

# REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERUBAHAN ARUS KAS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA: PENGUJIAN DENGAN MENGGUNAKAN *MARKET ADJUSTED MODEL*

**Beni Suhendra Winarso**

Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi  
Universitas Ahmad Dahlan Yogyakarta  
Jl. Kapas 9 Semaki Yogyakarta 5516  
Tlp. +62274-563515, HP.+628156850936  
Email: benisuhendra@yahoo.com

## Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji perbedaan reaksi pasar terhadap perubahan arus kas yang diumumkan oleh emiten. Jika terdapat perbedaan, apakah perbedaan tersebut signifikan? Dari 229 perusahaan sampel yang terdaftar di BEI tahun 2001-2005, sebanyak 113 perusahaan mengumumkan peningkatan arus kas dan 116 perusahaan mengumumkan penurunan arus kas. Perhitungan *abnormal return* dilakukan dengan menggunakan *market adjusted model* sedangkan untuk menguji hipotesis digunakan *independent sample t-test*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa para pelaku pasar bereaksi searah dengan perubahan arus kas dan reaksi pasar lebih besar terhadap peningkatan arus kas dibandingkan terhadap penurunan arus kas, namun reaksi pasar terhadap peningkatan dan penurunan arus kas tersebut tidaklah berbeda secara signifikan.

Kata kunci: arus kas, *return*, *abnormal return*

## Abstract

*The purpose of this research is to test a different market reaction, a cash flow alteration announced by the issuer. Of the 229 sample companies in Indonesian Stock Exchange in 2001-2005, there are 113 companies announcing cash flow increase and 116 companies announcing cash flow decrease. Abnormal return account is conducted by applying a market adjusted model. The hypothesis is tested by using the independent sample t-test. The research shows that the investors reacted in away with the cash flow changed. The market reaction is greater than cash flow increase compared to cash flow decrease. However the market reaction is not significantly distinguished from a cash flow up-and-downdraft.*

*Keyword: cash flow, return, abnormal return,*

## PENDAHULUAN

Sebelum menentukan keputusan investasinya, seorang investor akan melakukan analisis mengenai prospek kinerja perusahaan. Hal ini penting dilakukan karena akan berpengaruh terhadap hasil investasinya. Salah satu informasi yang sangat berguna bagi investor yang dikeluarkan oleh perusahaan adalah

pengumuman arus kas. Arus kas (*cash flow*) yang diperoleh suatu perusahaan merupakan informasi yang sangat menarik karena selain dapat digunakan untuk melakukan penilaian terhadap kinerja manajemen, arus kas sangat berpengaruh terhadap kemampuan likuiditas perusahaan untuk membagi dividen tunai, akibatnya besarnya arus kas akan berpengaruh terhadap harga saham dan *return* saham.

Penelitian mengenai pengaruh *cash flow* telah banyak dilakukan. Livnat & Zarowin (1990) menguji apakah komponen arus kas operasi, pendanaan dan investasi memiliki asosiasi yang berbeda dengan *return* saham dan hasilnya menunjukkan bahwa arus kas operasi memiliki asosiasi kuat dan positif dengan *return* saham. Sedangkan Ou (1990) menguji mengenai kandungan informasi dan kemampuan memprediksi angka-angka non-laba antara lain adalah *cash flow*. Hasilnya angka akuntansi selain laba memiliki kandungan informasi dan memiliki kemampuan memprediksi laba masa depan yang lebih baik dibandingkan angka laba (*bottom line*) itu sendiri.

Sunder (1975) dalam Hartono (2003) menguji perusahaan yang berpindah ke metode persediaan LIFO. Pada masa inflasi, perubahan ini akan mengakibatkan penurunan laba tetapi meningkatkan arus kas. Sunder menemukan adanya positif *excess return* selama 12 bulan setelah pengumuman perubahan tersebut.

Permasalahan yang diangkat dalam penelitian ini adalah: (a) Bagaimanakah reaksi pasar terhadap pengumuman arus kas meningkat dan arus kas menurun? dan (b) Manakah yang lebih direaksi pasar antara arus kas meningkat dan arus kas menurun?

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empirik hipotesis-hipotesis bahwa pengumuman arus kas (*cash flow*) meningkat direaksi lebih besar daripada pengumuman arus kas (*cash flow*) menurun. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bukti empirik bahwa pasar lebih bereaksi terhadap peningkatan arus kas dibandingkan penurunan arus kas.

## TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

### Laporan Arus Kas

Wild *et al.*, (2007) mengemukakan bahwa akuntansi berbasis akrual berbeda dengan akuntansi berbasis kas. Dalam akuntansi akrual pendapatan diakui pada saat dihasilkan dan beban diakui pada saat terjadi dan tidak memandang apakah kas telah diterima (dikeluarkan) atau belum, sedangkan akuntansi berdasar kas mengakui pendapatan dan beban pada saat kas diterima atau dikeluarkan. Sesungguhnya kas merupakan akhir pengukuran profitabilitas, dengan kaslah hutang dibayar, peralatan diperbarui, fasilitas diperluas, dan dividen serta bonus dibayar, bukan dengan laba. Akibatnya kreditor memiliki risiko yang lebih besar terhadap fluktuasi arus kas daripada terhadap fluktuasi laba bersih. Tujuan diterbitkannya laporan arus kas adalah untuk menunjukkan sumber dan penggunaan kas dalam satu periode sehingga pembaca laporan keuangan dapat memahami dan menganalisis faktor-faktor yang dapat berpengaruh terhadap keuangan perusahaan. Secara umum arus kas membantu analis untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya, membayar dividen, meningkatkan kapasitas, dan mendapatkan pendanaan. Informasi arus kas juga membantu untuk menilai kualitas laba dan ketergantungan laba pada estimasi dan asumsi tentang arus kas di masa depan.

Di Indonesia, perusahaan mulai diwajibkan untuk mengeluarkan laporan arus kas sejak dikeluarkannya Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No 2 paragraf 01 tahun 1994 yang menyatakan bahwa perusahaan harus menyusun laporan arus kas dan harus menyajikan laporan tersebut sebagai bagian yang tidak terpisahkan dari

laporan keuangan untuk setiap periode penyajian laporan keuangan.

Dalam PSAK No 2 (IAI, 1994), dinyatakan bahwa informasi tentang arus kas suatu perusahaan berguna bagi pemakai laporan keuangan sebagai dasar untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas dan menilai kebutuhan perusahaan untuk menggunakan arus kas tersebut. Dalam proses pengambilan keputusan ekonomi, para pemakai perlu melakukan evaluasi terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas serta kepastian perolehannya. Pengungkapan terpisah arus kas yang timbul dari aktivitas pendanaan perlu dilakukan sebab berguna untuk memprediksi klaim terhadap arus kas masa depan oleh para pemasok modal (IAI, PSAK No. 2).

### Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai pengumuman arus kas menunjukkan bahwa komponen individual arus kas memiliki hubungan yang berbeda-beda dengan *return* sekuritas. Livnat & Zarowin (1990) menguji apakah komponen arus kas operasi, pendanaan dan investasi memiliki asosiasi yang berbeda dengan *return* saham tahunan. Data yang digunakan diambil dari *Compustat Annual Industrial File* dan dari *CRSP Monthly Return File* selama periode tahun 1973-1986. Langkah yang dilakukan dalam penyeleksian data meliputi: pertama, menyeleksi semua perusahaan yang berakhir tahun fiskal 31 Desember dan data tersedia sehingga terpilihlah 1000 perusahaan. Kedua, berdasarkan data yang telah diperoleh, selanjutnya diseleksi lagi sehingga terpilih 434 perusahaan yang memiliki data return dan data keuangan untuk mengestimasi

komponen-komponen arus kas, dan akhirnya diambil 281 perusahaan yang memiliki data lengkap selama tahun 1974-1986.

Hasil penelitian Livnat & Zarowin (1990) menunjukkan bahwa komponen arus kas secara individu memiliki hubungan yang berbeda dengan *abnormal return*. Arus kas masuk operasi memiliki hubungan positif dengan *return* saham, sedangkan arus keluar operasi berhubungan negatif dengan *return* saham. Arus kas investasi tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *abnormal return*. Arus kas pendanaan memiliki asosiasi yang berbeda-beda, pendanaan yang berasal dari hutang memiliki hubungan positif dengan *abnormal return*, sedangkan pendanaan yang berasal dari saham memiliki hubungan positif tapi lemah, dan dividen memiliki berhubungan positif dengan *abnormal return*, sedangkan pendanaan yang bersumber dari penerbitan saham preferen memiliki hubungan negatif.

Hasil penelitian Sugiri (2003) menunjukkan bahwa laba yang dirinci kedalam laba operasi dan non operasi (secara bersama-sama dan masing-masing) memiliki kemampuan untuk memprediksi (*predictive content*), dan bahwa laba yang dirinci menjadi laba operasi dan non operasi mampu mengungguli laba agregat dalam hal kemampuannya untuk memprediksi arus kas yang akan datang. Penelitian Sugiri tersebut juga menunjukkan bahwa laba operasi memiliki kemampuan yang melebihi laba non operasi dalam memprediksi arus kas masa depan.

### Korelasi antara Perubahan Harga Saham dengan Arus Kas

Menurut Wild *et al.*, (2007), sesungguhnya kas merupakan akhir

pengukuran profitabilitas, dengan kaslah hutang dibayar, peralatan diperbaharui, fasilitas diperluas dan dividen dibayar, bukan dengan laba. Akibatnya kreditor memiliki risiko yang lebih besar terhadap fluktuasi arus kas daripada terhadap fluktuasi laba bersih. Tujuan diterbitkannya laporan arus kas adalah untuk menunjukkan sumber dan penggunaan kas dalam satu periode sehingga pembaca laporan keuangan dapat memahami dan menganalisis faktor-faktor yang dapat berpengaruh terhadap keuangan perusahaan. Secara umum arus kas membantu analisis untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya, membayar dividen, meningkatkan kapasitas dan mendapatkan pendanaan. Informasi arus kas juga membantu untuk menilai kualitas laba dan ketergantungan laba pada estimasi dan asumsi tentang arus kas dimasa depan.

Hasil penelitian Livnat & Zarowin (1990) menunjukkan bahwa komponen individual arus kas memiliki hubungan yang berbeda-beda dengan *return* sekuritas. Arus kas masuk operasi memiliki hubungan positif dengan *return* saham, sedangkan arus keluar operasi berhubungan negatif dengan *return* saham. Komponen-komponen individual arus kas investasi menunjukkan tidak ada hubungan yang signifikan dengan *return* sekuritas.

Hal yang hampir sama ditemukan dalam penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya oleh Sunder (1975) dalam Hartono (2003) yang menguji perusahaan yang berpindah ke metode persediaan LIFO. Pada masa inflasi, perubahan ini akan mengakibatkan penurunan laba tetapi meningkatkan arus kas. Sunder (1975) menemukan adanya positif *excess return* selama 12 bulan setelah pengumuman perubahan tersebut. Hal ini menunjukkan

bahwa meskipun telah terjadi penurunan laba tapi disisi lain terjadi peningkatan arus kas, pasar tetap memberikan *return* positif sehingga dapat dikatakan bahwa pasar lebih bereaksi terhadap perubahan arus kas daripada terhadap perubahan laba.

Berdasarkan asumsi dan hasil penelitian tersebut maka dapat diturunkan hipotesis pertama sebagai berikut:

- H1: Perubahan arus kas berhubungan positif dengan perubahan *return* tidak normal

### Reaksi Pasar atas Perubahan Arus Kas

Sesungguhnya kas merupakan akhir pengukuran profitabilitas, dengan kaslah hutang dibayar, peralatan diperbaharui, fasilitas diperluas dan dividen dibayar, bukan dengan laba, akibatnya para investor akan lebih menyukai ketika arus kas perusahaan mengalami peningkatan karena hal tersebut memberikan tanda akan meningkatnya kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen, membayar hutang, dan melakukan ekspansi usaha, akibatnya banyak investor akan memburu saham-saham perusahaan yang mengalami peningkatan arus kas. Namun ketika terjadi penurunan arus kas, para investor tidak akan segera melepas saham yang mereka miliki karena ada kecenderungan ketika terjadi penurunan arus kas bukan berarti akan terjadi penurunan dividen. Upaya perusahaan untuk menjaga reputasi dalam pembayaran dividen dilakukan melalui pembagian dividen dalam bentuk lain seperti dividen skrip, dividen saham, atau dividen properti.

Berdasarkan argumen tersebut maka hipotesis kedua adalah sebagai berikut:

H2: Pengumuman *cash flow* meningkat direaksi lebih besar daripada pengumuman *cash flow* menurun

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan Sampel

Penelitian ini merupakan *event study* dengan *windows period* selama 11 hari meliputi lima hari sebelum tanggal pengumuman, satu hari saat pengumuman dan lima hari setelah tanggal pengumuman. Pemilihan *windows period* 11 hari dimaksudkan untuk menghindari *confounding effect*. Jika menggunakan lebih dari 11 hari dikhawatirkan ada unsur-unsur lain atau pengumuman lain yang dapat memengaruhi hasil penelitian ini, sebaliknya jika menggunakan *windows period* lebih pendek dari 11 hari maka ada kemungkinan belum ada pengaruhnya.

Populasi yang digunakan adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), hal ini dilakukan dengan alasan bahwa perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang paling banyak terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sedangkan sampelnya adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama lima periode yaitu tahun 2001 sampai dengan tahun 2006. Pemilihan sampel dilakukan secara *purposive*, sehingga sampel penelitian berasal dari populasi yang memenuhi kriteria tertentu. Adapun kriteria dalam pemilihan sampel tersebut adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar dan sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2001-2006
2. Perusahaan tidak melakukan *corporate action* lain seperti pengumuman dividen,

*right issue, stock dividend, stock bonus* dan aksi perusahaan lainnya selama *windows period*.

3. Menerbitkan laporan keuangan lengkap (laporan neraca, laba-rugi, dan laporan arus kas) selama tahun pengamatan.
4. Perusahaan memublikasikan laporan keuangannya selambat-lambatnya 90 hari (tiga bulan) setelah berakhirnya periode laporan keuangan karena menurut Samsul (2006) laporan yang diterbitkan dalam waktu satu sampai tiga bulan setelah tanggal laporan keuangan masih efektif bagi investor untuk pengambilan keputusan, sedangkan lebih dari tiga bulan dianggap sudah tidak efektif untuk pengambilan keputusan jangka pendek.
5. Data tentang tanggal publikasi laporan keuangan di media masa atau tanggal penyerahan laporan keuangan kepada Bappepam tersedia.

### Sumber Data

Laporan keuangan yang berakhir pada tanggal 31 Desember tahun ke-t akan dipublikasikan pada tahun t+1 sehingga data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data harga saham harian (harga penutupan) dari perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kriteria sampling dan data IHSG selama periode 2001-2006. Untuk menentukan tanggal pengeluaran laporan keuangan ( $t_0$ ) adalah tanggal publikasi di media masa atau tanggal penyerahan laporan keuangan kepada Bappepam, mana yang dilakukan terlebih dahulu, hal ini dilakukan dengan asumsi bahwa pada saat publikasi itulah informasi mengenai perusahaan diterima oleh publik sehingga publik (pelaku

pasar) dapat mengambil keputusan terkait dengan informasi yang diterima. Jika laporan keuangan suatu perusahaan dipublikasikan pada hari Sabtu, Minggu atau hari libur lain (saat kegiatan perdagangan di Bursa Efek Indonesia non aktif) maka tanggal yang diambil adalah hari kerja berikutnya saat perdagangan di BEI aktif kembali. Selain data mengenai tanggal publikasi di media massa atau tanggal penyerahan laporan keuangan ke Bappepam, data yang dibutuhkan lainnya adalah laporan keuangan perusahaan berupa laporan arus kas.

### Metode Analisis Data

Dalam penelitian ini, untuk menguji reaksi pasar atas pengumuman arus kas, penulis menggunakan beberapa langkah sebagai berikut: *Pertama*, perusahaan yang mengumumkan arus kas diklasifikasikan berdasarkan perubahan arus, yakni perusahaan dengan arus kas meningkat dan perusahaan dengan arus kas menurun.

*Kedua*, menghitung *return* saham individu dan *return* indeks pasar selama periode pengamatan (11 hari yang terdiri dari h-5, h=0, dan h+5). *Return* saham individu harian dihitung dengan persamaan sebagai berikut:

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

dalam hal ini:

$R_{it}$  = *return* saham masing-masing perusahaan

$P_{it}$  = harga saham masing-masing perusahaan pada t

$P_{it-1}$  = harga saham masing-masing perusahaan pada t-1

Sedangkan *return* indeks pasar harian dihitung dengan menggunakan persamaan:

$$R_{mt} = \frac{IHS_{t-1} - IHS_{t-2}}{IHS_{t-2}}$$

dalam hal ini:

$R_{mt}$  = *Return* Pasar

$IHS_t$  = Indek Harga Saham Gabungan pada t

$IHS_{t-1}$  = Indek Harga Saham Gabungan pada t-1

*Ketiga*, menghitung *abnormal return* selama periode pengamatan. *Abnormal return* dihitung berdasarkan selisih antara *return* sesungguhnya ( $R_{it}$ ) dengan *return* ekspektasi  $E[R_{it}]$  dengan persamaan sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}]$$

dalam hal ini:

$AR_{it}$  = *Abnormal Return* saham i pada periode peristiwa ke-t

= *Return* yang sesungguhnya yang terjadi untuk saham i pada periode untuk peristiwa ke-t.

$E[R_{it}]$  = *Return* ekspektasi saham i untuk periode peristiwa ke-t

*Return* ekpektasi sekuritas perusahaan ke-i untuk periode peristiwa ke-t ( $E[R_{it}]$ ) dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan *market adjusted model* dengan alasan antara lain bahwa: 1) model ini tidak

menggunakan periode estimasi dalam  $R_{it}$  menghitung *return* ekspektasi, karena *judgment* dalam menentukan lamanya periode estimasi yang berbeda sangat memungkinkan akan menghasilkan *return* ekspektasi yang berbeda; 2) model ini menggunakan IHSG dalam menghitung *return* ekspektasi. IHSG sendiri dihitung dari harga pasar seluruh saham perusahaan yang terdaftar di bursa efek sehingga IHSG dianggap cukup mewakili saham-saham yang menjadi sampel penelitian; 3) *abnormal return* dalam model ini dihitung dari selisih antara *return* realisasi dengan *return* ekspektasi pada hari yang sama.

IHSG merupakan indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham. Menurut Hartono (2003) penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Selain itu, pengumuman yang dilakukan oleh perusahaan merupakan kejadian yang tidak terkluster, artinya bahwa pengumuman oleh suatu perusahaan tidak memengaruhi harga saham perusahaan lain. Hal tersebut berbeda dengan pengumuman yang dilakukan oleh pemerintah yang dapat memengaruhi seluruh saham yang terdaftar di bursa saham, seperti pengumuman perubahan pajak.

Karena *return* sekuritas yang diestimasi sama dengan *return* indeks pasar, maka untuk menghitung *abnormal return* digunakan persamaan sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

dalam hal ini:

$AR_{it}$  = *Abnormal Return* saham i pada periode peristiwa ke-t

= *Return* yang sesungguhnya yang terjadi untuk saham i pada periode untuk peristiwa ke-t.

$R_{mt}$  = *Return* indeks pasar untuk periode peristiwa ke-t

### Pengujian Statistik

Pengujian adanya *abnormal return* tidak dilakukan untuk setiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata *abnormal return* seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk tiap hari selama periode pengamatan (Hartono, 2003) sehingga langkah keempat adalah menghitung *average abnormal return* untuk setiap hari selama *event period* dengan menggunakan persamaan:

$$AAR_t = \frac{1}{k} \sum AR_{it}$$

dalam hal ini:

$AAR_t$  = *average Abnormal Return* pada hari ke-t

k = jumlah sekuritas

$AR_{i,t}$  = *abnormal Return* sekuritas ke-i pada hari ke-t

Pengujian statistik terhadap *abnormal return* memiliki tujuan untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang ada pada *event period*. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa *abnormal return* tersebut secara statistik signifikan tidak sama dengan nol (positif untuk kabar baik dan negatif untuk kabar buruk), sehingga untuk tujuan tersebut digunakan pengujian-t atau *t-test*.

Pengujian-t dilakukan dengan membandingkan antara hasil t-hitungan dengan t-tabel. Apabila t-hitungan mutlak memiliki nilai lebih besar dari t-tabel maka hal tersebut menunjukkan terdapat perbedaan antara *abnormal return* yang terjadi dengan angka nul, atau dengan kata lain terdapat *abnormal return* yang signifikan. Untuk menentukan t-hitungan digunakan formula sebagai berikut (Hartono, 2003):

$$t^* = \frac{\beta}{SEE}$$

dalam hal ini:

$t^*$  = t-hitungan

$\beta$  = parameter yang diuji signifikansinya dalam hal ini adalah *abnormal return*

SEE = *standard error of the estimate*

*Standard error of the estimate* merupakan kesalahan standar pada waktu mengestimasi nilai *abnormal return*. *Standard error of the estimate* ini dihitung berdasarkan pada deviasi standar *return* tidak normal dari seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk setiap hari selama periode peristiwa dengan rumus sebagai berikut:

$$SEE_t = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^{i2} (AR_{it} - \overline{AR})^2}{(k-1)}} \cdot \frac{1}{\sqrt{k}}$$

dalam hal ini:

$SEE_t$  = *standard error of the estimate* untuk hari ke-t di periode peristiwa

$AR_{i,t}$  = *abnormal return* sekuritas ke-i untuk hari ke-t di periode peristiwa

$\overline{AR}_t$  = AAR (*average abnormal return*) k-sekuritas untuk hari ke-t di periode

peristiwa

K = jumlah sampel

Sedangkan pengujian statistik untuk membandingkan perbedaan reaksi pasar terhadap dua jenis pengumuman yang berbeda adalah dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$t^* = \frac{\overline{X}_1 - \overline{X}_2}{\sqrt{\frac{DS_1^2}{n_1} + \frac{DS_2^2}{n_2}}}$$

dalam hal ini:

$\overline{X}_1$  dan  $\overline{X}_2$  = rata-rata sampel yang akan dibandingkan

$DS^2$  = deviasi standar atau varians

n = jumlah sampel

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan terdapat 229 perusahaan yang menjadi sampel dengan perincian sebanyak 113 perusahaan yang melaporkan adanya peningkatan arus kas dan 116 perusahaan melaporkan penurunan arus kas.

### Pengujian Hipotesis 1

Hipotesis pertama menyatakan bahwa "Perubahan arus kas berhubungan positif dengan perubahan *return* tidak normal". Hipotesis ini diuji dengan cara melakukan uji signifikansi *abnormal return* yang terjadi selama periode pengamatan yakni untuk



mengetahui apakah ketika perusahaan mengumumkan arus kas meningkat akan menghasilkan *abnormal return* positif, demikian pula sebaliknya, apakah ketika perusahaan mengumumkan arus kas menurun menghasilkan *abnormal return* negatif.

Perhitungan *abnormal return* dilakukan untuk masing-masing hari selama periode pengamatan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap kedua jenis pengumuman tersebut. Berikut hasil perhitungan *average abnormal return*.

Tabel 1

Hasil Perhitungan *Average Abnormal Return*

Perubahan Arus Kas		
Hari ke-t	CF+	CF-
	N=113	N=116
-5	-0.0042	-0.0005
-4	0.0061	0.0040
-3	0.0047	0.0017
-2	0.0000	-0.0038
-1	0.0025	-0.0107
0	0.0056	0.0002
1	-0.0022	0.0018
2	-0.0010	-0.0042
3	-0.0091	-0.0016
4	-0.0134	-0.0099
5	0.0088	0.0009

Sumber: diolah

Berdasarkan pada Tabel 1 tersebut, tampak bahwa untuk perusahaan yang mengumumkan arus kas meningkat direspons secara positif oleh para pelaku pasar pada h-4 sampai dengan h0, dan h+5

sedangkan pada perusahaan yang mengumumkan arus kas menurun reaksi negatif terjadi pada h-5, h-2, h-1, h+2, h+3, dan h+4.

Hasil uji statistik untuk mengetahui signifikansi *abnormal return* yang terjadi ditampilkan dalam Tabel 2 berikut ini:

Tabel 2

Signifikansi *Average Abnormal Return*

Perubahan Arus Kas terhadap Nul

Hari ke-t	t-hitungan	
	CF+	CF-
	N=113	N=116
-5	-0.8477	-0.1507
-4	1.5753**	0.9895
-3	1.2831**	0.5446
-2	0.0093	-0.9635
-1	1.1354	-2.7177
0	0.9522	0.0330
1	-0.8143	0.4152
2	-0.2147	-1.5720
3	-2.5608	-0.4516
4	-3.2194	-2.7768*
5	1.5282**	0.2571

Sumber: diolah

\* signifikan pada tingkat

□=5%

\*\* signifikan pada tingkat

□=10%

Tabel 2 menunjukkan bahwa pada kelompok pertama yakni perusahaan yang mengalami peningkatan arus kas terdapat *abnormal return* pada h-4, h-3, dan h+5

ketika menggunakan  $\alpha = 0.1$ , sedangkan pada perusahaan yang mengalami penurunan arus kas, *abnormal return* secara statistik signifikan terjadi pada  $h+4$  baik menggunakan  $\alpha = 0.05$  maupun  $0.1$ . Berdasarkan hasil temuan tersebut maka hipotesis pertama yang menyatakan bahwa perubahan arus kas berhubungan positif dengan perubahan *return* tidak normal terbukti secara empirik.

### Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis kedua dimaksudkan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan arus kas yang dilakukan oleh perusahaan.

Tabel 3

Hasil Perhitungan *Average Abnormal Return* dan Signifikansi Perbedaan Antara Perusahaan yang Mengumumkan Arus Kas Meningkat dengan Perusahaan yang Mengumumkan Arus Kas Menurun

$\alpha$	CF+	CF-	t-hitungan	t-tabel	Signifikansi
$\alpha = 0.1$	0.0000	0.0099	-29.9068	1.645	Tidak Signifikan
$\alpha = 0.05$	0.0065	0.0099	-6.47939	1.282	Tidak Signifikan

Sumber: diolah

Tabel 3 menunjukkan adanya perbedaan antara *abnormal return* perusahaan yang mengumumkan peningkatan arus kas dengan perusahaan yang mengumumkan penurunan arus kas, dan secara statistik perbedaan tersebut tidak signifikan baik ketika menggunakan  $\alpha = 5\%$

maupun  $10\%$ , hal ini terlihat dari nilai t-hitungan yang diperoleh memiliki nilai yang lebih kecil dari t-tabel. Berdasarkan temuan tersebut maka hipotesis kedua yang menyatakan bahwa "Pengumuman *cash flow* meningkat direspons lebih besar daripada pengumuman *cash flow* menurun" tidak terbukti secara empirik.

Tidak adanya perbedaan tersebut menunjukkan bahwa pasar sama-sama bereaksi terhadap pengumuman arus kas, baik ketika terjadi peningkatan maupun penurunan. Tidak adanya perbedaan reaksi terhadap pengumuman arus kas meningkat maupun menurun dimungkinkan karena: *pertama*, investor menggunakan data perubahan arus kas tersebut untuk memprediksi dan membuat ekpekstasi mengenai arus kas masa depan; *kedua*, para pemegang saham merupakan investor yang bertujuan untuk melakukan spekulasi dan mencari *return* dari *capital gain* bukan dari dividen sehingga ketika terjadi peningkatan arus kas akan terjadi banyak permintaan yang menyebabkan harga saham meningkat dan ketika terjadi penurunan arus kas akan terdapat banyak penawaran sehingga harga saham turun; dan *ketiga*, invetor lebih mengharapkan dividen tunai daripada dividen dalam bentuk lain.

### SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

#### Simpulan

Berdasarkan hasil analisis statistik yang telah diuraikan sebelumnya, maka simpulan yang dapat ditarik dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Para pelaku pasar modal bereaksi searah dengan perubahan arus kas yang dialami oleh

suatu perusahaan. Simpulan ini diambil berdasarkan temuan empirik yang mendukung H1. Hasil penelitian ini mendukung hasil temuan Livnat dan Zarowin (1990) yakni bahwa arus kas masuk operasi memiliki hubungan positif dengan *return* saham, sedangkan arus keluar operasi berhubungan negatif dengan *return* saham. Hasil ini mendukung Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No 2 paragraf 01 tahun 1994 yang menyatakan bahwa perusahaan harus menyusun laporan arus kas dan harus menyajikan laporan tersebut sebagai bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan untuk setiap periode penyajian laporan keuangan.

- 2) Reaksi pasar terhadap peningkatan arus kas dan terhadap penurunan arus kas tidak berbeda secara signifikan. Simpulan ini didasarkan pada temuan empirik yang tidak dapat mendukung H2.

### **Keterbatasan**

Beberapa keterbatasan yang mungkin berpengaruh dalam penelitian ini antara lain:

1. Penelitian ini hanya mempertimbangkan arah perubahan arus kas dan tidak mempertimbangkan besaran perubahan (kenaikan atau penurunan) arus kas, selain itu penelitian ini juga tidak mempertimbangkan arus kas yang diperoleh (positif ataukah negatif). Mungkin selama periode pengamatan, perubahan arus kas yang terjadi sangatlah kecil sehingga investor kurang menaruh perhatian.
2. Tidak mempertimbangkan ada tidaknya publikasi sebelumnya yang telah dilakukan oleh manajemen perusahaan seperti prediksi (prospektus) perusahaan. Jika publikasi

semacam ini pernah dilakukan sebelumnya, maka besar kemungkinan reaksi pasar terjadi pada saat publikasi mengenai prospektus tersebut dilakukan, bukan pada saat publikasi laporan keuangan.

3. Tidak mempertimbangkan besarnya (perubahan) volume perdagangan. Adanya perubahan volume perdagangan di sekitar tanggal publikasi merupakan cara lain untuk menilai reaksi pasar.
4. Tidak mempertimbangkan efek industri dan faktor ekonomi makro.
5. Tidak mempertimbangkan ukuran (*size*) perusahaan (besar dan kecil) karena ada kemungkinan pelaku pasar secara agregat lebih bereaksi terhadap perusahaan kecil atau perusahaan besar saja.
6. Penelitian ini menggunakan data beberapa tahun tertentu (selama lima tahun), sehingga hasil penelitian belum tentu dapat digeneralisir pada periode tahun pengamatan yang berbeda.
7. Penelitian ini tidak mempertimbangkan Bursa Efek Indonesia sebagai pasar modal yang perdagangannya masih tipis (*thin market*).

### **Saran**

Penelitian yang serupa dengan penelitian ini akan lebih baik lagi jika dapat mempertimbangkan dan mengembangkan keterbatasan-keterbatasan yang ada pada penelitian kali ini, sehingga hal-hal yang perlu dilakukan untuk penelitian berikutnya antara lain:

1. Perlu mempertimbangkan besarnya kenaikan atau penurunan arus kas serta

mempertimbangkan arus kas positif ataukah negatif, karena dimungkinkan sekali pasar memang tidak terlalu bereaksi terhadap perubahan arus kas yang [dianggap] sangat kecil.

2. Mempertimbangkan ada tidaknya publikasi sebelumnya mengenai prospektus perusahaan, perubahan volume perdagangan, efek industri dan faktor ekonomi makro.
3. Mempertimbangkan besarnya [perubahan] volume perdagangan.
4. Perlu mempertimbangkan efek industri dan faktor ekonomi makro. *Kelima*, mengelompokkan perusahaan berdasarkan ukuran (*size*) perusahaan sehingga dapat diketahui reaksi pasar terhadap masing-masing perusahaan tersebut.
5. Memperpanjang periode waktu penelitian sehingga hasilnya lebih dapat digeneralisir.
6. Menggunakan beta koreksi untuk mempertimbangkan Bursa Efek Jakarta sebagai pasar modal yang masih tipis perdagangannya.

## DAFTAR PUSTAKA

- Hartono, J. (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edidi Ketiga. BPFE Yogyakarta.
- IAI. (1994). *Standar Akuntansi Keuangan*. Buku Satu. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Kieso D. E., Weygandt, J.J & Warfield, T.D. (2001). *Intermediate Accounting*. Tenth edition. John Wiley & Sons.
- Livnat, J., & Zarowin, P. (1990). The Incremental Information Content of Cash Flow Components. *Journal of Accounting and Economics*, 13, 25-46
- Ou, J.A. (1990). The information Content Of Nonearnings Accounting Numbers as Earnings Predictors. *Journal of Accounting Research*, Vol. 28/1 Spring, 144-163.
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Slamet, S. (2003). Kemampuan Laba Rincian untuk Memprediksi Aliran kas. *Disertasi Non Publis*. Universitas Gadjah Mada.
- Wild, J.J., Subramanyam, K.R & Halsey, R.H. (2007) *Financial Statement Analysis*. Ninth Edition. MC Graw Hill