggi rendahnya *return* saham tergantung pada tinggi rendahnya perubahan arus kas operasi. Penelitian lain yang dilakukan oleh Soesetio (2005: 144-152) menyatakan bahwa komponen total arus kas dari aktivitas operasi, investasi, pendanaan serta perubahan total arus kas secara signifikan memiliki kandungan informasi, dengan kata lain informasi tersebut menjadi referensi investor untuk memutuskan membeli, menahan atau menjual saham. Selain itu, juga terdapat tambahan kandungan informasi sebesar 11,3% dengan memisahkan total arus kas ke dalam masing-masing aktivitas operasi, investasi dan pendanaan.

Penelitian yang berkaitan dengan *return* saham yang dilakukan Sumarni & Rahmawati (2007: 21-33), menunjukkan bahwa dengan menggunakan rasio laba harga dan rasio perubahan laba harga sebagai variabel pemoderasi, komponen arus kas baik itu arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan memiliki kandungan informasi terhadap *return* saham. Penelitian lain yang berkaitan dengan harga dan *return* saham juga dilakukan oleh Irianti (2008) yang menyatakan bahwa laba akuntansi, arus kas total dan komponen arus kas berpengaruh signifikan dengan harga saham dalam model level, sedangkan pada model *return* hanya arus kas operasi yang berpengaruh signifikan dengan *return* saham.

Hasil berbeda diperoleh dalam penelitian Nasir & Abdullah (2004: 64-70) yang menyatakan bahwa penggunaan pendekatan *income* dan *cash flow* tidak dapat digunakan untuk menilai kinerja perusahaan di Malaysia. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa pendekatan *income* dan *cash flow* mempunyai tambahan kandungan informasi untuk menilai kinerja perusahaan. Hasil berbeda juga terjadi pada penelitian yang dilakukan oleh Laksmi & Ratnadi (2005) yang menyatakan bahwa *cash flow* dari aktivitas operasi, investasi dan pendanaan tidak dapat memoderasi hubungan antara laba akuntansi dan *return* saham.

Berdasarkan uraian tersebut maka penelitian tentang kandungan informasi dalam laporan *cash flow* masih layak dikaji, karena masih terdapat ketidaksamaan

hasil penelitian oleh para peneliti terdahulu, sehingga perlu diteliti dan dianalisis lebih seksama lagi. Pada penelitian ini digunakan rasio *cash flow* yang menggambarkan likuiditas, solvabilitas dan profitabilitas perusahaan untuk mengetahui pengaruhnya terhadap *return* saham yang merupakan cerminan dari keputusan para investor.

Teori tentang rasio *cash flow* banyak dikemukakan oleh para pakar akuntansi. Menurut Carslaw & Mills (1991) serta Giacomino & Mielke (1993) yang menyatakan rasio yang berbasis *cash flow* berguna dalam mengevaluasi kekuatan keuangan dan profitabilitas perusahaan. Rasio *cash flow* juga merupakan pendekatan yang efektif untuk mengevaluasi informasi laporan *cash flow* karena mampu menyederhanakan data keuangan dari berbagai pokok kegiatan operasi dan manajemen kas perusahaan (Urbancic, 2010). Teori tersebut juga didukung hasil penelitian Jooste (2006: 569-576) yang menyatakan bahwa rasio *cash flow* mampu mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan-perusahaan di Afrika Selatan dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan di Amerika pada kelompok perusahaan yang sama.

Berdasarkan uraian tersebut maka masalah pada penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut : Apakah *Operating cash flow ratio* (OCFR), *Total Debt Ratio* (TDR), dan *Cash Flow Return on Assets* (CFROA) mempunyai pengaruh yang signifikan secara parsial dan simultan terhadap *Return* saham perusahaan manufaktur kelompok *Basic Industry and Chemicals* tahun 2008-2009?

## METODE

Penelitian ini merupakan penelitian asosiatif yang bertujuan untuk menghubungkan lebih dari satu variabel penelitian. Variabel yang diamati adalah rasio arus kas perusahaan manufaktur yang listing di BEI dan tergabung dalam kelompok *Basic Industry and Chemicals* tahun 2008-2009 yang mempengaruhi *return* saham perusahaannya. Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang tergabung dalam *Basic Industry and Chemicals* tahun 2008-2009 yang berjumlah 61 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *pur-positive sampling* yaitu pemilihan sampel yang didasarkan atas ciri-ciri tertentu yang dipandang memiliki ciri-ciri dari populasi yang sudah diketahui sebelumnya (Hadi, 1994:226).

Sampel yang dipilih dalam penelitian ini adalah perusahaan yang memenuhi kriteria-kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan termasuk ke dalam kelompok *Basic Industry and Chemicals* yang terdaftar di BEI tahun 2008-2009; (2) Perusahaan yang termasuk dalam populasi tersebut harus sudah mempublikasikan laporan keuangan tahun 2008-2009 dalam satuan rupiah yang telah diaudit; (3) Bukan termasuk perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan di luar hari bursa; (4) Data perusahaan tersebut harus lolos dalam uji asumsi klasik. Berdasarkan kriteria tersebut terpilih 22 perusahaan sebagai sampel.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah: variabel terikat (Y) *Return* Saham merupakan hasil yang diperoleh dari investasi saham yang dihitung dengan mencari selisih harga saham periode sekarang dengan harga saham periode sebelumnya. Rentang jendela pengamatan yang digunakan sebanyak 16 hari dengan rincian 5 hari sebelum, sesudah, sekitar dan saat publikasi laporan keuangan tahunan perusahaan sampel. Variabel bebas yang digunakan untuk

mengetahui pengaruh terhadap *return* saham pada penelitian ini adalah: (1) *operating cash flow ratio* (OCFR) merupakan hasil perbandingan antara arus kas operasional perusahaan sampel dengan kewajiban jangka pendeknya, (2) *total debt ratio* (TDR) merupakan hasil perbandingan antara arus kas operasional perusahaan sampel dengan seluruh kewajibannya, (3) *cash flow return on assets* (CFROA) merupakan hasil perbandingan antara arus kas operasional perusahaan sampel dengan total asetnya.

Penelitian ini bertujuan untuk mencari pengaruh hubungan antara rasio arus kas dengan *return* saham perusahaan. Karena variabel bebas dalam penelitian ini ada tiga yaitu *Operating Cash flow*, *Total Debt Ratio*, dan *Cash Flow Return on Assets* maka analisis data dalam penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda dengan bantuan SPSS versi 16.0

## HASIL

Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda secara parsial diperoleh hasil sebagai berikut:

### a. Pengaruh *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR) terhadap *Return Saham*

Berdasarkan Tabel 1, diketahui bahwa nilai sign *operating cash flow ratio* (OCFR) pada semua rentang jendela sebelum publikasi dan setelah publikasi sangat bervariasi. OCFR berpengaruh signifikan terhadap *return* saham hanya pada t-1 s/d t+1 dengan sign sebesar  $0.027 < p < 0.05$  yang berarti bahwa *operating cash flow ratio* berpengaruh terhadap *return* saham pada rentang jendela sekitar publikasi laporan keuangan tahunan perusahaan.

### b. Pengaruh *Total Debt Ratio* (TDR) terhadap *Return Saham*

Berdasarkan Tabel 1, diketahui bahwa nilai sign *total debt ratio* (TDR) pada semua rentang jendela sebelum, setelah maupun sekitar publikasi lebih besar dari nilai signifikansi statistik 0,05 maupun 0,10. TDR berpengaruh signifikan terhadap *return* saham hanya pada t0 dengan sign sebesar  $0.081 < p < 0.10$  yang berarti bahwa *total debt ratio* berpengaruh terhadap *return* saham pada rentang jendela saat publikasi (t0) laporan keuangan tahunan perusahaan.

### c. Pengaruh *Cash Flow Return on Assets* (CFROA) terhadap *Return Saham*

Berdasarkan Tabel 1, diketahui bahwa nilai sign *cash flow return on assets* (CFROA) pada semua rentang jendela saat dan setelah publikasi lebih besar dari nilai signifikansi statistik. CFROA berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada rentang jendela sebelum (pada t-5 s/d t0 sign =  $0.050 < p < 0.10$ , pada t-4 s/d t0 sign =  $0.095 < p < 0.10$  dan pada t-3 s/d t0 sign =  $0.054 < p < 0.10$ ) serta sekitar publikasi (pada t-3 s/d t+3 sign =  $0.066 < p < 0.10$ , pada t-4 s/d t+4 sign =  $0.066 < 0.10$  dan pada t-5 s/d t+5 sign =  $0.048 < p < 0.05$ ) yang berarti bahwa *cash flow return on assets* berpengaruh terhadap *return* saham.

### d. Pengaruh secara Simultan antara Rasio Arus Kas (*Operating Cash Flow Ratio*, *Total Debt Ratio*, dan *Cash Flow Return on Assets*) terhadap *Return Saham*

Berdasarkan Tabel 2 dapat disimpulkan bahwa  $H_0$  ditolak yang berarti bahwa *operating cash flow ratio*, *total debt ratio* dan *cash flow return on assets*

berpengaruh terhadap *return* saham secara simultan. Pada penelitian ini diperoleh hasil pengaruh simultan yang cukup bervariasi, yaitu pada rentang jendela sebelum publikasi (t-4 s/d t0), pada saat publikasi (t0), setelah publikasi (t0 s/d t+1), serta pada sekitar publikasi (t-1 s/d t+1) dan (t-4 s/d t+4). Sedangkan, rentang jendela yang lain tidak menunjukkan pengaruh simultan karena nilai signifikannya lebih besar dari nilai sign statistik.

Kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen dapat dilihat pada nilai koefisien determinasinya (*Adjusted R Square*). Nilai *Adjusted R Square* adalah 0 dan 1. Semakin kecil nilainya, maka kemampuan variabel-variabel independen menjelaskan variabel dependen sangat terbatas dan sebaliknya jika nilai *R Square* mendekati 1 maka variabel-variabel independen cukup baik dalam menjelaskan variabel dependen.

Berdasarkan Tabel 2, diketahui nilai *Adjusted R Square* pada tiap rentang jendela. Nilai tersebut berarti bahwa *operating cash flow ratio* ( $X_1$ ), *total debt ratio* ( $X_2$ ) dan *cash flow return on assets* ( $X_3$ ) dapat menjelaskan variasi *return* saham ( $Y$ ) sebesar 14.4% pada (t-4 s/d t0), 20.9% pada (t0), 21.1% pada (t0 s/d t+1), 23.5% pada (t-1 s/d t+1) dan 10.5% pada (t-4 s/d t+4). Sedangkan sisanya sebesar 85.6% pada (t-4 s/d t0), 79.1% pada (t0), 78.9% pada (t0 s/d t+1), 76.5% pada (t-1 s/d t+1) dan 89.5% pada (t-4 s/d t+4) dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini.

Hasil tersebut mengindikasikan bahwa kemampuan rasio arus kas tahun 2008-2009 dalam memprediksi tingkat *return* saham masih sangat terbatas, sebab sebagian besar dipengaruhi oleh faktor-faktor lain seperti *corporate action* (*stock split*, *reverse stock*, IPO), kebijakan pemerintah, inflasi, tingkat suku bunga, dll yang terjadi pada tahun 2008-2009.

## PEMBAHASAN

### a. Pengaruh *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR) terhadap *Return Saham*

Berdasarkan hasil uji signifikansi regresi linear berganda secara parsial didapat hasil yang cukup beragam berdasarkan periode jendela. Pada rentang jendela sekitar publikasi yaitu satu hari sebelum sampai satu hari sesudah publikasi (t-1 s/d t+1) didapatkan hasil signifikansi 0.027 atau  $P < 0.05$ . Hasil tersebut menunjukkan bahwa OCFR mempunyai kandungan informasi yang dapat digunakan investor sebagai referensi sebelum melakukan investasi. Reaksi investor sebelum dipublikasikannya laporan keuangan (t-1) menunjukkan telah terjadi kebocoran informasi dipasar. Kebocoran informasi tersebut disebabkan sebagian besar pemilik saham perusahaan merupakan pihak-pihak yang memiliki hubungan istimewa. Artinya para investor tersebut memiliki akses informasi yang lebih baik tentang pertumbuhan kewajiban jangka pendek dan arus kas operasi perusahaan. Pada penelitian ini, investor tersebut telah mengetahui pertumbuhan kewajiban jangka pendek yang cenderung turun dan arus kas operasi yang cenderung naik. Akibatnya para investor tersebut dapat bereaksi lebih cepat sebelum publikasi laporan keuangan, dibandingkan investor yang berasal dari masyarakat luar. Selain itu, reaksi tersebut bisa disebabkan pasar telah memahami informasi perusahaan dari waktu ke waktu sebelum publikasi laporan keuangan tahunan dengan kata lain para investor telah melakukan analisis laporan keuangan triwulanan perusahaan.

Respon investor yang terjadi pada saat publikasi ( $t_0$ ) sampai satu hari setelah publikasi ( $t+1$ ) merupakan kelanjutan dari reaksi in-vestor sebelumnya. Selain itu, dimungkinkan ada sebagian investor yang baru bereaksi pada  $t_0$  karena mereka baru mendapatkan informasi. Sedangkan respon investor pada  $t+1$  dimungkinkan merupakan lanjutan reaksi dari hari sebelumnya maupun disebabkan perbedaan pemahaman akan informasi dari perusahaan yang bersangkutan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu dari Kusuma & Rahardjo (2004), Juniarti & Limanjaya (2005), Soesetio (2005), Sumarni & Rahmawati (2007), dan Irianti (2008) yang menyatakan terdapat tambahan kandungan informasi dari arus kas operasi yang dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham, tetapi tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan Nasir & Abdullah (2004), dan Laksmi & Ratnadi (2005) yang menyatakan arus kas tidak mempunyai kandungan informasi untuk memprediksi *return* saham.

#### **b. Pengaruh *Total Debt Ratio* (TDR) terhadap *Return Saham***

Berdasarkan hasil signifikansi regresi linear berganda secara parsial didapat hasil signifikansi 0.081 atau  $P < 0.10$  pada rentang jendela saat publikasi ( $t_0$ ) sehingga dapat dikatakan bahwa TDR berpengaruh positif terhadap *return* saham pada saat publikasi ( $t_0$ ). Hasil tersebut menunjukkan bahwa TDR mempunyai kandungan informasi yang dapat digunakan investor sebagai referensi sebelum melakukan investasi. Pengaruh positif tersebut menunjukkan adanya hubungan searah antara indikator solvabilitas yaitu TDR dengan *return* saham. Jadi, bisa dikatakan bahwa informasi solvabilitas dari arus kas operasi tersebut direspon positif oleh investor. Hal tersebut karena investor menganggap arus kas dapat memberikan informasi tentang solva-bilitas perusahaan yang lebih baik, sebab arus kas mampu memberikan gambaran kas yang tersedia pada perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan atas seluruh kewa-jiban perusahaan.

Hasil uji signifikansi menunjukkan *total debt ratio* berpengaruh pada rentang jendela saat publikasi ( $t_0$ ) dikarenakan informasi tentang seluruh kewajiban perusahaan baru dapat diidentifikasi para investor saat laporan tahunan perusahaan dipublikasikan. Hal tersebut yang menyebabkan tidak terjadi signifi-kansi pada rentang jendela lain. Hasil tersebut sesuai hasil analisis laporan keuangan tahunan perusahaan yang menunjukkan sebagian besar perusahaan sampel mengalami perubahan jumlah kewajiban yang cenderung menurun. Perubahan tersebut menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel telah me-lakukan pembayaran sebagian kewajibannya, sehingga hasil analisis laporan keuangan triwulanan menja-di tidak relevan jika dijadikan sebagai acuan investor.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu dari Kusuma & Rahardjo (2004), Juniarti & Limanjaya (2005), Soesetio (2005), Sumarni & Rahmawati (2007), dan Irianti (2008) yang menyatakan terdapat tambahan kandung-an informasi dari arus kas operasi yang dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham, tetapi tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan Nasir & Abdullah (2004), dan Laksmi & Ratnadi (2005) yang menyatakan arus kas tidak mempunyai kandungan informasi un-tuk memprediksi *return* saham.

#### **c. Pengaruh *Cash Flow Return on Assets* (CFROA) terhadap *Return Saham* .**

Berdasarkan hasil uji signifikansi regresi linear berganda secara parsial dapat diketahui bahwa CFROA berpengaruh positif terhadap *return* saham pada rentang jendela sebelum (t-5, t-4 dan t-3) dan sekitar publikasi (t-3 s/d t+3, t-4 s/d t+4 dan t-5 s/d t+5). Hasil tersebut menunjukkan bahwa CFROA mempunyai kandungan informasi yang dapat digunakan investor sebagai referensi sebelum melakukan investasi. Hasil regresi tersebut juga menunjukkan bahwa telah terjadi reaksi di pasar sebelum publikasi laporan keuangan yang mengindikasikan terjadinya kebocoran informasi di pasar. Respon yang terjadi bisa dimungkinkan dari informasi yang diterima pasar tentang rencana perusahaan pada periode sebelumnya maupun berdasarkan analisis laporan keuangan triwulanan yang dilakukan investor.

Reaksi investor yang terjadi mulai lima hari sebelum publikasi sampai lima hari setelah publikasi menunjukkan bahwa informasi yang diterima pasar tidak merata. Ketidakmerataan informasi tersebut dikarenakan kepemilikan saham mayoritas perusahaan yang berada pada pihak yang mempunyai hubungan istimewa sehingga informasi tentang perusahaan bisa diperoleh sebelum tanggal publikasi laporan keuangan tahunan. Perbedaan informasi yang diterima investor menyebabkan informasi tersebut masih direspon sampai hari ke-5 setelah tanggal publikasi laporan keuangan. Selain itu, respon yang terjadi juga dimungkinkan adanya persepsi investor bahwa kemampuan untuk mensejahterakan para pemegang saham merupakan hal yang utama dalam penilaian kinerja perusahaan, sehingga informasi tentang profitabilitas perusahaan terus direspon.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu dari Kusuma & Rahardjo (2004), Juniarti & Limanjaya (2005), Soesetio (2005), Sumarni & Rahmawati (2007), dan Irianti (2008) yang menyatakan terdapat tambahan kandungan informasi dari arus kas operasi yang dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham, tetapi tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan Nasir & Abdullah (2004), dan Laksmi & Ratnadi (2005) yang menyatakan arus kas tidak mempunyai kandungan informasi untuk memprediksi *return* saham.

#### **d. Pengaruh secara Simultan antara Rasio Arus Kas (*Operating Cash Flow Ratio*, *Total Debt Ratio*, dan *Cash Flow Return on Assets*) terhadap Return Saham**

Berdasarkan hasil uji signifikansi regresi linear berganda secara simultan menunjukkan bahwa  $H_0$  ditolak yang berarti rasio arus kas (*operating cash flow ratio* (OCFR), *total debt ratio* (TDR), dan *cash flow return on assets* (CFROA)) secara bersama-sama berpengaruh terhadap *return* saham pada rentang jendela sebelum (t-4) dengan signifikansi  $0,026 < p0,05$ , saat (t0) dengan signifikansi  $0,011 < p0,05$ , setelah (t+1) dengan signifikansi  $0,006 < p0,01$  dan sekitar tanggal publikasi laporan keuangan (t-1 s/d t+1 dengan signifikansi  $0,003 < p0,01$  dan t-4 s/d t+4 dengan signifikansi  $0,060 < p0,1$ ). Hasil tersebut menunjukkan bahwa kinerja suatu perusahaan dapat dilihat dengan menganalisis laporan arus kas perusahaan untuk mendapatkan *return* saham.

Hasil regresi tersebut juga menunjukkan bahwa pasar telah bereaksi sebelum publikasi laporan keuangan yang mengindikasikan terjadinya kebocoran informasi dipasar. Informasi tersebut dapat berasal dari analisis yang telah dilakukan investor berdasarkan laporan keuangan triwulanan yang telah beredar



sebelumnya, maupun disebabkan kepemilikan saham mayoritas perusahaan oleh pihak yang mempunyai hubungan istimewa sehingga mereka mengetahui informasi tentang perusahaan lebih baik daripada investor lainnya.

Reaksi pasar yang terjadi pada hari ke 4 sebelum sampai hari ke 4 setelah publikasi laporan keuangan menunjukkan lamanya informasi tersebut beredar sekaligus menunjukkan informasi yang beredar dipasar tidak merata, sehingga investor yang mendapatkan informasi lebih dulu akan bereaksi lebih cepat dari pada investor lainnya. Hal tersebut sesuai dengan pernyataan Brigham & Houston (2006: 38) tentang *asymetri information* yaitu keadaan dimana antara investor yang satu dengan lainnya tidak mendapatkan proporsi informasi yang sama tentang keadaan perusahaan.

Berdasarkan hasil regresi tersebut diperoleh nilai *adjusted R Square* sebesar 0,144 pada t-4, 0,209 pada t0, 0,211 pada t+1, 0,235 pada t-1s/d t+1 dan 0,105 pada t-4 s/d t+4 yang berarti bahwa *operating cash flow ratio* ( $X_1$ ), *total debt ratio* ( $X_2$ ) dan *cash flow return on assets* ( $X_3$ ) dapat menjelaskan variasi *return* saham ( $Y$ ) sebesar 14,4% pada rentang jendela sebelum publikasi, 20,9 % pada rentang jendela saat publikasi, 21,1% pada rentang jendela setelah publikasi dan pada rentang jendela sekitar publikasi variabel ini mampu menjelaskan 23,5% pada rentangan t-1 s/d t+1 dan 10,5% pada rentangan t-4s/d t+4. Hasil tersebut menunjukkan kemampuan rasio arus kas masih rendah dalam menjelaskan pengaruhnya terhadap *return* saham. Nilai *adjusted R Square* yang rendah tersebut menunjukkan adanya pengaruh lain diluar variabel penelitian ini seperti *corporate action* (*stock split*, *reverse stock*, IPO), kebijakan pemerintah, inflasi, tingkat suku bunga, dll yang terjadi pada tahun 2008-2009. Selain itu hasil tersebut juga menunjukkan semakin jauh rentang jendela dari saat publikasi maka kemampuan variabel menjelaskan juga semakin terbatas.

Berdasarkan Gambar 1, 2 dan 3 dapat diketahui bahwa tingkat inflasi dan suku bunga tahun 2008-2009 cenderung turun, sedangkan Indeks harga Saham Gabungan (IHSG) tahun 2009-2010 cenderung naik. Hal tersebut sesuai dengan teori yang menyebutkan jika tingkat inflasi dan suku bunga turun, maka IHSG akan naik. Secara teoritis apabila IHSG mengalami peningkatan, maka harga saham perusahaan di pasar modal rata-rata juga meningkat. Hal ini karena IHSG merupakan rata-rata harga saham seluruh perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan Gambar 4, diketahui bahwa secara umum kinerja perusahaan sampel pada tahun 2008-2009 cukup baik karena indeks saham perusahaan sampel (BASIC-IND) tahun 2009-2010 cenderung naik yang juga menunjukkan hubungan yang berlawanan arah dengan tingkat inflasi dan suku bunga.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, maka dapat diambil kesimpulan bahwa (1) Terdapat pengaruh positif signifikan antara *operating cash flow ratio* (OCFR) terhadap *return* saham perusahaan manufaktur kelompok *Basic Industry and Chemicals* tahun 2008-2009 pada rentang jendela satu hari sekitar publikasi (t-1 s/d t+1); (2) Terdapat pengaruh positif signifikan antara *total debt ratio* (TDR) terhadap *return* saham perusahaan manufaktur kelompok *Basic*

*Industry and Chemicals* tahun 2008-2009 pada rentang jendela saat publikasi (t0); (3) Terdapat pengaruh positif signifikan antara *cash flow return on assets* (CFROA) terhadap *return* saham perusahaan manufaktur kelompok *Basic Industry and Chemicals* tahun 2008-2009 pada rentang jendela sebelum publikasi (t-5, t-4 dan t-3) dan sekitar publikasi (t-3 s/d t+3, t-4 s/d t+4 dan t-5 s/d t+5); (4) Terdapat pengaruh signifikan secara *simultan* rasio arus kas (*operating cash flow ratio* (OCFR), *total debt ratio* (TDR) dan *cash flow return on assets* (CFROA) terhadap *return* saham perusahaan manufaktur kelompok *Basic Industry and Chemicals* tahun 2008-2009 pada rentang jendela empat hari sebelum publikasi (t-4), saat publikasi (t0), satu hari setelah publikasi (t+1) dan sekitar tanggal publikasi laporan keuangan (t-1 s/d t+1 dan t-4 s/d t+4).

### Saran

Saran yang dapat peneliti berikan adalah sebagai berikut. (1) Bagi investor, selain mem-perhatikan laporan arus kas, hendaknya juga memperhatikan hal-hal lain dalam membuat keputusan investasi seperti: Laporan keuangan lain, tingkat inflasi, suku bunga dan Kondisi pasar modal Indonesia. Hal tersebut perlu dilakukan agar investor dapat bereaksi secara cepat dan tepat sehingga dapat memperoleh keuntungan atas investasi sahamnya. (2) Bagi perusahaan manufaktur kelompok *Basic Industry and Chemicals*, hendaknya lebih memperhatikan nilai arus kas operasi, karena arus kas operasi berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Namun, perusahaan juga perlu memperhatikan faktor-faktor lain yang juga dapat berpengaruh terhadap fluktuasi harga saham. seperti: (a) Laporan keuangan lain, (b) tingkat inflasi dan suku bunga, (d) Kondisi pasar modal Indonesia yang termasuk dalam pasar efisien bentuk setengah kuat, (e) Karakteristik strategi investasi yang dilakukan investor yang sebagian besar adalah investor jangka pendek dengan strategi investasi aktif. (3) Bagi peneliti selanjutnya, hendaknya menambah jumlah sampel, variabel lain yang belum ada pada penelitian ini, seperti laba akuntansi, tingkat inflasi, suku bunga, atau kurs serta menyertakan rasio arus kas yang lain.

### DAFTAR RUJUKAN

- Brigham & Houston. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Edisi 10 Buku 1*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham & Houston. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Edisi 10 Buku 2*. Jakarta: Salemba Empat.
- Carlsaw, Charles & Mills, John. 1991. *Developing Ratios For Effective Cash Flow Statement Analysis*. Journal of Accountancy.
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Giocomino, Don & Mielke, David. 1993. *Cash Flows: Another Approach to Ratio Analysis*. Journal of Accountancy.
- Hadi, S. 1994. *Statistik 2*. Yogyakarta: ANDI.
- Halim, A. 2003. *Analisis Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hanafi, Mamduh & Halim, Abdul. 2007. *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN.
- Harahap, S.S. 2007. *Teori Akuntansi*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Jogiyanto. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Keenam*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Irianti, T.E. 2008. *Pengaruh Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas, dan Laba Akuntansi terhadap Harga dan Return Saham*. Tesis tidak diterbitkan. Semarang: Program Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Jooste, Leonie. 2006. *Cash Flow Ratios as a Yardstick for Evaluating Financial Performance in African Businesses*. Managerial Finance Vol.32, No.7, 569-576.
- Juniarti & Limanjaya. 2005. Mana Yang Lebih memiliki Value Relevant: Net Income atau Cash Flows. *Jurnal Akuntansi & keuangan*. Vol.7, No.2, 22-42.
- Kusuma, H. & Rahardjo, H.B. 2004. Kandungan Informasi Tambahan dari Laba, Modal Kerja Operasi dan Arus Kas Pada Perusahaan Manufaktur Go Public Tahun 1997-2001. *Sinergi Kajian Bisnis dan Manajemen* Vol 7 No 1.
- Laksmi, P. & Ratnadi, Dwi. 2005. Dampak Pemoderasian Komponen Arus Kas terhadap Hubungan Laba Akuntansi dengan Return Saham. *Jurnal akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Udayana*.
- Mishkin, Frederic.S. 2008. *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan Buku I*. Jakarta: Salemba Empat.
- Nasir, Norita & Abdullah, Shamsul. 2004. *Information Provided by Accrual and Cash Flow Measures in Determining Firms' performance: Malaysian Evidence*. American Journal of Applied Sciences.
- Prastito, A. 2004. *Cara Mudah Mengatasi Masalah Statistik dan Rancangan Percobaan dengan SPSS 12*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Prastowo, D & Rifka, J. 2005. *Analisis Laporan Keuangan Edisi kedua*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.

- Prihadi, Toto. 2010. *Analisis Laporan Keuangan: Teori dan Aplikasi*. Jakarta: PPM.
- Rahayu, S. 2005. *Aplikasi SPSS Versi 12.00 dalam Riset Pemasaran*. Bandung: Alfabeta.
- Refianty, E. 2010. *Coal-Based Stocks Underpin JCI Up 0.20%*, (Online), (<http://sahambumicrash2009.blogdetik.com/2010/08/26/ihsg-tgl-26-08-2010/>, diakses 18 Oktober 2010).
- Soesetio, Yuli. 2005. Analisis Tambahan kandungan Informasi Laporan Arus Kas. Jurnal eksekutif volume 2, nomor 2.
- Subiyantoro, E.B & Triwuyono, I. 2004. *Laba Humanis: Tafsir Sosial atas Konsep Laba dengan Pendekatan Hermeneutika*. Malang: Banyumedia Publishing.
- Sugioyono. 2008. *Metode Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan R&D)*. Bandung: Alfa Beta.
- Sumarni, Astuti Sri & Rahmawati. 2007. Relevansi Nilai Informasi Arus Kas dengan Rasio Laba Harga dan Perubahan Laba Harga sebagai Variabel Moderasi: Hubungan Non Linear. JAAI Volume 11 No. 1.
- Universitas Negeri Malang. 2010. *Pedoman Penulisan Karya Ilmiah: Skripsi, Tesis, Disertasi, Artikel, Makalah, Laporan Penelitian Edisi Keempat Cetakan Kedua*. Malang: Biro Administrasi Akademik, Perencanaan, dan Sistem Informasi bekerja sama dengan Universitas Negeri Malang.
- Urbancic, Frank. 2010. *The Power of Cash Flow Ratios*. Alabama: Departement of Accounting Mitchell College of Business University of South Alabama.
- Wild, John., Subramanyam, K., & Halsey, R. 2005. *Analisis Laporan keuangan Edisi 8 Buku 1*. Jakarta: Salemba Empat
- Wusanani, Enggar. 2009. *Analisis Rasio Arus Kas Sebagai Sistem Peringatan Dini dalam Memprediksi Kegagalan Bank*. Skripsi Universitas Negeri Malang, Tidak Dipublikasikan.
- [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), diakses 11 Oktober 2010.
- Yamamura, Jeanne. 1998. *The Power of Cash Flow Ratios*. Journal of Accountancy.

Tabel 1. Hasil Uji Parsial

| Keterangan  |                               | <b>Ha<sub>1</sub>:</b><br><i>Operating cash flow ratio</i><br>berpengaruh terhadap <i>return</i> saham | <b>Ha<sub>2</sub>:</b><br><i>Total Debt Ratio</i><br>berpengaruh terhadap <i>return</i> saham | <b>Ha<sub>3</sub>:</b><br><i>Cash flow return on assets</i><br>berpengaruh terhadap <i>return</i> saham |
|-------------|-------------------------------|--|---|---|
| t-5 s/d t0  | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | -0.004   | -0.001  | <b>0.058</b>  |
|             | Sign                          | 0.590  | 0.895   | <b>0.050**</b>  |
| t-4 s/d t0  | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | -0.004   | 0.006   | <b>0.056</b>  |
|             | Sign                          | 0.594  | 0.549   | <b>0.081**</b>  |
| t-3 s/d t0  | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | -0.005   | 0.002   | <b>0.065</b>  |
|             | Sign                          | 0.582  | 0.837   | <b>0.095**</b>  |
| t-2 s/d t0  | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | 0.000  | 0.001   | 0.056   |
|             | Sign                          | 0.989  | 0.917   | 0.187   |
| t-1 s/d t0  | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | 0.005  | 0.004   | 0.028   |
|             | Sign                          | 0.712  | 0.858   | 0.656   |
| t0          | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | -0.007   | <b>0.051</b>  | -0.007  |
|             | Sign                          | 0.729  | <b>0.081**</b>  | 0.935   |
| t0 s/d t+1  | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | 0.028  | -0.007  | 0.023   |
|             | Sign                          | 0.113  | 0.784   | 0.766   |
| t0 s/d t+2  | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | 0.003  | 0.005   | 0.031   |
|             | Sign                          | 0.807  | 0.785   | 0.601   |
| t0 s/d t+3  | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | 0.003  | 0.000   | 0.031   |
|             | Sign                          | 0.765  | 0.978   | 0.540   |
| t0 s/d t+4  | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | 0.002  | 0.002   | 0.016   |
|             | Sign                          | 0.794  | 0.885   | 0.695   |
| t0 s/d t+5  | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | 0.002  | 0.000   | 0.019   |
|             | Sign                          | 0.769  | 0.964   | 0.606   |
| t-1 s/d t+1 | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | <b>0.025</b>   | -0.020  | 0.036   |
|             | Sign                          | <b>0.027*</b>  | 0.183   | 0.455   |
| t-2 s/d t+2 | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | 0.004  | -0.007  | 0.053   |
|             | Sign                          | 0.637  | 0.490   | 0.109   |
| t-3 s/d t+3 | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | 0.000  | -0.006  | <b>0.056</b>  |
|             | Sign                          | 0.953  | 0.488   | <b>0.054**</b>  |
| t-4 s/d t+4 | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | 0.000  | -0.002  | <b>0.041</b>  |
|             | Sign                          | 0.977  | 0.801   | <b>0.066**</b>  |
| t-5 s/d t+5 | Koefisien Regresi ( $\beta$ ) | 0.000  | -0.006  | <b>0.042</b>  |
|             | Sign                          | 0.974  | 0.369   | <b>0.048*</b>   |

Keterangan: \* signifikansi statistik &lt;0.05

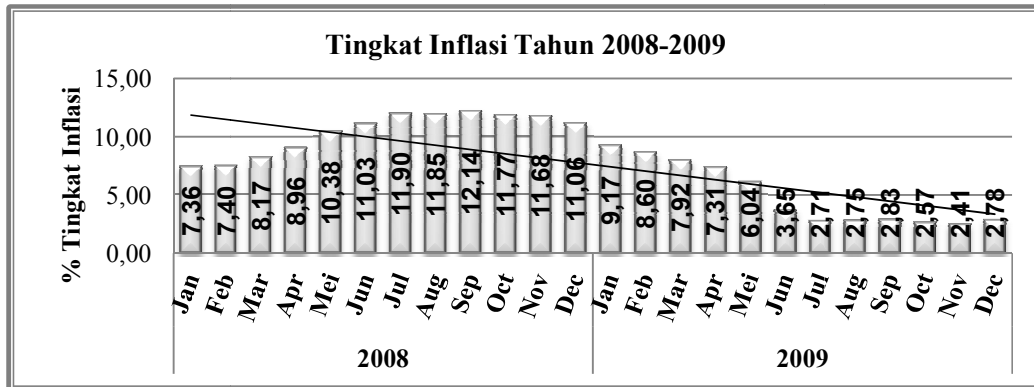
\*\* signifikansi statistik &lt;0.10

**Tabel 2. Hasil Uji Simultan**

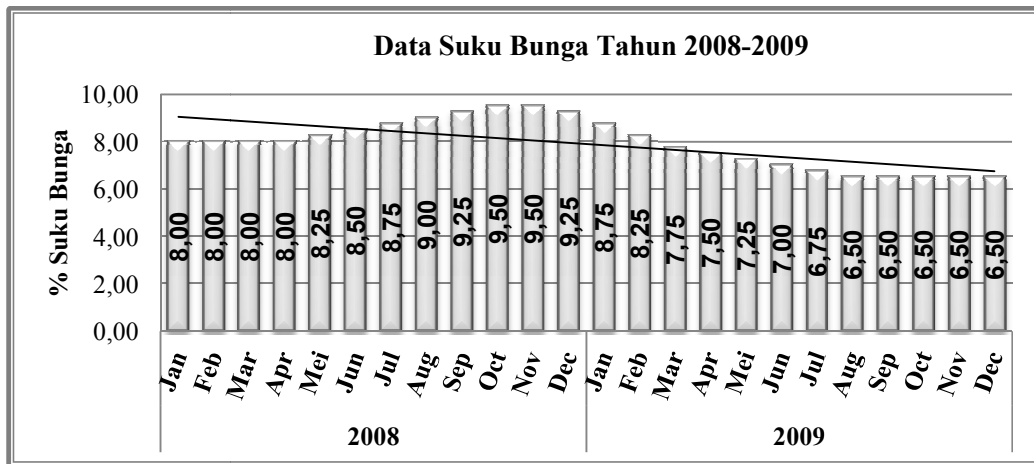
| Keterangan  |          | <b>Ha<sub>4</sub>:</b><br><i>Operating cash flow ratio, total debt ratio dan Cash flow return on assets berpengaruh secara simultan terhadap Return saham</i> | <b>Adjusted R Square</b> | <b>Kesimpulan</b>            |
|-------------|----------|---|--------------------------|------------------------------|
| t-5 s/d t0  | F hitung | 1.840   | 0.055                    | H <sub>0</sub> diterima      |
|             | Sign     | 0.155 <sup>a</sup>  |                          |                              |
| t-4 s/d t0  | F hitung | <b>3.411</b>  | <b>0.144</b>             | <b>H<sub>0</sub> ditolak</b> |
|             | Sign     | <b>0.026<sup>a**</sup></b>  |                          |                              |
| t-3 s/d t0  | F hitung | 1.779   | 0.052                    | H <sub>0</sub> diterima      |
|             | Sign     | 0.167 <sup>a</sup>  |                          |                              |
| t-2 s/d t0  | F hitung | 2.032   | 0.067                    | H <sub>0</sub> diterima      |
|             | Sign     | 0.125 <sup>a</sup>  |                          |                              |
| t-1 s/d t0  | F hitung | 1.308   | 0.021                    | H <sub>0</sub> diterima      |
|             | Sign     | 0.285 <sup>a</sup>  |                          |                              |
| t0          | F hitung | <b>3.777</b>  | <b>0.209</b>             | <b>H<sub>0</sub> ditolak</b> |
|             | Sign     | <b>0.011<sup>a**</sup></b>  |                          |                              |
| t0 s/d t+1  | F hitung | <b>4.831</b>  | <b>0.211</b>             | <b>H<sub>0</sub> ditolak</b> |
|             | Sign     | <b>0.006<sup>a*</sup></b>   |                          |                              |
| t0 s/d t+2  | F hitung | 1.367   | 0.025                    | H <sub>0</sub> diterima      |
|             | Sign     | 0.267 <sup>a</sup>  |                          |                              |
| t0 s/d t+3  | F hitung | 1.035   | 0.002                    | H <sub>0</sub> diterima      |
|             | Sign     | 0.388 <sup>a</sup>  |                          |                              |
| t0 s/d t+4  | F hitung | 0.815   | -0.013                   | H <sub>0</sub> diterima      |
|             | Sign     | 0.493 <sup>a</sup>  |                          |                              |
| t0 s/d t+5  | F hitung | 0.687   | -0.022                   | H <sub>0</sub> diterima      |
|             | Sign     | 0.565 <sup>a</sup>  |                          |                              |
| t-1 s/d t+1 | F hitung | <b>5.405</b>  | <b>0.235</b>             | <b>H<sub>0</sub> ditolak</b> |
|             | Sign     | <b>0.003<sup>a*</sup></b>   |                          |                              |
| t-2 s/d t+2 | F hitung | 2.140   | 0.074                    | H <sub>0</sub> diterima      |
|             | Sign     | 0.110 <sup>a</sup>  |                          |                              |
| t-3 s/d t+3 | F hitung | 1.947   | 0.062                    | H <sub>0</sub> diterima      |
|             | Sign     | 0.137 <sup>a</sup>  |                          |                              |
| t-4 s/d t+4 | F hitung | <b>2.677</b>  | <b>0.105</b>             | <b>H<sub>0</sub> ditolak</b> |
|             | Sign     | <b>0.060<sup>a***</sup></b>   |                          |                              |
| t-5 s/d t+5 | F hitung | 1.728   | 0.048                    | H <sub>0</sub> diterima      |
|             | Sign     | 0.177 <sup>a</sup>  |                          |                              |

Keterangan: \* signifikansi statistik <0.05

\*\* signifikansi statistik <0.10



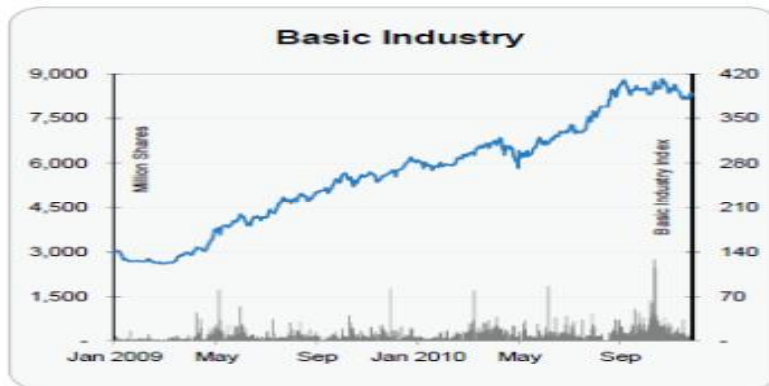
Gambar 1: *Trend* Inflasi selama Tahun 2008-2009 ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id))



Gambar 2: *Trend* Suku Bunga selama Tahun 2008-2009 ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id))



Gambar 3: *Trend* IHSG Tahun 2009-2010 ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id))



Gambar 4: *Trend* BASIC-IND Tahun 2009-2010 ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id))