



UNIVERSITAS INDONESIA

TESIS

**ANALISIS HUBUNGAN RETURN SAHAM
DENGAN EARNING DAN CASH FLOW
UNTUK JANGKA PANJANG :
DI BURSA EFEK JAKARTA**

OLEH :

LEDIANA SUFINA

NPM : 849802005Y

PASCASARJANA FAKULTAS EKONOMI

PROGRAM STUDI ILMU MANAJEMEN

DEPOK, 2002

DEPARTEMEN PENDIDIKAN NASIONAL
UNIVERSITAS INDONESIA
PROGRAM PASCASARJANA

LEMBAR PERSETUJUAN THESIS

Nama : Ledianna Sufina
Nomor Mahasiswa : 849802005Y
Bidang Studi : Ilmu Ekonomi
Program Studi : Ilmu Manajemen
Bidang Kekhususan : Manajemen Keuangan
Judul Penelitian : Analisis Hubungan Return Saham Dengan Earning dan Cash Flow untuk Jangka Panjang : Di Bursa Efek Jakarta

Telah diujikan pada :
Hari Senin, Tanggal 04 Maret 2002

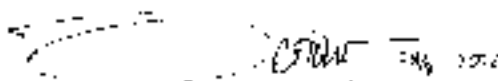
Mengetahui :

Ketua Penguji



Dr. Ruslan Prijadi

Anggota Penguji / Pembimbing



Dr. Bambang Setiono

Anggota Penguji



Prof. Dr. I. G. N. Agung

ABSTRAKSI

Pasar modal merupakan bagian dari pasar finansial, yang menghubungkan supply dan demand dana. Sifat khusus dari pasar modal adalah adanya ketidakpastian kualitas produk yang ditawarkan, baik dari segi harga, pembayaran bunga dan deviden. Untuk mengurangi ketidakpastian ini, maka investor perlu informasi yang antara lain didapat dari informasi akuntansi, untuk menilai risiko yang melekat pada investasinya dan juga untuk memperkirakan return yang akan diperoleh dari investasi tersebut.

Informasi akuntansi ini dapat diperoleh dari laporan keuangan, antara lain terdiri neraca, laporan laba rugi, dan laporan arus kas. Earning merupakan pengukuran yang paling dominan di pasar sehingga penelitian tentang keterkaitan antara return dan earning telah banyak dilakukan oleh peneliti sebelumnya. Tapi, pada earning dapat menimbulkan informasi yang asimetri antara manajemen dan penanam modal, karena yang membuat pengukuran kinerja adalah manajemen. Manajemen mempunyai kebijaksanaan untuk menentukan akrual dan kebijaksanaan ini dapat saja digunakan untuk memberikan signal terhadap informasi yang sifatnya menampulasi earning untuk tujuan tertentu. Dengan demikian signal ini, dapat diharapkan dapat meningkatkan kemampuan laba dalam kinerja perusahaan dengan asumsi manajemen memiliki informasi yang superior mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas.

Untuk menghindari hal ini dapat menggunakan arus kas sebagai alternatif atau informasi tambahan. Tapi arus kas dibatasi oleh masalah timing dan matching, dan masalah ini dapat dihindari apabila jangka waktu penelitian diperpanjang.

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui hubungan antara return saham dengan accounting earning dalam hal ini adalah laba bersih per lembar saham, serta hubungan antara return dengan arus kas dari aktifitas operasi, arus kas dari aktifitas investasi dan arus kas dari aktifitas pendanaan.

Penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur yang telah tercatat pada Bursa Efek Jakarta sejak tahun 1993, karena dalam penelitian ini menggunakan interval waktu penelitian selama 8 tahun. Penelitian ini menggunakan model regresi linier, dengan data per lembar saham kemudian diskalakan dengan harga awal. Data diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory, JSX Monthly, JSX Quarter dan Laporan Arus Kas masing-masing perusahaan. Pengujian regresi dilakukan dengan menggunakan pooling data. Sebagai pelengkap dari pengujian ini dilakukan pengujian ekonometrik yaitu uji multikolinieritas uji heterokedastisitas.

Dari hasil pengujian ekonometrik dapat disimpulkan bahwa pada model ini tidak terdapat gejala multikolinieritas dan gejala heterokedastisitas. Konsisten dengan penelitian sebelumnya, maka dari persamaan regresi yang diperoleh, menunjukkan koefisien yang positif untuk earning dan arus kas operasi, dan hubungan yang semakin meningkat seiring dengan meningkatnya interval waktu penelitian. Hal ini berarti semakin besar return yang diterima maka earning dan arus kas operasi akan semakin besar pula

Tidak terdapat hubungan yang signifikan untuk satu tahun interval, dua tahun dan empat tahun interval antara return dengan arus kas investasi. Sedangkan hubungan yang terjadi untuk satu tahun interval adalah positif 6.3%. Ini artinya apabila terjadi kenaikan

return sebesar 1% maka investasi yang dilakukan akan meningkat menjadi 6.3%. Untuk hubungan pada interval dua tahunan dan empat tahunan, adalah negatif yang berarti apabila terjadi kenaikan return untuk jangka waktu dua dan empat tahun, maka investasi yang akan dilakukan akan semakin menurun sebesar 1.1% dan 3.6 %.

Koefisien yang negatif untuk dua tahun interval dan empat tahun interval pengukuran konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Dechow (1994) begitu juga juga tingkat signifikansi yang tidak signifikan untuk setiap interval waktu pengukuran.

Terdapat hubungan yang signifikan untuk satu dan empat tahun dan hubungan yang tidak signifikan untuk dua tahun interval, dengan tingkat signifikansi untuk satu tahun interval adalah 0.002, 0.201 untuk 4 tahun interval adalah 0.0476. Dari tabel 4.5.3. dapat kita lihat bahwa Pearson Correlation untuk interval satu tahun . interval dua tahun dan empat tahun adalah : 31.1%, 13.0% dan 36.6%. Berarti hubungan antara return dengan arus kas investasi untuk interval 1 tahun mengalami penurunan dari 31.1% menjadi 13.0% (interval 2 tahun) dan mengalami naik untuk interval 4 tahun menjadi 36.6%. Hubungan yang terjadi adalah positif, sehingga apabila terdapat kenaikan return yang diterima maka kegiatan untuk pendanaan juga semakin meningkat

Hubungan return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan secara bersama-sama untuk satu tahun interval, adalah positif dan hubungan yang paling kuat adalah antara return dengan arus kas operasi (42.7%), kemudian hubungan antara return dengan arus kas pendanaan (31.1%) dan hubungan return dengan earning (17.1%) dan hubungan return dengan arus kas investasi (6.3%). Hal ini berarti menolak hipotesis nol untuk hubungan return dengan earning, arus kas operasi, arus kas

investasi dan arus kas pendanaan , yang berarti memang terdapat hubungan yang positif antara return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan sehingga apabila terjadi kenaikan return maka akan diiringi dengan kenaikan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan.

Hubungan return dengan earning, arus kas operasi, dan arus kas pendanaan secara bersama-sama untuk dua tahun interval, adalah positif dan hubungan yang paling kuat adalah antara return dengan arus kas operasi (54.7%), kemudian hubungan antara return dengan earning (31.1%) dan hubungan return dengan arus kas pendanaan, sedangkan untuk hubungan return dengan arus kas investasi adalah -1.1%. Hal ini berarti menolak hipotesis nol untuk hubungan return dengan earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan dan ini membuktikan memang terdapat hubungan yang positif antara return saham dengan earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan, tapi untuk hubungan antara return dengan arus kas investasi mempunyai hubungan yang negatif dan ini berarti bahwa semakin besar return yang diterima maka akan semakin kecil arus kas yang akan dikeluarkan untuk investasi.

Berdasarkan uji F, didapat F hitung sebesar 5.284 untuk interval satu tahun dengan tingkat signifikansi .001 yang berarti lebih kecil dari .005 maka model satu tahun, dapat dikatakan bahwa earning satu tahun, arus kas operasi satu tahun, arus kas investasi satu tahun dan arus kas pendanaan satu tahun secara bersama-sama berpengaruh terhadap return saham satu tahun.

Untuk jangka waktu penelitian dua tahun, diperoleh F hitung sebesar 5.904 dengan tingkat signifikansi .001. .001 ini lebih kecil dari .005 maka model dua tahun

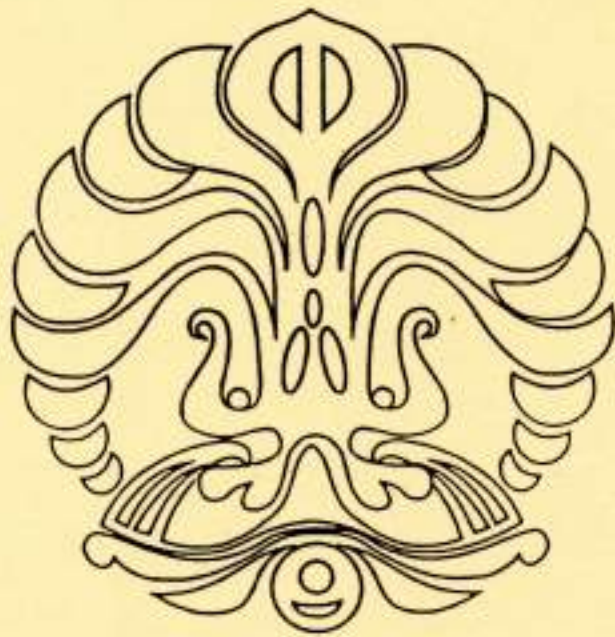
dikatakan bahwa *earning* dua tahun, arus kas operasi dua tahun, arus kas investasi dua tahun dan arus kas pendanaan dua tahun secara bersama-sama berpengaruh terhadap return saham dua tahun.

Untuk penelitian empat tahun, diperoleh nilai *F* hitung sebesar 2.849 dengan tingkat signifikansi .056, maka dapat dikatakan bahwa pada tingkat signifikansi .056 *earning* empat tahun, arus kas operasi empat tahun, arus kas investasi empat tahun dan arus kas pendanaan empat tahun secara bersama-sama berpengaruh terhadap return saham empat tahun.

Hubungan return dengan *earning*, arus kas operasi, dan arus kas pendanaan secara bersama-sama untuk empat tahun interval, adalah positif dan hubungan yang paling kuat adalah antara return dengan arus kas operasi (46.6%). kemudian hubungan antara return dengan *earning* (38.8%) dan hubungan return dengan arus kas pendanaan (36.6%), sedangkan untuk hubungan return dengan arus kas investasi adalah -3.6%. Hal ini berarti menolak hipotesis nol untuk hubungan return dengan *earning*, arus kas operasi dan terbukti bahwa terdapat hubungan yang positif antara return dengan *earning*, arus kas operasi dan arus kas pendanaan tapi untuk hubungan antara return dengan arus kas investasi adalah negatif yang berarti apabila return yang diterima lebih besar maka arus kas yang akan dikeluarkan untuk berinvestasi akan semakin kecil.

Berdasarkan data-data di atas maka dapat ditarik kesimpulan bahwa arus kas operasi dapat juga digunakan sebagai penentu return, karena sama-sama mempunyai hubungan yang positif dengan *earning*, terlebih untuk interval jangka pendek (satu dan

dua) tahun sebaiknya menggunakan arus kas operasi karena hubungan antara return dengan arus kas operasi lebih besar dari pada hubungan return dengan earnings.



Kata Pengantar

Puji dan syukur penulis panjatkan ke **Hadirat Allah SWT** karena hanya dengan berkat dan **karunia-NYA** penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Walaupun penulis menyadari bahwa tesis ini masih banyak kekurangan, tetapi penulis mengharapkan bahwa tesis ini dapat menjadi bahan masukan bagi pihak-pihak yang memerlukan.

Penulis ingin mengucapkan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada berbagai pihak yang telah membantu dan memberi dukungan baik selama penulis menjalani masa studi, maupun pada masa penyusunan sampai penyelesaian tesis. Dukungan dari berbagai pihak ini sangat berarti bagi penulis :

1. Kepada suami tercinta **Ikhsan Azman**, serta anak-anakku tersayang, **Irsyafia Artia**, **Ryan Rizqiansyah** serta **Zidan Hafidzali**. juga kepada **Ibu dan Ayah** serta **Papa dan Ibu di Padang**.
2. Kepada **Bp. Dr. Rhenald Kasali** selaku **Ketua Program Studi Ilmu Manajemen** dan seluruh staf pengajar **Program Pasca Sarjana Bidang Ilmu Ekonomi Jurusan Manajemen** atas ilmu yang telah diberikan kepada penulis selama menempuh program pasca sarjana.
3. Kepada **Bp. Dr. Bambang Setiono** selaku pembimbing dalam penyusunan tesis ini atas waktu, ilmu, saran dan bimbingan yang telah diberikan sehingga tesis ini dapat diselesaikan.

4. Kepada Bp. Prof. Dr. I. G. N. Agung dan Bp. Dr. Ruslan Prijadi selaku anggota tim penguji atas berbagai masukan yang diberikan untuk lebih memperbaiki dan menyempurnakan tesis yang penulis susun.
5. Kepada Bp. Dr. Syafrizal selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Andalas Padang serta Bp. Drs. Syahril Ali Ms. Ak, selaku Ketua Program Jurusan Akuntansi.
6. Kepada rekan-rekan tercinta : Andriani Pangemaban, atas waktu, saran dan masukannya, serta dorongannya dalam penulisan tesis ini, Bp. Margana (terima kasih ya Pak, atas free ridernya dan yang paling penting atas "Kontan"-nya untuk menyelesaikan tesis ini, Nina Agustina ('ma kasih mbak atas dorongan dan masukannya), Uni Raudhatul Hidayah ('ma kasih atas segalanya, terutama dalam menyelesaikan tugas-tugas yang tertinggal di Padang), Retno Tanding ('ma kasih atas segala keceriaan dan dorongan serta "coca colanya").
7. Kepada rekan-rekan pasca angkatan 98, Hesti, Wasis, Benny, Arwin, mbak Lilik dan rekan-rekan lainnya yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu atas kebersamaan yang diberikan selama menempuh program pasca sarjana.
8. Kepada seluruh staf perpustakaan Fakultas Ekonomi dan Magister Manajemen yang telah banyak membantu dalam menyelesaikan tesis ini.
9. Kepada seluruh staf administrasi PAU.

Jakarta, Agustus 2002

Lediana Sufina

DAFTAR ISI

	Hal.
HALAMAN JUDUL	
LEMBAR PERSETUJUAN	ii
ABSTRAKSI	iii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	
DAFTAR LAMPIRAN	
BAB I - PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Perumusan Masalah	7
1.3. Tujuan Penelitian	7
1.4. Hipotesa Penelitian	8
1.5. Manfaat Penelitian	9
1.6. Metodologi Penelitian	10
1.7. Sistematika Penulisan	11
BAB II : LANDASAN TEORI	
2.1. Pasar Modal.....	13
2.1.1 Pengertian dan fungsi Pasar Modal	13
2.1.2. Pasar Modal dan Informasi yang Efisien	14
2.1.3. Alternatif Investasi di Pasar Modal	

2.1.3.1. Gaya Investasi Manajemen Alternatif	
2.1.3.1.1. Technical Analysis	15
2.1.3.1.2. Market Timing	15
2.1.3.1.3. Fundamental Analysis	16
2.1.3.2. Gaya Investasi Manajemen Pasif	
2.1.3.2.1. Elemen Pendekatan Pasif	16
2.1.3.2.2. Nonimplication Of Market Efficiency	17
2.2. Perkembangan Investasi di Pasar Modal Indonesia.....	17
2.2.1. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keberhasilan Pasar Modal	17
2.2.2. Perkembangan, Kecenderungan dan Kebutuhan : Investasi di Pasar Modal Indonesia	18
2.2.2.1. Perkembangan Pasar Modal Indonesia	18
2.2.2.2. Kecenderungan Investasi di Pasar Modal Indonesia	19
2.2.2.3. Kebutuhan Investasi di Pasar Modal	19
2.3. Accounting Earning, Return and Cash Flow	19
2.3.1.1. Accounting Earning	20
2.3.1.2. Forecasting Earning	21
2.3.1.3. Asosiasi antara Harga Saham dengan Accounting Earning	24
2.3.2. Return	
2.3.2.1. Expected Return	26
2.3.2.2. Accounting Earning dan Return : Menurut Ball dan Brown	27
2.3.3. Arus Kas	30

2.3.3.1. Arus Kas dari Aktivitas Operasi	31
2.3.3.2. Arus Kas Investasi	33
2.3.3.3. Arus Kas dari aktivitas Pendanaan	34
2.4. Penelitian Terdahulu.....	34
2.4.1. Faktor-faktor yang Menentukan Korelasi antara Return-Earning oleh Pervin K. Shroff (1995)	37
2.4.2. Asosiasi Aggregate dan Disaggregated Earning dengan Return Saham Tabunan ; oleh Chia, T Czernkowski, J. Loflus (1997)	38
2.4.3. The Association of Operating Cash Flow and Accruals With Security Return: oleh Judy Rayburn	39
2.4.4. Analisis Arus Kas Terhadap Tingkat Pengerobangan saham di Bursa Efek Jakarta ; Oleh Adler Hayman Manurung	41
2.4.5. Earning Cash Flow dan Security Return Over Long Return Interval Analysis and UK Evidence; oleh Andreas Charitou dan Colin Clubb (1999)	42
2.4.6. Accounting Earning and Cash Flow as Measures of The Role of Accounting Accruals ; oleh Patricia M. Dechow	43

BAB III : METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel Penelitian	54
3.2. Teknik Pengumpulan Data	54
3.3. Hipotesis Penelitian	55
3.4. Rancangan Analisis dan Pengujian Hipotesis	57

3.5. Pengujian Ekonometrik	61
3.5.1. Pengujian Multikolinieritas	62
3.5.2. Pengujian Heterokedastisitas	63
BAB IV - HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	64
4.1. Deskriptif Statistika	65
4.2. Pengujian Hipotesis Pertama	70
4.3. Pengujian Hipotesis Kedua	74
4.4. Pengujian Hipotesis Ketiga	79
4.5. Pengujian Hipotesis Keempat	83
4.6. Pengujian Hipotesis Kelima	87
A. Uji Multikolinieritas	96
B. Uji Heterokedastisitas	98
4.7. Kesimpulan	99
BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1. Kesimpulan	106
5.2. Saran	111
DAFTAR PUSTAKA.....	112
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel	halaman
1.1.1. Sumber informasi yang digunakan dalam pengambilan Keputusan investasi saham	4
2.1. Rangkuman penelitian-penelitian terdahulu	50
4.1.1. Data deskripsi statistik return dan earning untuk satu tahun, dua tahun, dan empat tahun	65
4.1.2. Data deskripsi statistik return dan arus kas operasi untuk satu tahun, dua tahun, dan empat tahun	66
4.1.3. Data deskripsi statistik return dan arus kas investasi untuk satu tahun, dua tahun, dan empat tahun	67
4.1.4. Data deskripsi statistik return dan arus kas pendanaan untuk satu tahun, dua tahun, dan empat tahun	68
4.1.5. Data deskripsi statistik return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan untuk satu tahun, dua tahun, dan empat tahun	68
4.2.1. Hasil regresi : $\text{Return} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{AE}/P_0 + u_1$	71
4.2.2. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung	72
4.2.3. Hasil Uji Pearson Correlation	73
4.3.1. Hasil regresi : $\text{Return} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CFO}/P_0 + u_1$	75
4.3.2. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung	77
4.3.3. Hasil Uji Pearson Correlation	78

4.4.1. Hasil regresi : $\text{Return} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{INV}/P_0 + u_1$	80
4.4.2. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung	81
4.4.3. Hasil Uji Pearson Correlation	82
4.5.1. Hasil regresi : $\text{Return} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DAN}/P_0 + u_1$	84
4.5.2. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung	85
4.5.3. Hasil Uji Pearson Correlation	86
4.6.1. Hasil regresi : $\text{Return} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{AE}/P_0 + \alpha_2 \text{CFO}/P_0 + \alpha_3 \text{INV}/P_0 +$ $\alpha_4 \text{DAN}/P_0 + u_1$	88
4.6.2.1. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung untuk interval satu tahun.	90
4.6.2.2. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung untuk interval dua tahun.	91
4.6.2.3. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung untuk interval empat tahun.....	91
4.6.1.1. Hasil Uji Pearson Correlation untuk interval satu tahun.....	93
4.6.1.2. Hasil Uji Pearson Correlation untuk interval dua tahun.....	94
4.6.1.3. Hasil Uji Pearson Correlation untuk interval empat tahun.....	95
4.7.1. Hasil uji multikolinieritas untuk hubungan return dengan earning, arus Kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan.....	97
4.8.1. Hasil uji Spearman-Rank	99

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran		Halaman
1.	Persamaan : $y(1) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{earning 1}) + u_t$	1
2.	Persamaan : $y(2) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{earning 2}) + u_t$	5
3.	Persamaan : $y(1) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{earning 4}) + u_t$	10
4.	Persamaan : $y(1) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{CFO 1}) + u_t$	15
5.	Persamaan : $y(1) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{CFO 2}) + u_t$	19
6.	Persamaan : $y(1) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{CFO 4}) + u_t$	24
7.	Persamaan : $y(1) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{INV 1}) + u_t$	28
8.	Persamaan : $y(2) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{INV 2}) + u_t$	32
9.	Persamaan : $y(4) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{INV 4}) + u_t$	37
10.	Persamaan : $y(1) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{DAN 1}) + u_t$	41
11.	Persamaan : $y(1) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{DAN 2}) + u_t$	45
12.	Persamaan : $y(1) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{DAN 4}) + u_t$	50
13.	Persamaan : $y(1) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{earning 1}) + \alpha_2 (\text{CFO 1}) + \alpha_3 (\text{INV 1}) + \alpha_4 (\text{DAN 1}) + u_t$	54
14.	Persamaan : $y(2) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{earning 2}) + \alpha_2 (\text{CFO 2}) + \alpha_3 (\text{INV 2}) + \alpha_4 (\text{DAN 2}) + u_t$	60
15.	Persamaan : $y(4) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{earning 4}) + \alpha_2 (\text{CFO 4}) + \alpha_3 (\text{INV 4}) + \alpha_4 (\text{DAN 4}) + u_t$	65
16.	Uji Heterokedastisitas persamaan : $y(1) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{earning 1}) + u_t$	1a
17.	Uji Heterokedastisitas persamaan : $y(4) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{earning 4}) + u_t$	2a

17.	Uji Heterokedastisitas persamaan : $y(2) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{CFO } 1) + u_t$	3a
18.	Uji Heterokedastisitas persamaan : $y(1) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{INV } 1) + u_t$	4a
19.	Uji Heterokedastisitas persamaan : $y(4) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{INV } 4) + u_t$	5a
20.	Uji Heterokedastisitas persamaan : $y(2) = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{DAN } 2) + u_t$	6a
21.	IHSI dari tahun 1992 – IHSI tahun 2000	71
22.	Harga dari tahun 1992 – 2000	72
23.	Jumlah Saham dari tahun 1992 –2000	73
24.	Earning dari tahun 1992 – 2000	74
25.	Arus Kas Operasi dari tahun 1992 – 2000	75
26.	Arus Kas Investasi dari tahun 1992 – 2000	76
27.	Arus Kas Pendanaan dari tahun 1992 –2000	77



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan kelengkapan dari setiap sistem perekonomian. Karena itu adalah hal yang mutlak harus diadakan, jika negara ingin memanfaatkan sebanyak mungkin sumber ekonomi yang tersedia. Pasar modal berperan sebagai alat/piranti untuk dapat mengaplikasikan sumber daya ekonomi secara optimal. Pasar modal di negara-negara memiliki peran yang sangat penting, baik dari segi permintaan oleh emiten maupun segi penawaran oleh penanam modal, sehingga dapat dikatakan pasar modal sebagai tolok ukur kemajuan suatu negara. Apabila negara mempunyai pasar modal yang baik dapat dikatakan bahwa negara tersebut merupakan negara yang sudah maju.

Penggunaan pasar modal sebagai sumber pembiayaan akan memperbaiki struktur asset perusahaan sehingga akan memperoleh debt to equity ratio rendah yang dapat menjadikan cost of capital perusahaan minimal. Perusahaan dipaksa untuk mengubah sistem manajemen menjadi lebih terbuka dengan melaporkan perkembangan perusahaan ke publik.

Dari sisi investor, pastilah seorang investor mengharapkan imbalan (return) atas dana yang telah diinvestasikannya, baik dalam bentuk deviden atau capital gain. Imbalan-imbalan ini telah diperhitungkan akan minimal sama atau melebihi nilai imbalan yang diterima secara proporsional dari jenis investasi lain seperti deposito, tabungan, atau obligasi.

Investasi pada saham mempunyai resiko, karena investasi memiliki kemungkinan untuk tidak mendapatkan deviden, dan pada saat saham dijual, harga jual saham lebih rendah dari harga pembelian awal atau saham tersebut tidak mempunyai nilai karena perusahaan yang bersangkutan tidak beroperasi/pailit. Bagi investor, dalam menyalurkan dananya melalui pasar modal, yang terpenting adalah perasaan aman dalam investasinya dan ini dapat diperoleh jika informasi yang didapat dengan jelas, wajar dan tepat waktu sebagai dasar pengambilan keputusan.

Sifat khusus dari pasar modal adalah adanya ketidakpastian akan kualitas produk yang ditawarkan, baik dari segi harga, pembayaran bunga dan deviden. Untuk mengurangi ketidakpastian ini, maka investor perlu informasi akuntansi untuk menilai resiko yang melekat pada investasinya dan juga untuk memperkirakan return yang akan diperoleh dari investasi tersebut.

Earning merupakan pengukuran yang paling dominan dalam pasar, tapi kemungkinan untuk terjadinya informasi yang asimetri antara manajemen dan penanam modal dapat saja terjadi karena yang membuat pengukuran kinerja adalah manajemen. Manajemen mempunyai kebijaksanaan untuk menentukan aktual dan kebijaksanaan ini dapat saja digunakan untuk memberikan signal terhadap informasi yang sifatnya memanipulasi earning untuk tujuan tertentu. Dengan demikian signal ini, dapat diharapkan dapat meningkatkan kemampuan laba dalam kinerja perusahaan dengan asumsi manajemen memiliki informasi yang superior mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas.

Untuk menghindari hal ini dapat menggunakan arus kas sebagai alternatif atau informasi tambahan. Karena analisis arus kas mampu memberikan gambaran yang teridentifikasi sehingga dapat meningkatkan kegunaan dari laporan

keuangan, antara lain dapat menghindari keraguan pada alokasi pendapatan dalam pengukuran pendapatan periodik, dimana menyediakan pengukuran yang tidak berganda dari kinerja keuangan suatu entitas, dapat memberikan gambaran dari kegiatan bisnis karena kas merupakan kunci dalam masalah jangka panjang bagi perusahaan untuk membayar seluruh kewajiban jangka panjangnya, arus kas juga tidak membutuhkan penyesuaian tingkat harga pada saat terjadinya inflasi.

Arus kas diatasi oleh masalah timing dan matching, tapi masalah timing dan matching ini dapat dihindari dengan prinsip akrual yaitu, prinsip pengakuan pendapatan dan matching. Dalam prinsip pengakuan pendapatan, pendapatan diakui sebagai pendapatan jika besar kemungkinan manfaat ekonomi masa depan akan mengalir ke perusahaan dan manfaat ini dapat diukur dengan andal, sedangkan dalam prinsip matching, semua pengeluaran harus berhubungan secara langsung dengan pembiayaan pendapatan dalam suatu periode dimana pendapatan tersebut dihasilkan. Sehingga merupakan suatu alasan yang tepat apabila dapat menggunakan data earning dan arus kas sebagai penaksiran kinerja keuangan.

Penelitian explorative yang dilakukan oleh Pagalung (1993) menunjukkan bahwa laporan keuangan masih dipandang sebagai informasi yang cukup penting oleh para investor di Bursa Efek Jakarta. Penelitian tersebut mengungkapkan fakta sebagai berikut: (lihat tabel 1.)

Tabel 1.1. Sumber informasi yang digunakan dalam pengambilan keputusan investasi saham :

Sumber Informasi	Respon	Persentase (%)
Laporan Keuangan	37	52,86
Sesama Broker (stock broker)	10	14,29
Surat Kabar	9	12,86
Jasa Pelayanan data bisnis (PDBI, ECFIN, dll)	5	7,14
Majalah ekonomi/keuangan	4	5,71
Investor/pemulas saham	3	4,28
Lain-lain (tips, isu)	2	2,86

Sumber : Gagaring Pagahung, kebutuhan informasi investor di pasar modal Indonesia (suatu penelitian eksploratif) thesis S-2 UGM 1995,95.

Penelitian pendapatan dengan return saham di Bursa telah banyak dilakukan oleh peneliti-peneliti terutama di negara yang telah maju bursa sahamnya, diantaranya: Easton dan kawan-kawan (1992) melakukan penelitian untuk perusahaan di USA pada periode 1968 – 1986, dengan membagi periode tersebut menjadi 1968 – 1977 dan 1977 – 1986. Penelitian ini mengambil kesimpulan bahwa : Pendapatan mempunyai hubungan dengan return saham dimana hubungan ini meningkat dengan peningkatan dalam interval tingkat pengembalian saham tersebut

Kemudian pada tahun 1994, Dechow membandingkan kemampuan relatif earning untuk aliran kas bersih dan aliran kas dari operasi untuk merefleksikan kinerja perusahaan di bursa untuk USA pada periode 1960 – 1989. Arus kas bersih akan

berfluktuasi sesuai dengan arus kas masuk, dan arus kas keluar diasosiasikan dengan aktifitas investasi dan aktifitas pendanaan. Dan arus kas bersih ini tidak mempunyai penyesuaian akrual sehingga dapat mengatasi masalah matching dan timing. Pengujian juga dilakukan dengan membandingkan jangka waktu penelitian yang dibagi menjadi jangka pendek yaitu untuk periode kuartalan dan periode tahunan serta jangka panjang untuk waktu empat tahunan. Dengan makin panjangnya jangka waktu penelitian, maka diharapkan masalah timing dan matching akan dapat menjadi lebih kecil sehingga asosiasi return dan aliran kas yang terealisasi akan bertambah karena jangka waktu pengukuran ditingkatkan.

Hasil penelitian ini menarik kesimpulan yang sesuai dengan prediksi yaitu terdapat hubungan caming dengan return yang lebih kuat dibandingkan dengan hubungan arus kas dengan return, kemudian kemampuan pengukuran aliran kas akan meningkat dan diharapkan sama dengan dengan caming, apabila jangka waktu penelitian diperpanjang.

Di Australia, Cotter (1994) meneliti keadaan di Australia untuk periode 1975-1985, dan mempunyai kesimpulan bahwa hubungan antara arus kas dengan return saham sangat lemah dibandingkan dengan hubungan antara pendapatan return saham.

Untuk Indonesia, Adler Haymans Manurung (1998) meneliti arus kas terhadap return saham di Bursa Efek Jakarta, dan kesimpulan yang dapat ditarik dari 40 sampel perusahaan terbesar adalah; perusahaan yang mempunyai asset yang tinggi, akan mempunyai defisit dalam arus kas dari kegiatan operasi. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta umumnya mempunyai arus kas dari kegiatan investasi yang defisit dan perusahaan yang seperti ini umumnya adalah perusahaan besar.

Hubungan arus kas baik dari kegiatan operasi investasi maupun pembiayaan dengan kinerja perusahaan di BEJ cukup lemah, karena nilai koefisien korelasi Spearman ranknya cukup kecil (antara $-0,2071$ – $0,2393$) tahun 1994 dan 1995.

Ngaisah dan Nur Indiatono (2000) melakukan penelitian . Analisis muatan informasi pada laba, modal kerja dari operasi dan arus kas dari operasi bagi investor di pasar modal. Penelitian ini menarik kesimpulan bahwa tidak terbukti bahwa laba akuntansi mempunyai muatan informasi bagi investor di pasar modal Indonesia.

Informasi modal kerja dari operasi yang berasal dari laporan keuangan tahunan tidak mempunyai muatan informasi bagi investor di luar informasi yang telah disajikan oleh laba akuntansi. Informasi arus kas dari operasi yang berasal dari laporan keuangan tahunan tidak mempunyai muatan informasi yang bisa memberikan tambahan informasi bagi investor di luar informasi yang telah disajikan laba akuntansi.

Triyono dan Jogyanto Hartono (2001) meneliti hubungan kandungan informasi arus kas, komponen arus kas dan laba akuntansi dengan harga atau return saham. Pada penelitian model level ditemukan bahwa total arus kas tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan harga saham, tetapi penelitian dengan pemisahan total arus kas menjadi tiga komponen arus kas, yaitu arus kas dari aktifitas operasi, investasi dan pendanaan, mempunyai hubungan signifikansi dengan harga saham.

Penelitian yang menggunakan model return ditemukan bahwa semua hipotesis yang diajukan tidak berhasil didukung oleh data. Peneliti menyimpulkan bahwa hal ini disebabkan tidak terpenuhinya asumsi model return, misalnya harga mengandung

informasi perubahan laba masa depan, dan data akuntansi mengandung informasi yang tidak relevan.

1.2. Perumusan Masalah

Laporan keuangan sampai saat ini masih dipandang sebagai informasi yang cukup penting oleh para investor di Bursa Efek Jakarta (Pagalung 1993), terutama laporan laba rugi, selam neraca dan laporan perubahan posisi keuangan. Tapi sejak 1 Januari 1995 melalui PSAK no. 2, di Indonesia secara resmi menggunakan laporan arus kas sebagai pengganti laporan perubahan posisi keuangan.

Penelitian-penelitian tentang laporan arus kas dan return saham, serta earning telah banyak dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya, seperti yang telah dilakukan oleh Dechow (1994), Easton (1992), Cotter (1994), Ohlson (1995), Ali (1994) dan Adler Hayman Manurung (1998). Tertarik untuk mengetahui hubungan antara return saham, earning dan laporan arus kas, yang mulai digunakan 1 Januari 1995 di Indonesia, maka pada penelitian ini akan berusaha menguji adanya hubungan antara return saham dengan earning dan cash flow (arus kas) tahunan dan membandingkannya dengan jangka waktu yang panjang serta meneliti hubungan antara masing-masing variable independen dengan variable dependen (return saham).

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan sebagai berikut :

- Untuk mengetahui dan menganalisis hubungan antara return saham dengan earning, arus kas dari aktifitas operasi, arus kas dari aktifitas investasi dan arus kas dari aktifitas pendanaan tahunan dari tahun 1993-2000 dan

membandingkannya dengan hubungan antara return saham dengan earning, arus kas dari operasi, arus kas dari investasi dan arus kas dari aktifitas pendanaan jangka panjang (untuk dua tahun dan empat tahun).

- Untuk mengetahui apakah asosiasi return saham dengan earning, arus kas dari aktifitas operasi, arus kas dari aktifitas investasi dan arus kas dari aktifitas pendanaan akan meningkat apabila jangka waktu penelitian diperpanjang.
- Untuk mengetahui koefisien masing-masing dari earning, arus kas dari aktifitas operasi, arus kas dari aktifitas investasi dan arus kas dari aktifitas pendanaan, baik untuk interval jangka pendek dan juga interval jangka panjang.

1.4. Hipotesa Penelitian

Hipotesa yang ditetapkan untuk penelitian ini adalah :

- Diduga return saham akan mempunyai korelasi yang positif dengan accounting earning, dan koefisiennya akan meningkat/semakin kuat karena peningkatan pengukuran interval waktu penelitian
- Diduga return saham akan mempunyai korelasi yang positif dengan arus kas operasi, dan koefisiennya akan meningkat/semakin kuat karena peningkatan pengukuran interval waktu penelitian
- Diduga return saham akan mempunyai korelasi yang positif dengan arus kas investasi, dan koefisiennya akan meningkat/semakin kuat karena peningkatan pengukuran interval waktu penelitian

- ♦ Diduga return saham akan mempunyai korelasi yang positif dengan arus kas investasi dan arus kas pendanaan, dan koefisiennya akan meningkat/semakin kuat karena semakin meningkatnya interval waktu penelitian
- Diduga return saham secara bersama-sama akan mempunyai korelasi berganda dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan, dan koefisiennya akan meningkat/semakin kuat karena semakin meningkatnya interval waktu penelitian

1.5. Manfaat Penelitian

Hasil yang diperoleh dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat kepada beberapa pihak yang diantaranya adalah:

- Kalangan akademik. Diharapkan hasil penelitian ini memberikan kontribusi bagi perkembangan ilmu manajemen keuangan pada umumnya dan pasar modal khususnya. Juga diharapkan hasil penelitian ini dapat merangsang kalangan akademik lainnya dan untuk melanjutkan penelitian untuk area yang lebih luas sehingga bermanfaat bagi perkembangan ilmu manajemen.
- Kalangan investor maupun calon investor. Dengan adanya informasi mengenai hubungan return saham dengan earning dan cash flow dapat menentukan saham-saham yang dianggap baik untuk dipilih, sehingga dapat membantu mereka dalam memilih saham-saham yang akan dibelinya.
- ♦ Kalangan Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian ini diharapkan akan dapat memberikan kontribusi bagi Bursa Efek Jakarta, karena dengan hasil penelitian yang telah dilakukan ini akan memudahkan mereka untuk menyediakan informasi kepada pihak lain.

1.6. Metodologi Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta. Sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan memenuhi kriteria sebagai berikut:

- Perusahaan-perusahaan yang telah go public dan telah dicatat di Bursa Efek Jakarta sampai dengan 31 Desember 1993, karena yang akan diamati dalam penelitian ini adalah data yang dikumpulkan berasal dari tahun 1993 sampai dengan 2000.
- Emiten yang sudah menyertakan laporan arus kas dalam pelaporan keuangan Desember 1993, karena meskipun Standar Akuntansi Keuangan No. 2 baru efektif diberlakukan per 1 Januari 1995, tetapi ternyata banyak emiten yang sudah mulai mempublikasikan laporan arus kas dalam pelaporan keuangan Desember 1993.
- Perusahaan yang mempunyai jenis usaha industri manufaktur, agar dapat memudahkan standarisasi analisis data.

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut

$$R_T = \alpha_0 + \alpha_1 AE_T/P_0 + u_T \quad (RE1)$$

$$R_T = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_T/P_0 + u_T \quad (RE2)$$

$$R_T = \alpha_0 + \alpha_1 INV_T/P_0 + u_T \quad (RE3)$$

$$R_T = \alpha_0 + \alpha_1 FIN_T/P_0 + u_T \quad (RE4)$$

$$R_t = \alpha_0 + \alpha_1 AE_{t-1}/P_0 + \alpha_2 CFO_{t-1}/P_0 + \alpha_3 INV_{t-1}/P_0 + \alpha_4 FIN_{t-1}/P_0 + u_t \quad (RE5)$$

di mana :

R_t	= return saham individual per lembar untuk t tahun
AE_{t-1}	= accounting earning per lembar untuk tahun t
CFO_{t-1}	= aliran kas operasi per lembar untuk tahun t
INV_{t-1}	= aliran kas dari investasi per lembar untuk tahun t
FIN_{t-1}	= aliran kas dari pembiayaan per lembar untuk tahun t
P_0	= harga awal saham per lembar
u_t	= disturbance

1.7. Sistematika Penelitian

Penulisan tesis ini akan dibagi menjadi 5 bab, yaitu :

- Bab I, merupakan pendahuluan, yang terdiri dari latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, hipotesa penelitian, manfaat penelitian, metodologi penelitian dan sistematika penelitian.
- Bab II terdiri dari kerangka konseptual yang menguraikan tentang hubungan return saham dengan earning dan arus kas dari operasi, arus kas dari investasi dan arus kas dari pendanaan. Dikemukakan berbagai rumus yang berhubungan dengan earning, arus kas dari operasi, arus kas dari investasi dan arus kas dari pendanaan dan return saham. Bab ini juga menjelaskan peneliti-peneliti yang telah melakukan penelitian yang berkaitan dengan penelitian ini.
- Bab III akan menguraikan metodologi penelitian yang mencakup jenis penelitian yang digunakan serta model penelitian yang digunakan, sampel penelitian yang dipilih, proses pengumpulan data, pengukuran variabel yang

digunakan, lingkup penelitian, periode pengamatan serta moment-moment yang dipakai untuk menyederhanakan permasalahan yang mungkin timbul dalam penelitian.

- Bab IV, akan memuat hasil analisis serta pembahasan data yang telah dikumpulkan. antara lain hasil analisis dari masing-masing variable independen terhadap return saham satu per satu, kemudian berisi hasil analisis dari variable-variable independen untuk penelitian jangka waktu pendek maupun untuk penelitian jangka waktu panjang
- Bab V, akan berisikan kesimpulan-kesimpulan yang diambil dari penelitian yang telah dilakukan. serta saran-saran yang akan diberikan guna kepentingan perkembangan ilmu Manajemen Keuangan.



BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. PASAR MODAL

2.1.1. Pengertian dan Fungsi Pasar Modal

Pasar modal merupakan bagian dari pasar financial, yang menghubungkan supply dan demand dari dana jangka panjang. Berdasarkan fungsinya, pasar modal akan menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan. Fungsi ekonomi berarti mengalokasikan dana dengan efisien dari pihak yang menyediakan dana dan pihak yang membutuhkan dana. Fungsi keuangan ditunjukkan dari kemungkinan mendapatkan imbalan bagi pemilik dana, sesuai dengan karakter investasi yang dipilih. Pengembangan pasar modal akan tergantung pada tersedianya demand dan supply yang diperjualbelikan di bursa. Untuk berkembang, maka demand dan supply haruslah memadai.

Keputusan untuk membeli sekuritas sangat dipengaruhi oleh informasi yang tersedia, maka diperlukan efisiensi informasional (yaitu informasi yang diperlukan pemodal untuk pengambilan keputusan tersedia secara lengkap, cepat dan merata sehingga harga sekuritas mencerminkan informasi yang relevan. Selain itu dibutuhkan juga informasi perdagangan (yaitu transaksi perdagangan sekuritas dilakukan dalam waktu yang cepat dan biaya yang rendah). Untuk itu dibutuhkan lembaga penunjang pasar modal, untuk Indonesia lembaga tersebut adalah BAPEPAM, bursa lembaga penyelesaian transaksi, sampai dengan berbagai lembaga profesi (akuntan, konsultan hukum, appraisal, dan sebagainya).

2.1.2. Pasar Modal dan Informasi yang Efisien

Menurut EUGENE F.FAMA, pasar modal dikatakan efisien apabila proses informasi di pasar juga efisien, sehingga harga dapat mencerminkan informasi yang tersedia. Konsep pasar modal yang seperti ini biasa dikenal dengan hipotesis pasar yang efisien (efficient market hypothesis).

Ada tiga bentuk efisiensi di pasar modal, yaitu bentuk efisiensi yang lemah (weak form), bentuk efisiensi setengah kuat (semi strong form), dan bentuk efisiensi yang kuat (strong form). Adapun penjelasan untuk ketiga bentuk efisiensi pasar modal adalah sebagai berikut:

- Bentuk efisiensi yang lemah (weak form) terjadi apabila harga saham sudah mencerminkan data-data perdagangan pasar di masa lalu (misalnya harga pasar yang lalu, volume penjualan dan lain-lain). Pada kondisi ini, investor tidak bisa menggunakan data-data tersebut untuk memperoleh abnormal return di pasar.
- Bentuk efisiensi yang setengah kuat (semi strong form) terjadi apabila harga sudah mencerminkan semua informasi tentang perusahaan yang tersedia untuk publik. Contoh informasi ini adalah pengumuman laba dan dividen, komposisi neraca, ramalan pendapatan, praktek-praktek akuntansi dan lain-lain.
- Bentuk efisiensi kuat (strong form) adalah suatu kondisi dimana harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang relevan tentang perusahaan, baik yang tersedia untuk publik atau tidak.

2.1.3. Alternative Investasi di Pasar Modal

2.1.3.1. Gaya Investasi-Manajemen Aktif

Ada tiga pendekatan dalam gaya investasi-manajemen aktif ini, yaitu:

2.1.3.1.1. Technical analysis, pada pendekatan ini diasumsikan bahwa:

- Adanya return pasar saham yang systematic yang diperoleh dari abnormal return tahunan
- Pasar modal inefficient, dan ada bagian dari informasi harga lalu yang diabaikan pasar modal

Ada 2 bukti yang mendukung suksesnya technical analysis , yaitu; bukti dependencies systematic dan bukti return dari strategi perdagangan

2.1.3.1.2. Market Timing

Market timing adalah variant dari technical analysis yang mengidentifikasi perubahan dan pola sistematis lainnya dalam keseluruhan pasar. Data informasi keuangan tidak memegang peranan penting dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi. Adapun indikator yang diusulkan untuk memperkirakan gelombang turun dan naik yang terjadi di pasar, adalah dengan menggunakan metode forecast pasar saham sebagai berikut:

- Analisis indikator technical/fundamental seperti hubungan kuantitatif historical cost antara indicator reading (jarak dan arah) pada suatu periode dan perubahan pasar saham yang berikut.
- Grafik indicator reading lawan rata-rata perubahan pasar saham yang berikut , kemudian kurva menggambarkan model hasil forecast yang akan datang
- Penggunaan matriks untuk penyeleksian model forecast dengan data sekarang untuk menghasilkan suatu perbitungan kuantitative forecast.

2.1.3.1.3. Fundamental Analysis

Pada pendekatan ini investasi dipilih dengan asumsi bahwa tiap-tiap saham mempunyai nilai intrinsik yang ditentukan oleh dasar fundamental seperti; earning, dividend, struktur perusahaan dan pertumbuhan potensial.

Nilai intrinsik menurut Graham dan Dodd (1962) adalah nilai yang berdasarkan kenyataan seperti asset, earning, dividen, prospect tertentu, termasuk faktor manajemen. Tujuan utama penggunaan intrinsik adalah untuk menekan perbedaan antara nilai (value) dengan harga pasar sekarang (current market price). Pada sebagian kasus intrinsik, nilai berubah dengan cepat dan secara drastic dari harga pasar dan investor biasanya memperoleh keuntungan dari perbedaan yang besar antara harga sekarang dan nilai intrinsik yang ditentukan pada waktu yang sama.

Graham et al. memfokuskan analisisnya pada informasi laporan keuangan. Dalam beberapa pendekatan analisis fundamental, focus utama adalah issue seperti pengenalan dari produk yang baru dan pencarian teknologi produksi yang berbiaya rendah. Setelah itu fundamentalis mencari apakah pasar telah siap dan mengimplikasinya pada harga pasar sekarang.

2.1.3.2. Gaya Investasi-Manajemen Pasif

2.1.3.2.1. Elemen Pendekatan Pasif

Element penting pendekatan passive adalah sebagai berikut:

- Diversifikasi, elemen ini dapat digunakan untuk mengurangi ketidakpastian return yang diperoleh.
- Kontrol resiko, dimana para investor membedakan risk dan return dan memilih yang paling sukainya.

- Capital gain dikenakan pajak yang berbeda dari dividend, sehingga investor mempunyai incentive untuk status pajaknya dengan kebijaksanaan dividend payout dari saham yang diinvestasikannya.
- Biaya transaksi yang rendah. biaya transaksi mengurangi return saham, sehingga investor dalam pasar modal yang efisien lebih menyukai pialang hanya untuk jasa transaksi dibandingkan dengan jasa transaksi dan advis investasi.

2.1.3.2.2. Nonimplication of Market Efficiency

Random selection dan kebijaksanaan a buy-and-hold tidak akan pernah diimplikasikan pada pasar modal yang efisien.

2.2. PERKEMBANGAN INVESTASI DI PASAR MODAL INDONESIA

2.2.1. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keberhasilan Pasar Modal

Menurut Suad Husnan (1998), ada beberapa faktor yang mempengaruhi keberhasilan pasar modal, antara lain:

- a) Supply sekuritas. Suatu negara dikatakan mempunyai pasar modal yang bisa berkembang dengan baik, maka harus terdapat cukup banyak perusahaan yang menerbitkan sekuritas di pasar modal tersebut.
- b) Demand akan sekuritas. Harus terdapat sejumlah besar masyarakat (baik secara individual ataupun kelembagaan) yang berminat dan memiliki dana untuk membeli sekuritas yang ditawarkan di pasar modal.

- c) Kondisi politik dan ekonomi, berpengaruh pada supply dan demand akan sekuritas.
- d) Masalah hukum dan peraturan, berkaitan dengan informasi terutama yang bersumber dari laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan. Karena informasi merupakan salah satu faktor yang penting bagi investor untuk melakukan investasi maka diperlukan peraturan yang dapat melindungi mereka dari informasi yang tidak benar atau menyesatkan.
- e) Keberadaan lembaga yang mengatur dan mengawasi kegiatan pasar modal dan berbagai lembaga yang memungkinkan dilakukannya transaksi secara efisien.

2.2.2. Perkembangan, Kecenderungan dan Kebutuhan ; Investasi di pasar modal Indonesia

2.2.2.1. Perkembangan Pasar Modal Indonesia

Pasar modal Indonesia diaktifkan kembali tahun 1977 dan mulai berkembang dengan pesat sejak tahun 1989. Faktor yang menyebabkan perkembangan pasar modal di Indonesia antara lain; pertumbuhan ekonomi yang cukup baik, dan tingkat bunga yang cukup rendah dan yang paling berperan adalah kebijakan pemerintah untuk menyerahkan harga pada pasar dan pemodal asing yang dibolehkan untuk membeli saham.

Berdasarkan pengujian efisiensi yang ada di Pasar modal Indonesia, maka menurut Suad Husnan, umumnya efisiensi bentuk lemah telah terpenuhi, walaupun bentuk setengah kuat belum terpenuhi. Efisiensi bentuk lemah menyimpulkan bahwa perubahan harga saham b

ersifat acak dan tidak mempunyai trend, mempunyai implikasi bahwa analisis sekuritas berdasarkan perubahan harga di waktu lalu tidak dapat memprediksi harga saham di masa yang akan datang. Investasi semata-mata didasarkan dari perubahan harga di waktu lalu tidaklah lebih baik apabila dibandingkan dengan strategi buy and hold secara sembarang.

2.2.2.2. Kecenderungan Investasi di Pasar Modal Indonesia

Ada beberapa kecenderungan investasi yang dapat diamati, yaitu:

1. Kegiatan perdagangan di pasar sekunder didominasi dari kegiatan perdagangan saham bukan dari perdagangan obligasi dan instrumen lainnya.
2. Bursa masih menjadi alternatif bagi pendanaan perusahaan besar.
3. Peran pemodal asing yang masih besar dan mungkin akan makin besar, karena besarnya dana yang dimiliki dan pengalaman serta kemampuan analisisnya yang baik.
4. Kemungkinan terjadinya proses belajar dari para pemodal.

2.2.2.3. Kebutuhan Investasi di Pasar Modal

Kebutuhan investasi di pasar modal dapat dipandang dari sisi emiten (yang menerbitkan sekuritas) dan dari sisi pemodal (yang membeli sekuritas). Dari sisi emiten, keberadaan pasar modal dibutuhkan sebagai alternatif untuk menghimpun dana eksternal jangka panjang tanpa menggunakan intermediasi keuangan dan juga memungkinkan perusahaan menghimpun dana dalam bentuk equity. Bagi pemilik dana (pemodal) pasar modal dibutuhkan sebagai alternatif untuk melakukan investasi pada financial asset.

Investasi yang dilakukan di pasar modal adalah investasi yang berjangka panjang. Semakin lama periode kepemilikan (*holding period*), semakin kecil fluktuasi tingkat keuntungan yang diperoleh. Artinya, apabila *holding period* kita hanya satu tahun, tingkat keuntungan yang dapat diperoleh dapat terlalu tinggi atau terlalu rendah. Tapi jika *holding period* diperpanjang sampai dengan 10 tahun misalnya, maka realisasi tingkat keuntungan yang diperoleh tidaklah setinggi ataupun serendah tingkat keuntungan yang *holding period*nya satu tahun. Ini membuktikan bahwa kisar (*range*) tingkat keuntungan yang direalisasi menjadi semakin kecil apabila *holding period* diperpanjang.

Terakhir, yang perlu diperhatikan untuk memperkirakan prospek investasi di pasar modal Indonesia adalah kemungkinan diterapkannya pembentukan reksa dana terbuka (*open-end funds*) dan pelonggaran batasan bagi pemodal asing.

2.3. ACCOUNTING EARNING, RETURN AND CASH FLOW

2.3.1. Accounting Earning

Setiono (1996) dalam disertasinya menyimpulkan ada tiga katagori model prediksi *earning* yang dikemukakan oleh Ball dan Brown (BB; 1968), yaitu:

1. model statistik *time-series*
2. model prediksi statistik yang berdasarkan publikasi yang didapat dari laporan keuangan selain *earning* (*informasi nonearning*)
3. model prediksi analisis sekuritas dan prediksi manajer

Ball dan Brown mendefinisikan perubahan *unexpected earning* sebagai pengukuran informasi baru. Ada tiga *variable* untuk menentukan perubahan *unexpected earning*. *Net income* dan *earning per share* merupakan variabel yang dapat

mengukur kondisi forecast error yang berubah secara rata-rata pada semua perusahaan di pasar. Model forecast (perubahan expected earning) dapat menggunakan regresi sebagai berikut:

$$\Delta X_{it} = \alpha_i + \beta_i \Delta XM_{it} \dots \dots \dots (2.1)$$

ΔX_{it} = perubahan expected earning perusahaan i dalam tahun t

α_i = koefisien intersept perusahaan i dalam tahun t yang diestimasi menggunakan data awal dan akhir tahun yang bersangkutan, t-1

β_i = koefisien slope perusahaan i dalam tahun t yang diestimasi menggunakan data awal dan akhir tahun yang bersangkutan, t-1

ΔXM_{it} = perubahan rata-rata earning semua perusahaan (lebih dari perusahaan i) dalam pasar pada tahun t

Ball dan Brown menggunakan perubahan actual earning, yaitu perubahan antara earning sekarang dengan earning tahun lalu, sebagai variable ketiga dalam pengukuran unexpected earning. Menggunakan model ini, berarti earning mengikuti pola random walk; yang merupakan prediksi paling baik untuk earning saat itu. Expected earning perusahaan merupakan earning yang spesifik daripada earning pasar.

2.3. 2. Forecasting Earning

Graham, Dodd dan Cottle (1962) menyarankan: faktor yang terpenting dalam penentuan nilai saham adalah pengindikasian kekuatan future earning power rata-rata, misalnya estimasi dari rata-rata earning untuk kendali tahun yang akan datang. Sehingga secara intrinsik nilai dapat ditemukan dari forecasting pertama earning power dan kemudian dimultipliar dengan faktor kapitalisasi tertentu.

Ball dan Watts (1972) menemukan negatif korelasi serial yang pertama dalam earning tahunan rata-rata, mendekati -0.2 . Yang berarti waktu yang kecil komponen (mean-reverting) earning tahunan.

Brook dan Buckmaster (1976) melaporkan bahwa perubahan earning yang ekstrim memperlihatkan tingkah laku mean-reverting, sehingga perubahan yang ekstrim mendorong negatif korelasi serial-pertama dalam earning tahunan

Accounting earning histories, bukanlah informasi satu-satunya di pasar. Investor yang rasional akan menggunakan seluruh informasi yang tersedia untuk memprediksi earning. Informasi laporan keuangan lebih dari cukup untuk memprediksi laporan keuangan.

Menurut OC (1990), menerangkan bahwa ada dua signal yang didapat dari laporan tahunan, signal **E** (earning) yang mengindikasikan perubahan diskresi dalam earning sekarang, dan signal **F** (forecast) untuk arah earning yang akan datang. Ada 6 portfolio yang menggambarkan asosiasi antara harga saham dan signal **E** dan **F**, yaitu:

- a. Earning sekarang naik (**E+**)
- b. Earning sekarang turun (**E-**)
- c. Earning sekarang naik dan forecast earning naik (**E+F+**)
- d. Earning sekarang naik dan forecast earning turun (**E+F-**)
- e. Earning sekarang turun dan forecast earning naik (**E-F+**)
- f. Earning sekarang turun dan forecast earning turun (**E-F-**)

Dengan asumsi laporan keuangan diterima 3 bulan setelah tahun buku berakhir, maka asosiasi antara abnormal return dan informasi noncarung dibatung dari -8 sampai +3 bulan menjadikan bulan 0, Bulan 0 berakhir Desember. Performance ini diukur dari CAR. Hasil studi OC sebagai berikut:

- a. CAR portfolio E-(E-) continues untuk naik(turun) sampai +2. Konsisten dengan hasil BB.
- b. Current earning naik, pasar malu bereaksi untuk F + dalam bulan +1. Mulai bulan +1 (January), portofolio CAR E+(F+) (E+(F-)) tinggi (rendah) daripada portofolio E+
- c. Reaksi pasar untuk signal F untuk portofolio dengan earning sekarang menurun yang diumumkan terlebih dahulu pada bulan 0 Desember). Dari bulan ini, CAR portofolio E-F+(E-F-) adalah lebih tinggi(rendah) dari pada portofolio E-
- d. Periode tiga bulan setelah taun buku (Januari-Maret), reaksi pasar untuk signal F mendominasi reaksi untuk E.

Kesimpulannya, forecast terbaik untuk earning tahun yang akan datang adalah earning sekarang atau earning sekarang ditambah dengan drift.

2.3.3. Asosiasi antara Harga Saham dengan Accounting Earning

Kothari dan Sloan (1992) menemukan model untuk harga saham sebagai berikut:

$$P_t(X_{t+1}) = XBV_t$$

$$P_t = \frac{X_t}{r} + \frac{E_t(P_{t+1})}{r} \dots \dots \dots 2-4$$

Dimana; P_t = Harga ex-divident pada saat t

X_t = earning untuk periode t

$E_t(\cdot)$ ekspektasi yang berdasarkan informasi yang diperoleh pada waktu t

r = tingkat bunga yang disesuaikan dengan dengan risiko

Persamaan yang didapat dengan memasukkan dividen adalah sebagai berikut;

$$P_t + d_t = (1+r)E_t(X_t) \dots \dots \dots 2-5$$

dimana; d_t dividen periode t

$P_{t+1} = P_t + \beta (1+r)$ adalah expected earning response coefisien (ERC)

Model ini harus memenuhi asumsi:

1. Harga hanya merefleksikan informasi earning (expected future cash flow).
Tingkat bunga diasumsikan konstan .
2. Earning mengikuti pola random walk
3. Dividen payout ratio 100%.

Untuk memperlihatkan asosiasi harga saham, earning, nilai buku dan dividen, Oblson (1995) dimulai dengan dua asumsi, yaitu; clean surplus earning dan penilaian present value dividen. Clean surplus earning adalah teknologi akuntansi yang mengubah peristiwa ekonomi ke dalam akuntansi. Dapat dituliskan dalam bentuk persamaan, sebagai berikut. $Y_t = Y_{t-1} + X_t - d_t \dots \dots \dots 2-6$

Dimana: Y_t = nilai buku pada akhir tahun t

X_t = earning pada tahun t

d_t = dividen yang dibayarkan pada akhir periode t

Penelitian yang dilakukan oleh Arnold dan Moizer (1984) dan Pike et al (1993) menemukan bahwa analisis fundamental adalah teknik yang paling populer untuk digunakan dalam memperkirakan saham biasa. Penganalisis mungkin menggunakan return short term. Sedangkan kemampuan memprediksi harga(return) saham untuk jangka panjang yang menggunakan kemampuan informasi akuntansi adalah tidak konsisten dengan hipotesis pasar.

2.3.2. Return

2.3.2.1. Expected Return

Tingkat pengembalian yang diharapkan (expected return) dapat ditentukan dengan beberapa pendekatan yaitu:

- a. Market Model. adalah model yang menggunakan tahap estimasi parameter α dan β . Estimasi dilakukan dengan meregresikan data histories tingkat pengembalian saham sebagai variable dependen dengan tingkat pengembalian pasar sebagai variable bebas.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \mu_{it} \dots \dots \dots 2-7$$

R_{it} : Return saham actual i pada tahun t dalam periode estimasi
(t ...: hingga t₂)

α_i dan β_i : adalah parameter yang ditaksir dalam periode estimasi

R_{mt} : Return market pada periode t dalam periode estimasi

- b. Aktual return. pendekatan ini menganggap bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan (expected return) adalah nol. Dengan kata lain abnormal return sama dengan return actual.

- c. Market Adjusted Return, dengan pendekatan ini tingkat pengembalian pasar (return market) dianggap sebagai tingkat pengembalian yang diharapkan (expected return)

$$E(R_i)_t = R_{mt}$$

R_{mt} : return market pada waktu t (dalam periode peristiwa t-1, hingga t-5)

$E(R_i)_t$: expected return saham i pada waktu t dalam periode peristiwa (t-1 hingga t-5)

- d. Mean Adjusted Return, pada pendekatan ini tingkat pengembalian yang diharapkan adalah rata-rata return selama periode estimasi.

Kelemahan dari metode mean adjusted return ini adalah bahwa abnormal return yang dihasilkan cenderung negatif, karena jika ada return yang nilainya besar, maka return ini akan mendominasi return yang nilainya kecil, sehingga rata-rata return yang dihasilkan nilainya akan besar.

1.3.2.2. Accounting Earning dan Return; menurut Ball dan Brown

Menurut Ball dan Brown, abnormal (residual) return adalah revisi pasar untuk informasi baru. Rumus return yang diturunkan pada proses ini, adalah:

$$r_{it} = \alpha + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it} \quad ; \text{dimana} \dots \dots \dots 2-8$$

r_{it} = return (discrete return) perusahaan i pada bulan t

r_{mt} = estimasi return pasar pada bulan t

ε_{it} = abnormal return perusahaan i pada bulan t, yang diukur dari revisi informasi baru untuk perusahaan

Ball dan Brown tertarik untuk meneliti rata-rata hubungan antara revisi market tahunan (abnormal return tahunan) dan expected earning tahunan, memprediksi dalam

rata-rata dengan menggunakan earning, tanda abnormal return dari -11 bulan sampai 0 bulan. Bulan 0 adalah bulan pada saat earning diumumkan. Jika perubahan actual earning kurang(lebih) daripada perubahan expected earning, berarti berita buruk(baik) dan diperkirakan abnormal return tahunan akan kurang (lebih) daripada expected atau abnormal return.

Kemudian Ball dan Brown mendefinisikan API (abnormal performance index) sebagai pengukuran dengan rumus;

$$API_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (1 + r_{it}) \dots \dots \dots 2-9$$

API_t = rata-rata abnormal return pada akhir bulan t. t adalah -11, -10, ..., 0.

N = Jumlah tahun dari perusahaan yang diamati dengan perubahan unexpected earning sebagai tanda

r_{it} = abnormal return perusahaan i bulan t

Berdasarkan penelitian Ball dan Brown ini, ditemukan hasil sebagai berikut:

- 1) Sebagai prediksi, pasar bereaksi searah dengan forecast error Abnormal Performance Index tiga variable kurang(lebih) dari satu jika forecast error earning negatif(positif)
- 2) Pasar telah mengantisipasi earning tahunan sebelum laporan dipublikasikan oleh perusahaan. BB menyimpulkan hanya 10 sampai 15 % pengumuman earning yang merupakan informasi baru di pasar
- 3) Terbukti bahwa pasar melanjutkan reaksi sampai beberapa bulan setelah publikasi earning

- 4) Sangatlah berguna untuk mengetahui earning 12 bulan lebih dahulu sehingga memungkinkan untuk 16.5 % return bersih dari return pasar. Return dihasilkan dalam kondisi pasar bearish dan bullish

Menghasilkan tiga reaksi pasar dari accounting earning.

- Pasar mengantisipasi hampir semua informasi yang berasal dari accounting earning.
- Ada reaksi pasar pada saat pengumuman earning (satu dan dua konsisten dengan efisiensi market hipotesis)
- Terbukti bahwa pasar masih menyesuaikan harga saham untuk beberapa bulan setelah publikasi earning (pasar inefficient)

Foster (1977) melanjutkan metodologi Ball dan Brown yang meneliti reaksi pasar pada saat pengumuman earning menggunakan ekspektasi earning dengan model earning time-series. Digunakan earning kuartalan dan return harian untuk mendapatkan earning tahunan dan return bulanan. Pada awal pengumuman, pasar mengharapkan earning tidak sama dengan earning yang diharapkan pasar pada awal tahun (bulan ke-11).

Foster tertarik untuk mencari abnormal return untuk 60 hari perdagangan termasuk hari pengumuman return. Ini disebut dengan CAR (Cumulative abnormal return) yang dihitung dengan :

$$CAR_t = 1/N \sum \sum AR_{it} \dots \dots \dots 2-10$$

dimana:

CAR_t = adalah mean cumulative abnormal return yang berakhir pada t , dimulai dengan t dari $-59, -58, \dots, 0$.

N = jumlah earning kuartalan dari perusahaan yang diamati

AR_{it} = abnormal return saham i pada hari t

Dengan menggunakan earning kuartalan untuk mengukur unexpected earning, maka 32 % dari kuartalan earning ini adalah informasi baru. Berarti ada kenaikan dari 10 sampai 5% seperti yang diteliti oleh BB. Dari penelitian ini diketahui bahwa terbukti adanya hubungan antara reaksi pasar yang tertunda dengan pengumuman earning. Ini menginterpretasikan semi strong dari market efisiensi hipotesis.

2.3.3. Arus Kas

Laporan arus kas dibuat dengan tujuan untuk membantu pemakai laporan keuangan sebagai dasar untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara dengan kas. Selain itu laporan kas dapat juga digunakan untuk menilai kebutuhan perusahaan dalam menggunakan arus kas tersebut. Arus kas perusahaan dapat dikelompokkan menjadi tiga bentuk, yaitu arus kas dari kegiatan operasi (Cash Flow From Operation), arus kas dari kegiatan investasi (Cash Flow From Investing) dan arus kas dari kegiatan pendanaan (Cash Flow From Financing).

Sebelum membahas arus kas, sebaiknya dijelaskan dahulu pengertian/definisi kas, karena konsepnya bisa bermacam-macam. Berikut ini adalah istilah kas yang digunakan oleh Standar Akuntansi Keuangan, yaitu;

- Kas terdiri dari saldo kas (cash on hand) dan rekening giro

- Setara kas (cash equivalent) adalah investasi yang sifatnya sangat likuid, berjangka pendek dan yang dengan cepat dapat dijadikan kas dalam jumlah tertentu tanpa menghadapi resiko perubahan nilai yang signifikan
- Arus kas adalah arus masuk dan arus keluar atau setara kas
- Aktivitas operasi adalah aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan (principal revenue-producing activities) dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktifitas investasi dan aktifitas pendanaan
- Aktifitas investasi adalah perolehan dan pelepasan aktiva jangka panjang serta investasi lain yang tidak termasuk setara kas
- Aktivitas pendanaan (financing) adalah aktivitas yang mengakibatkan perubahan dalam jumlah serta komposisi modal dan pinjaman perusahaan.

Informasi arus kas jika digunakan dalam kaitannya dengan laporan keuangan yang lain, laporan arus kas dapat memberikan informasi yang memungkinkan pemakai laporan untuk menilai dan mengevaluasi perubahan dalam 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. Informasi arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara dengan kas.

Perusahaan menyajikan arus kas dari aktivitas operasi, investasi dan pendanaan dengan cara yang paling sesuai dengan bisnis perusahaan tersebut. Klasifikasi menurut aktifitas memberikan informasi yang memungkinkan para pengguna laporan untuk menilai pengaruh aktivitas tersebut terhadap jumlah kas dan setara kas. Informasi tersebut dapat juga digunakan untuk mengevaluasi hubungan diantara ketiga aktivitas tersebut.

2.3.3.1. Arus Kas dari Aktivitas Operasi

Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar deviden dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan dari luar. Informasi mengenai unsur tertentu arus kas historis bersama dengan informasi lain, berguna dalam memprediksi arus kas operasi masa depan.

Arus kas dari aktivitas operasi terutama diperoleh dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan. Oleh karena itu, arus kas tersebut pada umumnya berasal dari transaksi dan peristiwa lain yang mempengaruhi penetapan laba atau rugi bersih. Beberapa contoh arus kas dari aktivitas operasi adalah:

- penerimaan kas dari penjualan barang dan jasa;
- penerimaan kas dari royalti, fees, konsusi dan pendapatan lain;
- pembayaran kas kepada pemasok barang dan jasa;
- pembayaran kas kepada karyawan;
- penerimaan dan pembayaran kas oleh perusahaan asuransi sehubungan dengan premi, klaim, anuitas, dan manfaat asuransi lainnya;
- pembayaran kas atau penerimaan kembali (restitusi) pajak penghasilan, kecuali jika dapat diidentifikasi secara khusus sebagai bagian dari aktivitas pendanaan, dan investasi;
- penerimaan dan pembayaran kas dari kontrak yang diadakan untuk tujuan transaksi dan perdagangan.

Beberapa transaksi, seperti penjualan peralatan pabrik, dapat menimbulkan keuntungan atau kerugian yang dimasukkan dalam keuntungan laba atau rugi bersih.

Arus kas yang menyangkut transaksi semacam itu merupakan arus kas dari aktivitas investasi.

Perusahaan sekuritas dapat memiliki sekuritas untuk diperdagangkan sehingga sama dengan persediaan yang dibeli untuk dijual kembali. Karenanya, arus kas yang berasal dari pembelian dan penjualan dalam transaksi atau perdagangan sekuritas tersebut diklasifikasikan sebagai aktivitas operasi. Sama halnya dengan pemberian kredit oleh lembaga keuangan juga harus diklasifikasikan sebagai aktivitas operasi, karena berkaitan dengan aktivitas penghasil utama lembaga keuangan tersebut.

2.3.3.2 Arus Kas Investasi

Untuk pengungkapan terpisah arus kas yang berasal dari aktivitas investasi perlu dilakukan sebab arus kas tersebut mencerminkan penerimaan dan pengeluaran kas sehubungan dengan sumber daya yang bertujuan untuk menghasilkan pendapatan dan arus kas masa depan. Beberapa contoh arus kas yang berasal dari aktivitas investasi adalah:

- pembayaran kas untuk membeli aktiva tetap, aktiva tak berwujud atau aktiva jangka panjang lain, termasuk biaya pengembangan yang dikapitalisasi dan aktiva yang dibangun sendiri;
- penerimaan kas dari penjualan tanah, bangunan dan peralatan, aktiva tak berwujud dan aktiva jangka panjang lain;
- perolehan saham atau instrumen keuangan perusahaan lain;
- uang muka dan pinjaman yang diberikan kepada pihak lain serta pelunasannya (kecuali yang dilakukan oleh lembaga keuangan)

- pembayaran kas sehubungan dengan futures contracts, kecuali apabila kontrak tersebut dilakukan untuk tujuan perdagangan (dealing or trading), atau apabila pembayaran tersebut diklasifikasikan sebagai aktivitas pendanaan.

Jika suatu kontrak dimaksudkan untuk menangkai (lindung nilai) suatu posisi yang dapat diidentifikasi, maka arus kas dari kontrak tersebut diklasifikasikan dengan cara sama seperti arus kas dari posisi yang ditangkainya.

2.3.3 Arus Kas dari Aktivitas Pendanaan

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 perusahaan. Beberapa contoh arus kas yang berasal dari aktivitas pendanaan adalah:

- penerimaan kas dari emisi saham atau instrumen modal lainnya
- pembayaran kas kepada pemegang saham untuk menarik atau menebus saham perusahaan
- penerimaan kas dan emisi obligasi, pinjaman, wesel, hipotik, dan pinjaman lainnya
- pelunasan pinjaman
- pembayaran kas oleh penyewa guna usaha (lessee) untuk mengurangi saldo kewajiban yang berkaitan dengan sewa guna usaha pembiayaan (finance lease).

Dalam melaporkan arus kas dari aktivitas operasi dapat dilakukan dengan metode seperti yang di bawah ini:

- a) metode langsung : dengan metode ini kelompok utama dari penerimaan kas bruto dan pengeluaran kas bruto diungkapkan atau;
- b) metode tidak langsung : dengan metode ini laba atau rugi bersih disesuaikan dengan mengoreksi pengaruh dari transaksi bukan kas, penangguhan (deferral) atau aktual dari penerimaan atau pembayaran kas untuk operasi di masa lalu dan masa depan, dan unsur penghasilan atau beban yang berkaitan dengan arus kas investasi dan pendanaan.

Perusahaan dianjurkan untuk melaporkan arus kas dari aktivitas operasi dengan menggunakan metode langsung. Metode ini menghasilkan informasi yang berguna dalam mengestimasi arus kas masa depan yang tidak dapat dihasilkan dengan metode tidak langsung. Dengan metode langsung, informasi mengenai kelompok utama penerimaan kas bruto dan pengeluaran kas bruto dapat diperoleh baik-

- a) dari catatan akuntansi perusahaan atau;
- b) dengan menyesuaikan penjualan, beban pokok penjualan, dan pos-pos lain dalam laporan laba rugi untuk;
 - perubahan persediaan, piutang usaha, dan hutang usaha selama periode berjalan;
 - pos bukan kas lainnya; dan
 - pos lain yang berkaitan dengan arus kas investasi dan pendanaan.

Dalam metode tidak langsung, arus kas bersih dari aktivitas operasi dapat dilaporkan (tidak langsung) dengan menyajikan pendapatan dan beban yang

diungkapkan dengan laporan laba rugi serta perubahan dalam persediaan, piutang usaha dan hutang usaha selama periode.

Perusahaan harus melaporkan secara terpisah kelompok utama penerimaan kas bruto dan pengeluaran kas bruto yang berasal dari aktivitas investasi dan pendanaan, kecuali sebagaimana dijelaskan seperti di bawah ini:

Arus kas yang berasal dari aktivitas operasi, investasi dan pendanaan berikut ini dapat disajikan menurut arus kas bersih:

- a) penerimaan dan pengeluaran kas untuk kepentingan para pelanggan apabila arus kas tersebut lebih mencerminkan aktivitas pelanggan daripada aktivitas perusahaan
- b) penerimaan dan pengeluaran kas untuk pos-pos dengan perputaran cepat, dengan perputaran cepat, dengan volume transaksi yang besar dan dengan jangka waktu singkat (*maturity short*).

Beberapa contoh penerimaan dan pengeluaran kas sebagaimana dijelaskan di atas adalah pembayaran dan penerimaan untuk :

- pembayaran dan penerimaan rekening giro;
- dana pelanggan yang dikelola oleh perusahaan investasi ; dan
- sewa yang ditagih oleh pengelola dan selanjutnya disetor kepada pemilik property.

Beberapa contoh penerimaan dan pengeluaran kas sebagaimana di atas adalah penerimaan dan pembayaran untuk;

- transaksi kartu kredit para nasabah;
- pembelian dan penjualan surat-surat berharga; dan

dari past earning. P/E tinggi - ROE rendah ciri criteria perusahaan low-growth yang mempunyai earning dengan korelasi kuat dengan return

Untuk high-growth, R^2 dari regresi return dari earning tahunan adalah 31 % dan koefisien cartung 6.17. Kriteria P/E Ratio Tinggi-ROE tinggi, mengindikasikan pengharapan investor untuk future earning. Hasil observasi ini mendukung Penman, bahwa informasi berubah setiap waktu termasuk harga yang menjadi keterbatasan dalam mengestimasi respon koefisien earning untuk perusahaan.

Korelasi yang lemah antara return-earning berasal dari :

- a) Variance earning yang rendah relatif dengan variance return
- b) Kovariance negatif antara earning dengan perubahan goodwill ($\beta < 1$)
- c) Menggunakan variable independent earning dengan variance yang lebih tinggi

Variance dari historical earning diharapkan dapat memprediksi variance cartung untuk periode yang akan datang dan digunakan sebagai salah satu perangkat pembagi. Makalah ini mengindikasikan bahwa tanda covariance earning dengan perubahan goodwill, jika current earning merefleksikan ekspektasi future earning, akan mempunyai positif covariance antara earning dan perubahan goodwill.

Current earning yang berkorelasi dengan pertumbuhan earning memperlihatkan kekuatan menerangkan yang kuat untuk return. Kombinasi PER dan ROE sebagai indicator yang baik pertumbuhan future earning dan dapat membedakan nilai earning yang relevan.

Reaksi pasar yang tinggi dari earning yang diamati untuk P/E tinggi-ROE tinggi menghasilkan kesalahan harga pada pasar. P/E dan ROE awal mengidentifikasi perusahaan terhadap reaksi pasar terhadap earning tahun depan,

jika tinggi maka berarti earningnya relevan untuk penilaian. Implikasi earning eks-
return, jika arah dan besarnya perubahan earning dapat diperkirakan pada awal tahun

2.4.2. Asosiasi Aggregate dan Disaggregated Earning dengan Return Saham Tahunan ; oleh Chia, T Czerukowski, J. Loftus (1997)

Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan korelasi antara aggregate
earning dan return dengan disaggregated earning dengan return, yang menurut peneliti
sebelumnya telah menemukan bahwa terdapat hubungan yang kuat antara return
saham dengan earning. Hipotesis yang akan diuji adalah return 12 bulan,
disaggregated earning mempunyai korelasi dengan return yang sama dengan korelasi
kontemporer earning dengan return.

Pengujian yang dilakukan dengan menggunakan analisis regresi untuk
membandingkan hubungan antara aggregate earning dan return dengan disaggregated
earning dan return. Akan dilakukan empat macam pengukuran yaitu operating
income, cash flow from operation, current accrual dan non current accrual.

Dari 500 perusahaan teratas yang listing di Australian Stock Exchange antara
tahun 1985-1990 dan mempunyai tahun fiscal yang berakhir pada bulan Juni yang
telah diteliti, ditemukan bahwa koefisien operating income signifikan pada 1 % untuk
6 tahun, koefisien estimasi kas operasi signifikan untuk 6 tahun, begitu juga dengan
current accrual serta 5 tahun untuk non current accrual. Konsisten dengan dengan
definisi accrual, maka koefisien current dan current accrual adalah negatif.

Terdapat kenaikan yang signifikan dari hasil disaggregated earning terhadap
kas operasi, non current accrual dan current accrual. Secara statistik, disaggregated
sangat menguntungkan, karena sebagai data akuntansi akan menghasilkan biaya yang

lebih murah dan memungkinkan untuk melaporkan disaggregated earning dalam proses estimasi.

2.4.3. The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Return oleh; Judy Rayburn

Judy Rayburn (1986), yang menguji asosiasi operating cash flow dan akrual dengan return saham. Pengujian dilakukan mulai tahun 1963 sampai dengan tahun 1982. Adapun metodologi hubungan yang digunakan untuk asses kemampuan arus kas operasi dan data akrual untuk menerangkan perubahan relatif dalam penilaian equity (return) tiap tahun. Diharapkan bahwa current akrual seperti Wilson (1986) menemukan informasi yang berisi signifikansi asosiasi dengan abnormal return.

Penelitian ini mengambil sample perusahaan bukan bank dan perusahaan industri bukan jasa yang mempunyai periode buku 31 Desember. Data yang diambil adalah laporan keuangan bulanan, dari tahun 1957 sampai dengan 1982. Model yang diharapkan adalah analisis time series dan analisis forecasting.

Hipotesa akrual yang diuji dalam penelitian ini adalah H01, tidak ada asosiasi antara arus kas operasi dengan abnormal return setelah kontrol untuk asosiasi antara aggregate akrual dengan return saham, H02, tidak ada asosiasi antara aggregate akrual dengan return saham setelah kontrol untuk asosiasi antara arus kas operasi dengan return saham. Kemudian untuk mencari perbedaan yang berarti dari informasi akrual current dan long-run, maka dibuat hipotesa H03 yaitu hipotesis yang menyatakan tidak ada asosiasi antara current akrual dan return saham setelah dikontrol untuk asosiasi arus kas operasi dan komponen akrual lain dengan return saham, H04 yaitu hipotesis yang menyatakan tidak ada asosiasi antara depresiasi dan return saham

setelah dikontrol untuk asosiasi arus kas operasi dan komponen akrual lain dengan return saham, E105 yaitu hipotesis yang menyatakan tidak ada asosiasi antara perubahan deferred tax dengan return saham setelah dikontrol untuk asosiasi arus kas operasi dan komponen akrual lain dengan return saham.

Hasil pengujian hipotesis 1, baik dari model Holdout Error atau Model Random Walk, ditolak, begitu juga dengan hipotesis 2 juga ditolak. Yang berarti proses akrual, konsisten dengan informasi yang digambarkan partisipan pasar untuk harga saham dan penyesuaian akrual yang tidak rancu dari tanda arus kas. Penemuan ini merupakan kondisi penting untuk menyimpulkan bahwa informasi akrual digunakan untuk pemegang saham ekuitas untuk sample ini.

Kesimpulan penelitian ini adalah komponen akrual sedikit konsisten. Ketika error forecast dari model holdout perusahaan – spesifik diregresikan kembali dengan abnormal return, hanya arus kas dan perubahan working capital mempunyai nilai menerangkan signifikan selama 20 tahun. Koefisien Mean distribusi sampling untuk depresiasi dan perubahan pajak yang tertang adalah tidak signifikan. Hasilnya konsisten dengan Wilson (1986) bahwa current Akrua dalam modelnya mempunyai informasi yang tidak dimiliki oleh jangka panjang.

2.4.4. Analisis Arus Kas Terhadap Tingkat Pengembangan Saham di Bursa Efek Jakarta oleh; Adler Haymans Manurung

Manurung (1998). Manurung menguji hipotesis ada atau tidak adanya hubungan antara arus kas dengan tingkat pengembalian saham di Bursa Efek Jakarta. Penelitian tersebut menggunakan data dari 30 (tiga puluh) perusahaan yang berkapitalisasi besar di Bursa Efek Jakarta untuk tahun 1994 dan 1995. Perusahaan-

perusahaan ini dipilih karena mempunyai 52.88% dari Total Kapitalisasi Pasar Bursa Efek Jakarta pada tahun 1995.

Arus kas dikelompokkan menjadi tiga kelompok yaitu arus kas dari operasi perusahaan, arus kas dari investasi dan arus kas dari pembiayaan. Pada tahun 1994, hanya tujuh perusahaan yang mempunyai defisit arus kas dari kegiatan operasi dan ada enam perusahaan yang mempunyai asset lebih besar dari satu

Hubungan arus kas dan kinerja perusahaan diukur dengan Koefisien Korelasi yang menggunakan Spearman Rank. Nilai koefisien korelasi Spearman menunjukkan rank yang terletak antara - 0,2071 sampai dengan 0,2392 pada tahun 1994 dan 1995. Bila dilakukan Student test, maka hubungan ini tidak signifikan atau tidak ada hubungannya.

2.4.5. Earning, Cash Flow dan Security Return Over Long Return Interval :

Analysis and UK Evidence ; oleh Andreas Charitou dan Collin Clubb (1999)

Penelitian yang dilakukan oleh Andreas Charitou dan Collin Club meneliti tentang earning, arus kas dan return saham, untuk interval return jangka panjang. Adapun tujuan penelitiannya adalah untuk meneruskan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya dan untuk menyediakan teori dasar untuk menganalisis hubungan antara return saham dan data cash flow untuk periode return jangka panjang, serta memperluas analisis earning dan arus kas jangka panjang dengan data di Inggris

Charitou dan kawan-kawannya menentukan tiga aspek untuk dianalisis, yaitu: 1). Analisis empiris menguji informasi incremental terdiri dari variable accounting earning berhubungan dengan variable multiple arus kas untuk jangka pendek. 2)

Analisis empiris dari informasi incremental terdiri dari interval return jangka panjang. 3) Penggunaan signal dan jarak koefisien regresi earning dan arus kas jangka waktu yang berlainan, dan diharapkan accounting earning mempunyai signifikansi dan positif jika dikombinasikan dengan variable arus kas operasi, investasi dan yang lainnya.

Perusahaan yang dipilih sebagai sample penelitian ini diambil dari Global database (1994) dengan kriteria sebagai berikut: data yang dapat digunakan untuk menghitung semua variable termasuk model empiris, harga pasar bulanan dan data deviden bulanan untuk menghitung return saham (R_t) selama tahun 1985-1992. Return saham untuk setahun adalah perubahan harga saham selama tahun fiscal ditambah dengan deviden yang dibayarkan dibagi harga awal, untuk return saham dengan jangka waktu lebih dari satu tahun dihitung dengan menggabungkan return setahun dengan periode yang relevan. Interval return yang digunakan adalah untuk setahun, dua tahun dan empat tahun.

Dari penelitian yang dilakukan dengan data UK periode 1985 – 1992, ditemukan bahwa analisis multivariate arus kas untuk interval return jangka panjang, menghasilkan kekuatan menerangkan arus kas tinggi untuk return daripada pendekatan univariate dan bahwa kenaikan yang kuat dalam kekuatan menerangkan yang timbul dengan menambahkan variable earning. Penelitian di US dan UK menunjukkan kekuatan menerangkan arus kas yang lebih rendah daripada return saham dan menyediakan bukti yang menyeluruh dari informasi incremental yang berisi antara arus kas dan earning.

Dari regresi univariate diketahui bahwa, jika arus kas operasi dan perubahan kas adalah variable menerangkan yang lebih kuat untuk return saham daripada

accounting earning untuk interval satu, dua dan empat tahun, variable arus kas relatif meningkat karena kenaikan interval return. Regresi multivariate menemukan bukti yang kuat adanya kenaikan informasi variable arus kas dan informasi incremental dari variable arus kas melebihi aggregated accounting earning karena kenaikan interval return.

2.4.6. Accounting Earning and Cash Flow As Measures of The Role of Accounting Accruals : oleh Patricia M. Dechow

Ada dua prinsip akuntansi yang penting sebagai pedoman dalam menghasilkan earning yaitu: prinsip revenue recognition dan prinsip matching. Pada prinsip revenue recognition, revenue diakui ketika perusahaan telah menghasilkan seluruhnya atau sebagian barang dan jasa dan menerima cash pada waktu tertentu. Prinsip matching mensyaratkan asosiasi antara cash yang keluar langsung dengan penghasilan dikurangi dengan biaya pada periode perusahaan menghasilkan revenue. Proses accruals di hipotesiskan untuk menghasilkan timing dan matching dari aliran cash sehingga earning lebih merefleksikan performance perusahaan.

Penggunaan accrual dapat menimbulkan masalah, karena kebijaksanaan yang digunakan manajemen memungkinkan manajemen untuk memanipulasi earning. Dengan makin banyaknya manajemen yang menggunakan kesempatan ini, maka penggunaan earning untuk pengukuran kinerja perusahaan akan semakin berkurang, dan penggunaan aliran kas akan lebih disukai. Akan diteliti apakah efek accrual bersih mengurangi atau menambah kemampuan earning untuk mengukur kinerja perusahaan.

Manajemen yang menggunakan kesempatan memanipulasikan accrual ini, konsisten dengan keterbatasan konvensi akuntansi. Konvensi akuntansi seperti,

objektif, verifiability, dan menggunakan model penilaian historical cost, memungkinkan manajer untuk memanipulasi pengakuan pendapatan dan biaya. Sehingga apabila hal ini tidak dapat dideteksi, (untuk interval pengukuran yang sangat pendek), dan ini akan menimbulkan trade-off antara relevan dan reliability. Ini menunjukkan bahwa earning juga mempunyai masalah masalah dengan timing dan matching untuk jangka pendek tapi akan lebih luas dari realisasi aliran kas

Penelitian ini menggunakan harga saham untuk membandingkan arus kas realisasi dan earning. Fokus dari tes ini adalah untuk melihat kemampuan masing-masing pengukuran untuk merefleksikan kinerja perusahaan, dengan menentukan apakah komponen expected earning atau aliran kas dapat menerangkan abnormal return saham. Pengujian ini secara tidak langsung merangkum pengukuran kinerja dengan pilihan. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah earning lebih sering digunakan untuk merangkum kinerja perusahaan.

Makalah ini memprediksikan bahwa untuk perusahaan yang statis (semuanya stabil), arus kas mempunyai masalah timing dan matching yang kecil dan relatif berguna dalam mengukur kinerja perusahaan. Untuk perusahaan yang mempunyai perubahan modal kerja dan investasi dan aktifitas perbelanjaan yang besar, aliran kas akan lebih mempunyai masalah timing dan matching. Kemudian kemampuan arus kas untuk merefleksikan kinerja perusahaan akan menurun karena persyaratan modal dan investasi dan aktivitas perbelanjaan meningkat. Accrual di prediksikan untuk mengurangi masalah timing dan matching pada aliran kas. Sehingga earning di prediksikan akan merefleksikan kinerja perusahaan lebih baik daripada arus kas, untuk perusahaan yang lebih volatile dalam aktifitas operasi, investasi dan pembelanjaan. Juga memprediksikan, earning dan arus kas mempunyai kegunaan yang sama dalam

industri dengan siklus operasi yang pendek. Industri dengan siklus operasi panjang, arus kas diprediksikan mempunyai manfaat pengukuran yang kecil dalam kinerja perusahaan. Hasilnya konsisten dengan prediksi ini.

Adanya informasi asimetri antara manajer perusahaan dan pemegang saham menghasilkan permintaan ikhtisar kinerja perusahaan. Proses accrual dilibat sebagai trade off dua masalah yang menghasilkan earning. Proses accrual menyediakan aturan timing dari pengenalan aliran kas di earning sehingga earning akan lebih dekat merefleksikan kinerja perusahaan dari aliran kas yang terealisasi. Bagaimanapun, accrual juga mensyaratkan objective dan verifiability.

Jika accrual dari kontrak yang efisien, kemudian rata-rata accrual akan menambah kemampuan earning relatif mengukur kinerja aliran kas. Sebagai alternatif, jika efek accrual yang dominan memungkinkan manajemen untuk memanipulasi earning, kemudian, aliran kas yang terealisasi akan menyediakan ikhtisar pengukuran yang berguna untuk pengukuran kinerja perusahaan jangka pendek.

Study ini membandingkan kemampuan relatif earning untuk aliran kas bersih dan aliran kas dari operasi untuk merefleksikan kinerja perusahaan. Aliran kas bersih akan berfluktuasi dengan aliran kas masuk dan aliran kas keluar diasosiasikan dengan aktifitas investasi dan pendanaan sebaik aktifitas operasi. Aliran kas bersih tidak mempunyai penyesuaian accrual dan dihipotesiskan cukup untuk timing dan matching.

Aliran kas dari operasi merefleksikan aliran kas bersih yang digeneralisasi dari aktifitas operasi. Termasuk pengukuran yang lebih dari satu tahun (tidak dikembalikan dengan satu tahun). Dan untuk mengurangi masalah timing dan

matching,, diasosiasikan dengan aktifitas investasi dan pendanaan. Bagaimanapun juga aliran kas operasi di luar dari asosiasi accrual dengan merubah persyaratan modal kerja . Earning terdiri dari accrual yang mengurangi masalah timing dan matching diasosiasikan dengan aliran kas operasi, investasi dan pendanaan. Earning juga diprediksikan, rata-rata untuk mengukur kinerja perusahaan dari pada aliran kas.

Pengukuran jangka pendek, untuk kuartalan dan satu tahun. Dengan ditambahnya interval, aliran kas maka masalah timing dan matching akan menjadi lebih kecil. Sehingga interval yang lebih panjang, earning dan aliran kas diharapkan untuk dapat sama dalam mengukur kinerja perusahaan (asumsi clean surplus).

Kemampuan earning merefleksikan perusahaan juga diharapkan bertambah apabila jangka waktu ditambah. (Easton, Harris dan Ohlson).

Makin besar aggregate accrual perusahaan, makin kecil asosiasi antara return dan realisasi aliran kas relatif dengan asosiasi antara return dan earning.

Hipotesis keempat memprediksikan bahwa perusahaan dengan tipe volatile accrual yang besar dan aliran kas yang terealisasi akan kecil dalam mengukur kinerja perusahaan. Pengukuran siklus operasi rata-rata mengeliminasi pengeluaran kas untuk memproduksi produk dan menerima kas dari penjualan produk. Perusahaan dengan siklus operasi yang lebih panjang diharapkan mempunyai modal kerja yang lebih besar untuk persyaratan level aktifitas operasi. Panjangnya siklus operasi diprediksikan berdasarkan penentuan volatilitas modal kerja. Aliran kas dari operasi mengeluarkan accrual yang berhubungan dengan aktifitas operasi. Kemudian kemampuan aktifitas aliran kas dari operasi untuk mengukur kinerja perusahaan diharapkan menurun sepanjang siklus operasi meningkat.

Modal kerja accrual dihipotesiskan untuk mengurangi masalah timing dan matching pada aliran kas operasi. Kemampuan earning merefleksikan kinerja perusahaan tidak diharapkan sesensitif siklus operasi.

Rata-rata, accrual diprediksikan menambah kemampuan merefleksikan kinerja perusahaan, beberapa komponen tertentu dihipotesiskan akan berkurang pentingnya. Pengujian pertama membandingkan accrual modal kerja jangka pendek dengan operating accrual jangka panjang. Sehingga asosiasi aliran kas operasi dengan return diprediksikan akan lebih sensitive dari pada accrual operasi jangka panjang. Pengujian kedua untuk pos-pos tertentu (spesial item), yang diprediksikan untuk menambah kemampuan earning merefleksikan kinerja perusahaan.

Ada dua alasan untuk menguji asosiasi antara aliran kas yang terealisasi atau earning dan return dengan interval yang diberikan. Pertama Aliran kas realisasi (earning) cukup untuk masalah matching karena aliran kas masuk dan keluar (revenue dan expense) dari aktifitas produksi dikenali dengan pengukuran interval yang berbeda.

Kedua, aliran kas yang terealisasi yang didapat dari masalah timing tidak masuk dalam masalah matching. Ketika kas masuk dan keluar (revenue dan expense) meskipun benar-benar tepat (dikenali pada interval yang sama). Dengan pengukuran interval yang lebih panjang, maka masalah timing dan matching akan semakin berkurang. Hal ini dikarenakan jika interval pengukuran diperpanjang, kemungkinan bahwa pos-pos revenue dan expense individu dikenali dalam periode yang salah bisa berkurang.

Sampel perusahaan yang tercatat pada New York Stock Exchange atau American Stock Exchange, dengan tiga interval pengukuran yaitu kuartalan, tahunan dan empat tahunan.

Semua variable laporan keuangan yang digunakan dalam pengujian empiris adalah berdasarkan per lembar dan diskalakan dengan harga awal periode. Skala dengan harga untuk menghindari korelasi dari size dan mengurangi masalah dengan heterokedastisitas (Christie, 1978).

Hipotesis 1 Memprediksikan bahwa earning mempunyai asosiasi yang lebih kuat dengan return dari aliran kas bersih atau aliran kas operasi untuk pengukuran interval jangka pendek. Ada tiga pooled regresi yaitu; stock return dengan earning, stock return dengan aliran kas bersih dan return dengan aliran kas operasi.

Untuk pengukuran masing-masing interval, R^2 lebih besar dalam regresi termasuk earning yang relatif pada regresi termasuk aliran kas. Untuk tiap-tiap interval, earning lebih kuat jika diasosiasikan dengan return, daripada pengukuran aliran kas. Hasil ini mendukung hipotesis 1.

Hipotesis 2 memprediksikan kekuatan menerangkan aliran kas akan meningkat jika pengukuran jangka waktu interval diperpanjang. Hasil pengujian konsisten dengan hipotesis bahwa kekuatan menerangkan aliran kas akan meningkat jika interval waktu diperpanjang.

Table 2.1. Rangkuman Penelitian-Penelitian Terdahulu

NO PENELITIAN	HIPOTESIS DAN MODEL PENELITIAN	VARIABLE YANG DIGUNAKAN	HASIL PENELITIAN
1. Pervin K. Shroff (1995)	<p>Hipotesis penelitian Earning berkorelasi kuat dengan ekspektasi earning akan datang dari return saham</p> <p>Model penelitian $y_t = a + b_1x_t + a_2t$ $y_t = a + b_1x_t + a_2t$</p>	<p>Var. bebas : Return saham Var. terikat : Perumbuhan = ROE PER</p>	<p>Earning saat ini tidak berkorelasi kuat dengan pertumbuhan earning PER dan ROE merupakan indikator yang baik bagi pertumbuhan earning</p>
2. Cha ~ Czernikowska, J. Lofus	<p>Hipotesis penelitian Aggregare can disaggregated earning mempunyai hubungan yang kuat dengan return</p> <p>Model penelitian $R_t = a_0 + a_1(OI/P)_t + a_2e_{it}$ $H = b_0 + b_1(CF/OI)_t + b_2(Cur/P)_t + a_3INCAP_t + a_4e_{it}$</p>	<p>Var. bebas : Return saham Var. terikat : Perumbuhan - ROE PER Laba operasi per lembar saham Arus kas operasi per lembar saham Current actual per lembar saham Non current actual per lembar saham</p>	<p>Korelasi return-earning tinggi kebanyakan terjadi pada B. tinggi samapi 0.17. ROE dan E/P dapat mengindikasikan kemampuan earning untuk menerangkan perubahan goodwill. Current earning berkorelasi dengan pertumbuhan earning saming, mempertahankan kekuatan menerangkan relatif. Terdapat kenaikan yang signifikan hasil disaggregat earning terhadap arus kas operasi. current actual dan non current actual</p>
3. Judy Rayburn (1986)	<p>H01 Tidak ada asosiasi antara aliran kas operasi dengan abnormal return H02 Tidak ada asosiasi antara agregat actual dengan return saham H03 Tidak ada asosiasi antara current actual dengan r return saham</p> <p>$CAR_{it} = 0 + 1CF_{pit} + 2AOP_{it} + u_{it}$ $CAR_{it} = 0 + 1CF_{pit} + 2CWC_{pit} + 3DCR_{pit} + 4CTAX_{pit} + u_{it}$</p>	<p>Var. bebas : Return saham Var. terikat : Perusahaan annual Arus kas operasi Perubahan modal kerja Perubahan pajak terutang</p>	<p>H01 ditolak karena arus kas dapat merepresentasikan sebagian kejadian ekonomi H02 ditolak karena informasi actual juga digunakan Konvensional adalah insentif ialah konservatif. signifikan selanjutnya 20 tahun hanya untuk arus kas dan perubahan modal kerja</p>

Table 2.1. Rangkuman Penelitian-Penelitian Terdahulu

NO. PENELITIAN	HIPOTESIS DAN MODEL PENELITIAN	VARIABEL YANG DIGUNAKAN	HASIL PENELITIAN
4 Mianurung, Adler Hisyrian	<p>Hu1 Tidak ada hubungan antara arus dengan lingkar redemer saham di Bursa Efek Jakarta</p> <p>Hu2 Ada hubungan antara arus kas dengan lingkar redemer saham di Bursa Efek Jakarta</p>	<p>Var. bebas : Return selisih</p> <p>Var. terikat :</p> <ul style="list-style-type: none"> Arus kas operasi Arus kas investasi Arus kas pendanaan 	<p>Dari 30 perusahaan, pada tahun 1994 ada 7 perusahaan yang detail untuk arus kas. Operasi dan 6 diantaranya mempunyai asset lebih dari Rp 1 milyar; merupakan perusahaan besar.</p> <p>Ilanya satu perusahaan (1994) dan dua perusahaan (1995) yang surplus untuk kegiatan investasi</p> <p>Perusahaan yang berdefisit pada arus kas pendanaan umumnya adalah perusahaan besar</p> <p>Hubungan arus kas operasi, investasi dan pendanaan cukup lemah dengan nilai korelasi antara 0,2071 sampai dengan 0,2392</p>
5 Arnold, C.D.B.Clubb, Manson dan Wearinq, 1991	<p>Menguji ada tidaknya hubungan antara arus kas, arus dana dan earnings di UK</p>	<p>Variabel yang digunakan adalah</p> <ul style="list-style-type: none"> NI = Net income WOP= arus modal kerja (working capital) NU = net quick flow CO = arus kas operasi CC = perubahan kas CIC= arus kas entity 	<p>Nel income dan modal kerja berhubungan dengan lingkar sigifikansi 0,05.</p> <p>NU mempunyai hubungan yang paling besar frekuensinya dengan CO dan cash flow hubungan CO dan CI = 94 % kasus serta hubungan CO dan CIC = 30 % kasus</p>
6 Andreas Chantou dan Collin Clube (1999)	<p>Menganalisis earning dan arus kas untuk jangka waktu yang berbeda, jangka pendek dan jangka panjang</p> <p>Model penelitian</p> $R = a_0 + a_1AFI/P_0 + ut$ $R = a_0 + a_1CFOP/P_0 + ut$ $R = a_0 + a_1DC/P_0 + ut$ $R = a_0 + a_1FCF/P_0 + ut$ $R = a_0 + a_1CFOL/P_0 + a_2INV/P_0 - ut$ $R = a_0 + a_1CFOP/P_0 + a_2INV/P_0 + a_3DCU/P_0 + ut$ $R = a_0 + a_1AFI/P_0 + a_2CFOP/P_0 +$	<p>Var. bebas : Return Saham</p> <p>Var terikat :</p> <ul style="list-style-type: none"> AET = accounting earning CFO = cash dari operasi DCT = perubahan dalam kas FCF = equity cash earning INV = investasi C = perubahan dalam kas I = perubahan dalam kredit PO = harga pasar equity pada t-1 PI = harga pasar equity pada t UT = disturbance 	<p>Koefisien korelasi earning dengan arus kas operasi meningkat seiring dengan meningkatnya interval pengukuran</p> <p>Koefisien AE positif untuk semua interval</p> <p>Koefisien CFO negatif untuk satu dan dua tahun interval serta positif untuk 4 tahun</p> <p>lingkar sigifikansi 1% untuk 1 tahun, 1% untuk 2 tahun dan 1% untuk 4 tahun</p> <p>Koefisien investasi negatif tidak signifikan untuk 1 tahun dan 2 tahun dan negatif untuk empat tahun interval</p> <p>Dari regresi univariat dilakukan bahwa jika arus kas operasi dan perubahan kas adalah variabel yang lebih kuat dibanding</p>

Tabel 2.4. Ringkuman Penelitian-Penelitian Terdahulu

NO. PENELITIAN	HIPOTESIS DAN MODEL PENELITIAN	VARIABEL YANG DIGUNAKAN	HASIL PENELITIAN
7. Patricia M. Doehrow (1994)	$R = a_0 + a_1AEPO + a_2CFOPo + a_3INVPo + a_4DCOPo + a_5DIVPo + a_6t$ <p>Hipotesis penelitian</p> <p>H01: Adanya asosiasi yang lebih kuat antara return dan earnings jika dibandingkan dengan return dan arus kas realisasi untuk jangka pendek</p> <p>H02: Asosiasi return dan arus kas realisasi relatif bertambah dari asosiasi return dan earnings karena interval penelitian diperpanjang</p> <p>H03: Makin besar agregat akrual perusahaan makin kecil asosiasi antara return dan arus kas realisasi relatif dengan asosiasi antara return dan earnings</p> <p>H04: Makin panjang siklus operasi, lebih banyak persyarat model variabel modal kerja perusahaan dan lebih kecil asosiasi antara return dan arus kas realisasi</p>	<p>Var bebas : Return saham</p> <p>Var. terikat :</p> <ul style="list-style-type: none"> E = earnings per share DCO = perubahan modal kerja CFO = arus kas operasi NCF = arus kas bersih OA = initial akrual operasi LTDA = akrual operasi jangka panjang AA = perubahan nonkas 	<p>Earning akan berasosiasi lebih kuat return dibandingkan dengan arus kas unjuk angka pendek. Kemampuan arus kas meningkatkan kinerja perusahaan relatif baik dan mencerminkan, jika jangka waktu pengukurannya dibingkai.</p> <p>Earning akan berasosiasi lebih kuat dengan return daripada arus kas realisasi untuk perusahaan yang perubahan working capitalnya besar serta aktifitas investasi dan pendanaan besar.</p>
8. Ngaisah dan Nur Indramono (2000)	<p>Hipotesis penelitian</p> <p>H01: Laba akuntansi tidak mempunyai kualitas informasi bagi investor di pasar modal</p> <p>H02: Mode kerja dari operasi tidak mempunyai kualitas informasi yang bisa memberikan tambahan informasi dan bagi investor keluar informasi dan laba dan arus kas</p> <p>H03: Arus kas dari operasi tidak mempunyai kualitas informasi yang bisa memberikan tambahan informasi bagi investor dari laba akuntansi dan modal kerja</p>	<p>Var. bebas : Return saham</p> <p>Var terikat :</p> <ul style="list-style-type: none"> UCFO : Unexpected operating cash flow UCA : Unexpected current accrual UNCA : Unexpected non current accrual UE : Unexpected earning UWCFQ : Unexpected working capital 	<p>Informasi laba akuntansi tidak mempunyai kualitas informasi bagi investor di pasar modal</p> <p>Informasi modal kerja dari operasi yang lebih awal dan laporan tahunan tidak mempunyai kualitas informasi yang bisa memberikan tambahan informasi bagi investor di luar informasi akuntansi</p> <p>Informasi yang telah disajikan oleh laba akuntansi dari arus kas operasi yang lebih awal dan laporan tahunan tidak mempunyai kualitas informasi yang bisa memberikan tambahan informasi bagi investor di luar informasi yang telah disajikan oleh laba</p>

Tabel 2.1. Rangkuman Penelitian-Penelitian Terdahulu

NO. PENELITIAN	HIPOTESIS DAN MODEL PENELITIAN	VARIABEL YANG DIGUNAKAN	HASIL PENELITIAN
9) Triyono dan Jogiyanto Hartono (2020)	<p>Model penelitian</p> $CAR_t = \alpha_0 + \alpha_1(UCFO) + \alpha_2(LCA) + \alpha_3(LINCA)$ <p>H_{1a} Ada hubungan signifikan antara arus kas total dengan harga saham</p> <p>H_{1b} Ada hubungan signifikan antara perubahan arus kas total dengan return saham</p> <p>H_{2a} Ada hubungan positif antara laba akuntansi dengan harga saham</p> <p>H_{2b} Ada hubungan positif antara laba antara perubahan laba akuntansi dengan harga saham</p> <p>H_{3a} Ada perbedaan hubungan antara arus kas total dengan harga saham dan hubungan laba akuntansi dan harga saham.</p> <p>Ada perbedaan hubungan antara perubahan arus kas total dengan return saham dan hubungan perubahan laba akuntansi dan return saham</p>	<p>Varabel bebas:</p> <p>Return saham</p> <p>Harga</p> <p>Varabel terikat</p> <p>TAK = total arus kas</p> <p>AKP = arus kas dari aktifitas pendanaan</p> <p>AKI = arus kas dan aktifitas investasi</p> <p>AKO = arus kas dari aktifitas operasi</p>	<p>akuntansi</p> <p>Total arus kas tidak mempunyai korelasi informasi terhadap harga saham</p> <p>Laba akuntansi mempunyai korelasi informasi terhadap harga saham</p> <p>Terdapat perbedaan yang signifikan hubungan antara arus kas total dengan harga saham dan hubungan antara laba akuntansi dengan harga saham</p> <p>Arus kas dari aktifitas pendanaan mempunyai korelasi informasi terhadap harga saham</p> <p>Arus kas dan aktifitas investasi mempunyai korelasi informasi terhadap harga saham</p> <p>Arus dan aktifitas operasi mempunyai korelasi informasi terhadap harga saham</p>



BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel Penelitian

Penelitian ini akan menggunakan populasi yang berasal dari seluruh perusahaan yang tergolong ke dalam perusahaan industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Adapun kriteria sample yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah :

1. Perusahaan industri manufaktur yang telah terdaftar pada bursa efek Jakarta sampai dengan tahun 1993.
2. Perusahaan yang telah menyertakan laporan arus kas dalam pelaporan keuangan pada Desember 1994, karena walaupun Standar Akuntansi Keuangan NO. 2 baru berlaku secara efektif per 1 Januari 1995, tetapi banyak emiten yang sudah mulai mempublikasikan laporan arus kas dalam pelaporan keuangan Desember 1994.

Perusahaan-perusahaan yang terpilih menjadi sample yang akan diteliti, dicantumkan pada lampiran dari makalah ini.

3.2. Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang dilakukan oleh penulis untuk penelitian ini, adalah:

1. Penelitian Lapangan

Penulis memperoleh data-data dari Bursa Efek Jakarta, dengan cara mengumpulkannya dari dokumen-dokumen perusahaan yang telah terdaftar pada bursa serta dari buku Indonesian Capital Market Directory serta JSX montly.

2. Studi Kepustakaan

Studi kepustakaan ini dilakukan dengan membaca dan mempelajari buku-buku, jurnal dan makalah yang menunjang penelitian ini.

3.3. Hipotesis Penelitian

Penulis akan menguji hubungan antara return saham dengan arus kas, baik hubungan return dengan arus kas operasi, hubungan return dengan arus kas investasi, hubungan return dengan arus kas pendanaan, hubungan return dengan arus kas bersih dan hubungan return dengan accounting earning untuk periode penelitian jangka pendek (satu tahun), dan juga untuk periode penelitian jangka panjang (dua dan empat tahun) Untuk mengetahui ada atau tidaknya hubungan tersebut di atas, maka penulis melakukan pengujian dengan hipotesis sebagai berikut:

- H_01 : Return saham tidak mempunyai korelasi yang positif dengan accounting earning.
- H_11 : Return saham mempunyai korelasi yang positif dengan accounting earning.
- H_02 : Return saham tidak mempunyai korelasi yang positif dengan arus kas operasi.
- H_12 : Return saham mempunyai korelasi yang positif dengan arus kas operasi

- Ho3 : Return saham tidak mempunyai korelasi yang positif dengan arus kas investasi.
- Ha3 : Return saham mempunyai korelasi yang positif dengan arus kas investasi.
- Ho3 : Return saham tidak mempunyai korelasi yang positif dengan arus kas pendanaan
- Ha4 : Return saham mempunyai korelasi yang positif dengan arus kas pendanaan
- Ho5 : Earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan, secara bersama-sama tidak mempunyai korelasi berganda terhadap return saham.
- Ha5 : Earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan, secara bersama-sama mempunyai korelasi berganda terhadap return saham.

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model regresi linier. Pada penelitian ini didasarkan pada penelitian yang telah dilakukan oleh Andreas Charitou dan Colin Clubb (1999) dan Patricia M. Dechow (1994), yang menganalisis hubungan antara earning, cash flow dan return saham untuk jangka panjang.

Adapun model yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$R_T = \alpha_0 + \alpha_1 AE_T/P_0 + u_T \dots \dots \dots 3-1$$

$$R_T = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_T/P_0 + u_T \dots \dots \dots 3-2$$

$$R_T = \alpha_0 + \alpha_1 INV_T/P_0 + u_T \dots \dots \dots 3-3$$

$$R_T = \alpha_0 + \alpha_1 FIN_T/P_0 + u_T \dots \dots \dots 3-4$$

$$R_T = \alpha_0 + \alpha_1 AE_T/P_0 + \alpha_2 AE_T/P_0 + \alpha_3 INV_T/P_0 + \alpha_4 FIN_T/P_0 + \dots \dots \dots 3-5$$

di mana :

R_T	= return saham individual per lembar untuk tahun t
AE_T	accounting earning per lembar untuk tahun t
CFO_T	= arus kas operasi per lembar untuk tahun t
INV_T	= arus kas dari investasi per lembar untuk tahun t
FIN_T	= arus kas dari pembelanjaan per lembar untuk tahun t
P_t	= harga saham awal tahun t atau akhir tahun t-1
u_t	= disturbance

3.4. Rancangan Analisis dan Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini akan mengikuti langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menghitung variabel masing-masing perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Adapun variabel yang akan digunakan adalah sebagai berikut:

a) Variabel Terikat (Dependent Variable), yaitu variable tidak bebas dan keberadaannya dipengaruhi oleh variable bebas. Variabel terikat yang digunakan adalah: Return saham.

b) Variabel Bebas (Independent Variable), yaitu variable yang keberadaannya tidak dipengaruhi oleh variable lain. Variabel bebas yang digunakan adalah: Accounting Earning, Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, dan Arus Kas Pendanaan.

Variabel bebas dan variable terikat dapat dirumuskan sebagai berikut;

1) AE_t : accounting earning. Diperoleh dari data sekunder, dihitung dari total earning. Baik untuk earning tahunan, maupun earning jangka panjang (untuk jangka waktu 2 dan 4 tahun). Untuk mendapatkan earning jangka panjang dihitung dengan menjumlahkan earning tahunan.

2) CFO_t : aliran kas operasi, dihitung sesuai dengan PSAK, berasal dari:

- penerimaan kas dari penjualan barang dan jasa;
- penerimaan kas dari royalty, fees, komisi dan pendapatan lain;
- pembayaran kas kepada pemasok barang dan jasa;
- pembayaran kas kepada karyawan;
- pembayaran kas atau penerimaan kembali (restitusi) pajak penghasilan, kecuali jika dapat diidentifikasi secara khusus sebagai bagian dari aktivitas pendanaan, dan investasi;
- penerimaan dan pembayaran kas dari kontrak yang diadakan untuk tujuan transaksi dan perdagangan.

Penerimaan merupakan arus kas masuk dan pengeluaran merupakan arus kas ke luar. Untuk mendapatkan arus kas operasi tahunan, digunakan data dari laporan arus kas. Sedangkan untuk mendapatkan data jangka panjang, baik untuk 2 tahun maupun 4 tahun, dihitung dari penjumlahan masing-masing data tahunan.

3) INV_t : aliran kas dari pendanaan, diperoleh dari:

- pembayaran kas untuk membeli aktiva tetap, aktiva tak berwujud atau aktiva jangka panjang lain, termasuk biaya pengembangan yang dikapitalisasi dan aktiva yang dibangun sendiri;
- penerimaan kas dari penjualan tanah, bangunan dan peralatan, aktiva tak berwujud dan aktiva jangka panjang lain;
- perolehan saham atau instrumen keuangan perusahaan lain;

Data tahunan di dapat dari laporan arus kas, sedangkan untuk memperoleh data untuk 2 tahun dan 4 tahun, diambil dengan menjumlahkan masing-masing data tahunan ini.

4) FIN_F : aliran kas dari pembelanjaan dihitung berdasarkan PSAK, yaitu .

- penerimaan kas dari emisi saham atau instrumen modal lainnya
- pembayaran kas kepada pemegang saham untuk menarik atau menebus saham perusahaan
- penerimaan kas dan emisi obligasi, pinjaman, wesel, hipotik, dan penjaminan lainnya
- pelunasan pinjaman
- pembayaran kas oleh penyewa guna usaha (lessee) untuk mengurangi saldo kewajiban yang berkaitan dengan sewa guna usaha pembiayaan (finance lease).

Data tahunan diambil dari laporan arus kas, sedangkan untuk mendapatkan data untuk 2 tahun dan 4 tahun diperoleh dengan cara menjumlahkan masing-masing data tahunan ini.

5) **Retun Saham**, merupakan variable terikat. Diperoleh dari perhitungan cumus sebagai berikut:

$$R_T = \frac{(IHST_t - IHST_{t-1})}{IHST_{t-1}}$$

Keterangan :

R- return saham pada tahun t

IHST- Indeks Harga Saham Individual tahun t

IHST_{t-1} = Indeks Harga Saham Individual tahun t-1

Rumus ini digunakan untuk menghitung return pasar tahunan. Sedangkan untuk memperoleh return pasar jangka panjang (untuk 2 tahun dan 4 tahun) diperoleh dengan menjumlahkan return pasar tahunan.

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang diambil dari Indonesian Capital Market Directory, JSX Montly, JSX Quarter dan Laporan Arus Kas masing-masing perusahaan.

2. Melakukan pooling data

Pengumpulan data dilakukan dengan menggunakan pooling data, yaitu menggabungkan data time series dan cross section, sehingga observasi menjadi jumlah tahun yang diteliti dikalikan dengan jumlah perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sample dikalikan dengan variabel yang digunakan yaitu; Return, Earning, Arus kas investasi, Arus kas operasi, Arus kas pendanaan, IHST, Price dan Jumlah saham yang beredar .

3. Menjalankan pengujian regresi

Setelah dilakukan pengujian regresi yang menggunakan model di atas, diharapkan hasilnya sesuai dengan yang diperkirakan, yaitu koefisien dari earning dan arus kas akan bertanda positif, dan koefisien arus kas investasi dan arus kas pendanaan akan bertanda negatif, dan koefisien arus kas akan mendekati angka yang semakin dekat dengan nilai koefisien earning seiring dengan meningkatnya jangka waktu penelitian.

3.5. Pengujian Ekonometrik

Dari Teorema Gauss-Markov dapat disimpulkan bahwa penaksir yang BLUE (Best Linier Unbiased Estimator) dapat diperoleh dari penaksir linier kuadrat terkecil (Ordinary Least Square) yang memenuhi persyaratan seluruh asumsi klasik. Sifat BLUE (Best Linier Unbiased) sangat penting bagi penaksir-penaksir linier kuadrat terkecil karena:

1. Sifat linier dibutuhkan untuk memudahkan perhitungan dalam penaksiran.
2. Sifat unbiasedness, sifat ini tidak akan bermanfaat apabila berdiri sendiri. Akan menjadi berarti adalah bila jumlah sample sangat besar kira-kira lebih mendekati nilai parameter sebenarnya
3. Best, sifat varians terkecil secara sendirian tidak dibutuhkan karena suatu taksiran memiliki varians nol, namun memiliki penyimpangan yang besar (enormous bias). Sifat varians minimum dibutuhkan, bila dikombinasikan dengan sifat bias (unbiasedness). Pentingnya sifat ini kelihatan apabila diterapkan dalam uji signifikansi baku (standar) terhadap α dan β , serta membuat interval keyakinan takstan-taksiran.

Asumsi yang harus dipenuhi untuk mendapatkan penaksir (estimator) terbaik (best), apabila penaksir tersebut memiliki varians terkecil. Adapun asumsi tersebut adalah sebagai berikut:

- a) Nilai rata-rata dari error term sama dengan nol
- b) Tidak terdapat korelasi serial antara error term (non-autokorelasi)
- c) Sifat homoscedasticity dari error term (non-heteroscedasticity)
- d) Tidak terdapat kolinearitas antar variabel bebas (non-multikolinier), dimana antar variabel bebas tidak mengandung hubungan linier tertentu
- e) Gangguan didistribusikan menurut distribusi normal

3.5.1. Pengujian Multikolinieritas

Multikolinieritas menunjukkan derajat kolinearitas yang tinggi dan merupakan hubungan linier antara variabel-variabel bebas dengan model regresi. Untuk variabel bebas yang berkorelasi sempurna maka koefisien regresi dan standar error tidak dapat ditentukan, sebaliknya jika tidak ada korelasi sama sekali dikatakan variabel tersebut orthogonal.

Pengujian ada atau tidaknya gejala multikolinieritas dalam model regresi adalah dengan menggunakan ukuran variance-inflating factor (VIF) dan Tolerance.

Rumus untuk menghitung VIF adalah:

$$VIF = \frac{1}{1-R_i^2}$$

Semakin besar nilai VIF mencerminkan tingkat kolinieritas yang semakin besar juga. Dan apabila tidak terdapat kolinieritas antara variabel-variabel independen maka VIF yang diperoleh sebesar 1.

Pengujian multikolinieritas ini dapat juga dilakukan dengan cara lain, yaitu dengan menggunakan ukuran tolerance. Didapat dari perhitungan rumus

$$TOL_j = (1 - R_j^2) \cdot (1/VIF_j)$$

Angka TOL_j akan sama dengan 1 jika X_j tidak berkorelasi dengan variabel independen lainnya dan akan sama dengan 0 jika X_j berkorelasi sempurna dengan variabel independen lainnya.

3.5.2. Pengujian Heterokedastisitas

Asumsi yang juga harus dipenuhi adalah homoskedastisitas, yaitu adanya equal variance. Bila asumsi ini tidak dipenuhi maka terjadi heterokedastisitas (adanya unequal variance)

Pengaruh heterokedastisitas ini adalah sebagai berikut:

- Estimator-estimator OLS yang diperoleh tetap tidak bias dan konsisten
- Akan tetapi estimator-estimator tersebut tidak lagi efisien, atau tidak lagi memiliki variance yang minimum. Akibatnya bila dilakukan uji t dan uji F berdasarkan variance-variance tersebut maka akan diperoleh kesimpulan yang salah.



BAB IV

IIASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pada penelitian ini, penulis menguji dan membahas hubungan antara return saham dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan secara terpisah serta hubungan antara earning dengan arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan secara bersamaan, untuk jangka waktu yang berbeda-beda. Jangka waktu ini dibedakan menjadi jangka pendek, untuk interval penelitian satu tahun dan jangka panjang untuk dua tahun dan empat tahun. Pemilihan perusahaan didasarkan atas kelengkapan data yang dapat diperoleh. Data yang dibutuhkan adalah data earning, harga saham per lembar, jumlah saham yang beredar, indeks harga saham individual, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan. Data yang dikumpulkan dikumpulkan adalah data historis sejak tahun 1992 sampai dengan tahun 2000, sehingga diperoleh 8 tahun interval penelitian.

Untuk return, earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan, interval jangka pendek (satu tahun) dimulai dari tahun 1993 sampai dengan tahun 2000, kemudian untuk interval jangka panjang, 2 tahun dimulai dari tahun 1993-1994, 1995-1996, 1997-1998 dan 1999-2000, terakhir untuk interval 4 tahun mulai 1993-1996 dan 1997-2000.

Untuk mendapatkan hasil yang maksimal, penulis ingin meneliti seluruh perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta, sampai tahun 1993, tetapi karena keterbatasan data yang dapat diperoleh, antara lain belum semua perusahaan yang sudah

menyertakan laporan arus kas tahun 1993 dan adanya data-data yang mengandung outlier harus dikeluarkan. Maka penulis mendapatkan perusahaan yang telah memenuhi kriteria penelitian, hanya memilih 11 perusahaan industri manufaktur.

4.1. DESKRIPTIF STATISTIK

Gambaran singkat statistik dari data tahunan, dua tahun dan empat tahun, adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1.1. Data deskriptif statistik Return dan Earning untuk satu tahun, dua tahun dan empat tahun

Variabel	Mean	Std. Deviation.	N
Return 1 tahun	.1907034	.7810671	88
Return 2 tahun	.3814067	1.0823124	44
Return 4 tahun	.7628135	1.1799330	22
Earning 1 tahun	1148502	.5478601	88
Earning 2 tahun	.2456590	.7965746	44
Earning 4 tahun	.2169198	1.2295476	22

Dari tabel 4.1.1. dapat diperoleh gambaran secara statistik untuk earning dan return mulai satu tahun, dua tahun dan empat tahun. Jumlah sampel yang digunakan telah dikurangi dengan data-data yang outlier, adalah 88 sampel untuk interval waktu 1 tahun, 44 sampel untuk interval 2 tahun dan 22 sampel untuk interval waktu empat tahun.

Rata-rata earning meningkat dari satu tahun sebesar 0.1148502 menjadi 0.2456590 untuk earning dua tahun serta turun menjadi 0.2169198 untuk earning empat tahun. Untuk R mengalami kenaikan untuk interval pengukuran 1 tahun, 2 tahun dan 4 tahun yaitu sebesar 17.1%, 31.1% dan 38.8%, begitu juga dengan R² naik dari 2.9% untuk interval 1 tahun, naik menjadi 9.7% untuk interval 2 tahun serta naik menjadi 15.1% untuk interval 4 tahun.

Tabel 4.1.2. Data deskripsi statistik Return dan Arus Kas Operasi untuk satu tahun, dua tahun dan empat tahun

Variabel	Mean	Std. Deviation.	N
Return 1 tahun	.1907034	.7810671	88
Return 2 tahun	.3814067	1.0823124	44
Return 4 tahun	.7628135	1.1799330	22
Arus kas operasi 1 tahun	.1867607	.2970273	88
Arus kas operasi 2 tahun	.4148181	.6618591	44
Arus kas operasi 4 tahun	.5959487	.5239902	22

Rata-rata arus kas operasi meningkat dari satu tahun, dua tahun dan empat tahun, yaitu sebesar 0.1867607 untuk interval 1 tahun, kemudian naik menjadi .04148181 untuk interval 2 tahun, serta menjadi .5959487 untuk interval 4 tahun. Jumlah sampel yang diteliti setelah dikeluarkan data outliernya menjadi 88 sampel untuk satu tahun, 44 untuk dua tahun dan 22 untuk empat tahun. Begitu juga dengan R juga mengalami kenaikan dari 1 tahun sebesar 42.7% naik menjadi 54.7% dan turun untuk interval 4 tahun menjadi

46.6%. Begitu juga dengan R² naik dari 18.3% (1 tahun) naik menjadi 29.9% (2 tahun) kemudian turun untuk interval 4 tahun sehingga menjadi 21.7%.

Tabel 4.1.3. Data deskripsi statistik Return dan Arus Kas Investasi untuk satu tahun, dua tahun dan empat tahun

Variabel	Mean	Std. Deviation.	N
Return 1 tahun	.1907034	.7810671	88
Return 2 tahun	.3814067	1.0823124	44
Return 4 tahun	.7628135	1.1799330	22
Arus kas investasi 1 tahun	.1318076	.2323752	88
Arus kas investasi 2 tahun	.2694346	.3317451	44
Arus Kas Investasi 4 tahun	1.1799330	.4891535	22

Rata-rata arus kas investasi meningkat dari satu tahun (0.1318076) menjadi 0.2694346 (untuk 2 tahun) dan naik lagi untuk 4 tahun menjadi 0.4640569. Jumlah sampel yang diteliti adalah sebanyak 88 sampel untuk 1 tahun, 44 sampel untuk 2 tahun dan 22 sampel untuk 4 tahun penelitian. Untuk R turun dari 6.3% (1 tahun) menjadi 1.1% (2 tahun) dan naik menjadi 3.6% untuk interval waktu 4 tahun, begitu juga dengan R² juga mengalami penurunan dari 4% (1 tahun) menjadi 0% (2 tahun) dan meningkat menjadi 1% untuk 4 tahun interval penelitian

Tabel 4.1.4. Data deskripsi statisitik Return dan Arus Kas Pendanaan untuk satu tahun, dua tahun dan empat tahun

Variabel	Mean	Std. Deviation.	N
Return 1 tahun	.1907034	.7810671	88
Return 2 tahun	.3814067	1.0823124	44
Return 4 tahun	.7628135	1.1799330	22
Arus kas pendanaan 1 tahun	2.062E-02	.7810671	88
Arus kas pendanaan 2 tahun	-9.08E-03	.3412321	44
Arus kas pendanaan 4 tahun	-8.46E-02	.4436994	22

Rata-rata arus kas pendanaan turun dari satu tahun menjadi dua tahun yaitu 2.062E-02 menjadi -9.08E-03 meningkat untuk interval penelitian 4 tahun menjadi -8.46E-02. Jumlah sampel yang diteliti setelah dikeluarkan data outliernya adalah 88 untuk satu tahun, 44 untuk dua tahun dan 22 untuk empat tahun.

Tabel 4.1.5. Data deskripsi statisitik Return dengan Earning, Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi dan Arus Kas Pendanaan untuk satu tahun, dua tahun dan empat tahun

Variabel	Mean	Std. Deviation.	N
Return 1 tahun	.1907034	.7810671	88
Return 2 tahun	.3814067	1.0823124	44
Return 4 tahun	.7628135	1.1799330	22

Earning 1 tahun	.1148502	.5478601	88
Arus Kas Operasi 1 th	.1867607	.2970273	88
Arus Kas Investasi 1 th	.1318076	.2323752	88
Arus Kas Pendanaan 1 th	2.062E-02	.2816301	88
Earning 2 tahun	.2456590	.7565746	44
Arus Kas Operasi 2 th	.4148181	.6618591	44
Arus Kas Investasi 2 th	.2694346	.3317451	44
Arus Kas Pendanaan 2 th	-9.08E-03	.3412321	44
Earning 4 tahun	.2169198	1.2295476	22
Arus Kas Operasi 4 th	.5959487	.53239902	22
Arus Kas Investasi 4 th	.4640569	.4891535	22
Arus Kas Pendanaan 4 th	-8.46E-02	.4436994	22

Dari tabel 4.1.5 dapat diperoleh gambaran secara statistik untuk earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan dengan return mulai satu tahun, dua tahun dan empat tahun. Jumlah sampel yang digunakan telah dikurangi dengan data-data yang outlier, adalah 88 sampel untuk interval waktu 1 tahun, 44 sampel untuk interval 2 tahun dan 22 sampel untuk interval waktu empat tahun.

Rata-rata return meningkat dari 0.1907034 untuk satu tahun menjadi 0.3814067 untuk 2 tahun dan 0.7628135 untuk 4 tahun. Earning meningkat dari satu tahun 0.1148502 menjadi 0.2456590 untuk earning dua tahun serta turun menjadi 0.2169198 untuk earning empat tahun. Arus kas operasi 0.1867607 (1 tahun) naik menjadi 0.4148181 (2 tahun) dan naik lagi menjadi 0.5959487 (4 tahun). Arus kas investasi

0.1318076 (1 tahun) naik 0.2694346 (2 tahun) dan naik menjadi 0.4640569 (4 tahun). Arus kas pendanaan sebesar $2.062E-02$ (1 tahun) turun untuk interval 2 tahun menjadi $-9.081E-03$ naik menjadi $-8.461E-02$ untuk interval 4 tahun.

Untuk R mengalami kenaikan untuk interval pengukuran 1 tahun, 2 tahun dan 4 tahun yaitu sebesar, 45.1%, 61.4% dan 63.4%, begitu juga dengan R^2 naik dari 2.03% untuk interval 1 tahun, naik menjadi 37.7% untuk interval 2 tahun serta naik menjadi 40.1% untuk interval 4 tahun

4.2. PENGUJIAN HIPOTESIS PERTAMA

Hipotesis pertama yang akan diuji adalah mengenai hubungan return saham dengan earning. Return saham dihitung dari IHSI masing-masing perusahaan. Untuk interval satu tahun diambil dari data tahunan, sedangkan untuk return dua tahun didapat dengan menjumlahkan 2 item return tahunan, begitu pula halnya dengan return empat tahun, berasal dari penjumlahan 4 item return tahunan. Sedangkan earning, diambil dari laba bersih perusahaan, dibagi dengan jumlah lembar saham yang beredar. Earning tahunan dihitung dari laba bersih (net income) t tahun dibagi dengan jumlah saham beredar pada tahun t . Untuk mendapatkan earning dua tahun dihitung dari penjumlahan earning dibagi jumlah saham yang beredar tahun t ditambah dengan earning per lembar saham beredar tahun $t-1$. Earning empat tahun dihitung dengan cara yang sama pula yaitu dengan menjumlahkan earning/lembar saham beredar $t, t-1, t-2, t-3$.

Pengujian hipotesis pertama akan menguji apakah return saham dan earning mempunyai hubungan yang positif dan apakah hubungan tersebut mempunyai asosiasi

yang meningkat jika jangka waktu pengukuran ditambah, maka dilakukan pengujian dengan model penelitian : $Return = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta E/P_t + u_t$ sebagai suatu model pengjumlahan. Analisis dilakukan berdasarkan data tahunan, dua tahun dan empat tahun. Hasil regresi seperti terlihat pada table 4.2.1.

Tabel 4.2.1 Hasil Regresi : $Return = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta E/P_t + u_t$

Varabel	Koefisien	Sign	t-stat	VIF
Model satu tahun				
Konstanta	0.163	0.057	1.930	1.000
Earning	0.244	0.112	1.608	
Model dua tahun				
Konstanta	0.278	0.099	1.689	1.000
Earning	0.423	0.040	2.121	
Model empat tahun				
Konstanta	0.682	0.010	2.825	1.000
Earning	0.373	0.074	1.885	

Untuk mengetahui adanya hubungan yang terjadi antara variabel earning dan return digunakan uji sisi kanan (right tailed test) dengan hipotesis sebagai berikut:

- H_0 1 : Return saham tidak mempunyai hubungan yang positif dengan earning
- H_a 2 : ada hubungan yang signifikan antara earning dan return

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan dan uji yang menggunakan uji sisi kanan, maka kriteria penerimaan dan penolakan Hipotesis Nol adalah sebagai berikut:

$t_{hitung} \leq t_{tabel}$: H_0 diterima

$t_{hitung} > t_{tabel}$: H_0 ditolak

Dari tabel nilai t diketahui bahwa pada tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan (degree of freedom) sebesar 87 (untuk satu tahun), 41 (untuk 2 tahun) dan 21 (untuk 4 tahun), diperoleh nilai t tabel sebesar 1.296 (untuk 1 tahun), 1.684 (untuk 2 tahun) dan 1.721 (untuk 4 tahun).

Tabel 4.2.2. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung

Interval	t_{hitung}	t_{tabel}	Kesimpulan
1 tahun	1.608	1.296	H_0 ditolak
2 tahun	2.121	1.684	H_0 ditolak
4 tahun	1.885	1.721	H_0 ditolak

Dari tabel di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara return satu tahun dengan earning satu tahun, return dua tahun dengan earning dua tahun dan earning empat tahun dengan return empat tahun.

Untuk dapat membuktikan apakah terjadi peningkatan hubungan, apabila antara variabel x (earning) dan variabel y (return) sesuai dengan hipotesis penelitian pertama, maka dilakukan pengujian korelasi yang menggunakan Pearson Correlation. Korelasi ini

akan menggambarkan tanda positif dan negatif yang berhubungan dengan arah korelasi serta kuat atau tidaknya korelasi.

Korelasi ini akan menguji hipotesis:

H_0 : Tidak ada hubungan korelasi antara return dengan earning

H_a : Ada hubungan korelasi antara return dengan earning

Adapun hasil pengujian Pearson Correlation untuk jangka waktu 1 tahun, 2 tahun dan 4 tahun dapat dilihat dari tabel di bawah ini:

Tabel 4.2.3. Hasil Uji Pearson Correlation

Interval	Pearson Correlation	Sign(1-tailed)	N
1 tahun	17.1%	0.056	88
2 tahun	31.1%	0.020	44
4 tahun	38.8%	0.037	22

Tabel di atas memperlihatkan pada kita bahwa tingkat signifikansi untuk dua tahun interval dan empat tahun interval kurang dari 0.05, sedangkan untuk satu tahun interval adalah 0.056, maka hipotesis nol ditolak berarti terdapat hubungan yang signifikan antara return dengan earning.

Kemudian kita akan melihat apakah hubungan yang terjadi akan mengalami peningkatan sesuai dengan hipotesis penelitian. Dari tabel 4.2.3. dapat kita lihat bahwa

Pearson Correlation untuk interval satu tahun, interval dua tahun dan empat tahun adalah : 17.1%, 31.1% dan 38.8%. Hubungan yang terjadi antara earning dengan Return bernilai positif dan Pearson Correlation semakin meningkat seiring dengan meningkatnya interval waktu penelitian.

Hasil pengujian ini konsisten dengan penelitian terdahulu, yang dilakukan oleh Arnold Charitou (1999) yaitu, koefisien earning akan meningkat seiring dengan meningkatnya interval pengukuran dan penelitian yang dilakukan oleh Patricia M. Dechow (1984) yang mengatakan bahwa earning mempunyai korelasi yang kuat dengan return.

4.3. PENGUJIAN HIPOTESIS KEDUA

Hipotesis Kedua yang akan diuji adalah mengenai hubungan return saham dengan arus kas operasi. Return saham dihitung dari IHSI masing-masing perusahaan. Untuk interval satu tahun diambil dari data tahunan, sedangkan untuk return dua tahun didapat dengan menjumlahkan 2 item return tahunan, begitu pula halnya dengan return empat tahun, berasal dari penjumlahan 4 item return tahunan. Sedangkan earning, diambil dari laporan arus kas operasi masing-masing perusahaan yang terpilih menjadi sampel penelitian, dibagi dengan jumlah lembar saham yang beredar. Arus kas operasi tahunan dihitung dari arus kas operasi tahun t dibagi dengan jumlah saham beredar pada tahun t . Untuk mendapatkan arus kas operasi dua tahun dihitung dari penjumlahan arus kas operasi dibagi jumlah saham yang beredar tahun t ditambah dengan arus kas operasi lembar saham beredar tahun $t-1$. Arus kas operasi empat tahun dihitung dengan cara yang

sama pula yaitu dengan menjumlahkan arus kas operasi/jumlah lembar saham beredar pada tahun t , $t-1$, $t-2$, $t-3$.

Pengujian hipotesis kedua akan menguji apakah return saham dan arus kas operasi mempunyai hubungan yang positif dan apakah hubungan tersebut mempunyai asosiasi yang meningkat jika jangka waktu pengukuran ditambah, maka dilakukan pengujian dengan model penelitian : $\text{Return} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CFO}_t/P_t + u_t$, sebagai suatu model penjumlahan Analisis dilakukan berdasarkan data tahunan, dua tahun dan empat tahun. Hasil regresi seperti terlihat pada table 4.3.1.

Tabel 4.3.1. Hasil Regresi : $\text{Return} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CFO}_t/P_t + u_t$

Variabel	Koefisien	Sign	t-stat	VIF
Model satu tahun				
Konstanta	-191.E-2	0.831	-0.213	
Arus Kas Operasi	1.124	0.000	4.382	1.000
Model dua tahun				
Konstanta	1.055.E-02	0.949	0.064	
Arus Kas Operasi	0.894	0.000	4.232	1.000
Model empat tahun				
Konstanta	0.138	0.698	0.393	
ArusKas Operasi	1.049	0.029	2.354	1.000

Untuk mengetahui adanya hubungan yang signifikan antara variabel arus kas operasi dan return digunakan uji sisi kanan (right tailed test) dengan hipotesis sebagai berikut:

- H_0 : Return saham tidak mempunyai hubungan yang positif dengan arus kas operasi
- H_a : Return saham mempunyai hubungan yang positif dengan arus kas operasi

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan dan uji yang menggunakan uji sisi kanan, maka kriteria penerimaan dan penolakan Hipotesis Nol adalah sebagai berikut:

$T \text{ hitung} \leq t \text{ tabel}$: H_0 diterima

$T \text{ hitung} > t \text{ tabel}$: H_0 ditolak

Dari tabel nilai t diketahui bahwa pada tingkat signifikansi 0.00%, 0.00% dan 2.9% untuk satu, dua dan empat tahun, dan derajat kebebasan (degree of freedom) sebesar 87 (untuk satu tahun), 44 (untuk 2 tahun) dan 22 (untuk 4 tahun), diperoleh nilai t tabel sebesar 1.296 (untuk 1 tahun), 1.684 (untuk 2 tahun) dan 1.721 (untuk 4 tahun).

Tabel 4.3.2. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung

Interval	T hitung	t table	Kesimpulan
1 tahun	4.382	1.296	H ₀ ditolak
2 tahun	4.232	1.684	H ₀ ditolak
4 tahun	2.354	1.721	H ₀ ditolak

Dari tabel di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara arus kas operasi dan variabel y return, baik untuk 1 tahun, 2 tahun maupun 4 tahun.

Untuk dapat membuktikan hubungan yang semakin meningkat apabila antara variabel x dan variabel y sesuai dengan hipotesis penelitian kedua, maka dilakukan pengujian korelasi yang menggunakan Pearson Correlation. Korelasi ini akan menggambarkan tanda positif dan negatif yang berhubungan dengan arah korelasi serta meningkat atau tidaknya korelasi.

Korelasi ini akan menguji hipotesis:

H₀ : Tidak ada hubungan korelasi antara return dengan arus kas dan operasi

H_a : Ada hubungan korelasi antara return dengan arus kas dari operasi

Adapun hasil pengujian Pearson Correlation untuk jangka waktu 1 tahun, 2 tahun dan 4 tahun dapat dilihat dari tabel di bawah ini:

Tabel 4.3.2. Perbandingan nilai t (tabel) dengan nilai t hitung

Interval	T hitung	t table	Kesimpulan
1 tahun	4.382	1.296	Ho ditolak
2 tahun	4.232	1.684	Ho ditolak
4 tahun	2.354	1.721	Ho ditolak

Dari tabel di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara arus kas operasi dan variabel y return, baik untuk 1 tahun, 2 tahun maupun 4 tahun.

Untuk dapat membuktikan hubungan yang semakin meningkat apabila antara variabel x dan variabel y sesuai dengan hipotesis penelitian kedua, maka dilakukan pengujian korelasi yang menggunakan Pearson Correlation. Korelasi ini akan menggarubarkan tanda positif dan negatif yang berhubungan dengan arah korelasi serta meningkat atau tidaknya korelasi.

Korelasi ini akan menguji hipotesis:

Ho : Tidak ada hubungan korelasi antara return dengan arus kas dan operasi

Ha : Ada hubungan korelasi antara return dengan arus kas dari operasi

Adapun hasil pengujian Pearson Correlation untuk jangka waktu 1 tahun, 2 tahun dan 4 tahun dapat dilihat dari tabel di bawah ini:

Tabel 4.3.3. Hasil Uji Pearson Correlation

Interval	Pearson Correlation	Sign(2-tailed)	N
1 tahun	42.7%	0.000	88
2 tahun	54.7%	0.000	44
4 tahun	46.6%	0.014	22

Tabel di atas memperlihatkan pada kita bahwa tingkat signifikansi untuk satu tahun interval, dua tahun interval dan empat tahun interval kurang dari 0.05, maka hipotesis nol ditolak berarti terdapat hubungan yang signifikan antara return dengan arus kas dari operasi.

Kemudian kita akan menguji apakah hubungan yang terjadi ini akan meningkat seiring dengan peningkatan jangka waktu interval penelitian. Dari tabel 4.3.3. dapat kita lihat bahwa Pearson Correlation untuk interval satu tahun, interval dua tahun dan empat tahun adalah 42.7%, 54.7% dan 46.6%. Berarti hubungan yang terjadi antara return dengan arus kas operasi adalah positif dan hubungan tersebut akan meningkat seiring dengan meningkatnya interval waktu yang penelitian.

Hasil ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dechow (1994) yang menyimpulkan bahwa return dan earning mempunyai hubungan yang signifikan dengan koefisien korelasi yang semakin meningkat dari interval 1 tahun, 2 tahun dan 4 tahun penelitian. Dari hipotesis penelitian diharapkan persamaan regresi arus kas operasi untuk jangka panjang hampir mendekati persamaan yang menggunakan

regresi dengan earning karena efek matching dan efek timing telah dapat dihindari. Dari hasil regresi yang diperoleh, nilai koefisien earning dan arus kas operasi mempunyai jarak yang cukup besar. Penemuan ini menolak kesimpulan yang dibuat oleh Ngaisah dan Nur Indriyanti (2000) yang mengatakan bahwa informasi dari arus kas operasi yang berasal dari laporan tahunan tidak mempunyai muatan informasi yang bisa memberikan tambahan informasi bagi investor di luar informasi yang telah disajikan oleh laba akuntansi.

4.4. PENGUJIAN HIPOTESIS KETIGA

Hipotesis ketiga yang akan diuji adalah mengenai hubungan return saham dengan arus kas investasi. Return saham dihitung dari EISI masing-masing perusahaan. Untuk interval satu tahun diambil dari data tahunan, sedangkan untuk return dua tahun didapat dengan menjumlahkan 2 item return tahunan, begitu pula halnya dengan return empat tahun, berasal dari penjumlahan 4 item return tahunan. Sedangkan arus kas investasi, diambil dari laporan arus kas investasi masing-masing perusahaan yang terpilih menjadi sampel penelitian, dibagi dengan jumlah lembar saham yang beredar. Arus kas investasi tahunan dihitung dari arus kas investasi tahun t dibagi dengan jumlah saham beredar pada tahun t . Untuk mendapatkan arus kas investasi dua tahun dihitung dari penjumlahan arus kas investasis dibagi jumlah saham yang beredar tahun t ditambah dengan arus kas investasi per lembar saham beredar tahun $t-1$. Arus kas investasi empat tahun dihitung dengan cara yang sama pula yaitu dengan menjumlahkan arus kas investasi/jumlah lembar saham beredar pada tahun t , $t-1$, $t-2$, $t-3$.

Pengujian hipotesis ketiga adalah menemukan apakah return saham dengan arus kas investasi mempunyai hubungan yang positif dan hubungan yang terjadi akan meningkat apabila jangka waktu (interval penelitian) ditambah, maka dilakukan pengujian dengan model penelitian : $Return = \alpha_0 + \alpha_1 INV/P_0 + u_1$, sebagai suatu model penjumlahan. Analisis dilakukan berdasarkan data tahunan, dua tahun dan empat tahun. Hasil regresi seperti terlihat pada table 4.4.1.

Tabel 4.4.1. Hasil Regrest : $Return = u_0 + u_1 INV/P_0 + u_1$

Variabel	Koefisien	Signa	t-stat	VIF
Model satu tahun				
Konstanta	0.163	0.094	1.691	
Arus Kas Investasi	0.212	0.559	0.587	1.000
Model dua tahun				
Konstanta	0.391	0.74	1.829	
Arus Kas Investasi	-3.49E-02	0.945	-0.069	1.000
Empat tahun				
Konstanta	0.803	0.037	2.237	
Arus Kas Investasi	-8.71E-02	0.873	-0.162	1.000

Untuk mengetahui adanya hubungan yang terjadi antara variabel arus kas investasi dan return digunakan uji sisi kanan (right tailed test) dengan hipotesis sebagai berikut:

- H_0 : Return saham tidak mempunyai hubungan yang positif dengan arus kas investasi

- H_a : Return saham mempunyai hubungan yang positif dengan arus kas investasi

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan dan uji yang menggunakan uji sisi kanan, maka kriteria penerimaan dan penolakan Hipotesis Nol adalah sebagai berikut:

$T_{hitung} \leq t_{tabel}$: H_0 diterima

$T_{hitung} > t_{tabel}$: H_0 ditolak

Dari tabel nilai t diketahui bahwa pada tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan (degree of freedom) sebesar 87 (untuk satu tahun), 41 (untuk 2 tahun) dan 21 (untuk 4 tahun), diperoleh nilai t tabel sebesar 1.296 (untuk 1 tahun), 1.684 (untuk 2 tahun) dan 1.721 (untuk 4 tahun)

Tabel 4.4.2. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung

Interval	T hitung	t tabel	Kesimpulan
1 tahun	0.587	1.296	H_0 diterima
2 tahun	-0.069	1.684	H_0 diterima
4 tahun	-0.162	1.721	H_0 diterima

Dari tabel di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara arus kas investasi dan return, baik untuk 1 tahun, 2 tahun maupun 4 tahun.

Untuk dapat membuktikan hubungan yang semakin meningkat apabila antara variabel x dan variabel y sesuai dengan hipotesis penelitian kedua, maka dilakukan pengujian korelasi yang menggunakan Pearson Correlation. Korelasi ini akan menggambarkan tanda positif dan negatif yang berhubungan dengan arah korelasi serta kuat atau tidaknya korelasi.

Korelasi ini akan menguji hipotesis:

Ho : Tidak ada hubungan korelasi antara return dengan arus kas investasi

Ha : Ada hubungan korelasi antara return dengan arus kas investasi

Adapun hasil pengujian Pearson Correlation untuk jangka waktu 1 tahun, 2 tahun dan 4 tahun dapat dilihat dari tabel di bawah ini:

Tabel 4.4.3. Hasil Uji Pearson Correlation

Interval	Pearson Correlation	Sign(2-tailed)	N
1 tahun	6.3%	0.279	88
2 tahun	-.1.1%	0.473	44
4 tahun	-3.6%	0.437	22

Tabel di atas memperlihatkan pada kita bahwa tingkat signifikansi untuk satu tahun interval, dua tahun dan empat tahun lebih besar dari 0.05, berarti tidak terdapat

hubungan yang signifikan antara return dengan arus kas investasi. Sedangkan hubungan yang terjadi untuk satu tahun interval adalah positif 6.3%. Ini artinya apabila terjadi kenaikan return sebesar 1% maka investasi yang dilakukan akan meningkat menjadi 6.3%. Untuk hubungan pada interval dua tahunan dan empat tahunan, adalah negatif yang berarti apabila terjadi kenaikan return untuk jangka waktu dua dan empat tahun, maka investasi yang akan dilakukan akan semakin menurun sebesar 1.1% dan 3.6 %.

Koefisien yang negatif untuk dua tahun interval dan empat tahun interval pengukuran konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Dechow (1994) begitu juga juga tingkat signifikansi yang tidak signifikan untuk setiap interval waktu pengukuran.

4.5. PENGUJIAN HIPOTESIS KEEMPAT

Hipotesis keempat yang akan diuji adalah mengenai hubungan return saham dengan arus kas dari aktifitas pendanaan. Return saham dihitung dari IHSI masing-masing perusahaan. Untuk interval satu tahun diambil dari data tahunan, sedangkan untuk return dua tahun didapat dengan menjumlahkan 2 item return tahunan, begitu pula halnya dengan return empat tahun, berasal dari penjumlahan 4 item return tahunan. Sedangkan arus kas dari aktifitas pendanaan, diambil dari laporan arus kas pendanaan masing-masing perusahaan yang terpilih menjadi sampel penelitian, dibagi dengan jumlah lembar saham yang beredar. Arus kas pendanaan 1 tahun dihitung dari arus kas pendanaan tahun t dibagi dengan jumlah saham beredar pada tahun t . Untuk mendapatkan arus kas pendanaan dua tahun dihitung dari penjumlahan arus kas pendanaan dibagi jumlah saham yang beredar tahun t ditambah dengan arus kas

Untuk mengetahui adanya hubungan yang signifikan antara variabel arus kas pendanaan dan return digunakan uji sisi kanan (right tailed test) dengan hipotesis sebagai berikut:

- H_0 : Return saham tidak mempunyai hubungan yang positif dengan arus kas pendanaan
- H_a : Return saham mempunyai hubungan yang positif dengan arus kas pendanaan

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan dan uji yang menggunakan uji sisi kanan, maka kriteria penerimaan dan penolakan Hipotesis Nol adalah sebagai berikut:

$T \text{ hitung} \leq t \text{ tabel}$: H_0 diterima

$T \text{ hitung} > t \text{ tabel}$: H_0 ditolak

Dari tabel nilai t diketahui bahwa pada tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan (degree of freedom) sebesar 81 (untuk satu tahun), 44 (untuk 2 tahun) dan 21 (untuk 4 tahun), diperoleh nilai t tabel sebesar 1.296 (untuk 1 tahun), 1.684 (untuk 2 tahun) dan 1.721 (untuk 4 tahun).

Tabel 4.4.2. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung

Interval	t hitung	t table	Kesimpulan
1 tahun	3.030	1.296	H_0 ditolak
2 tahun	0.847	1.684	H_0 diterima
4 tahun	1.761	1.721	H_0 ditolak

Dari tabel di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara arus kas pendanaan dan return, untuk 1 tahun dan 4 tahun interval, dan untuk 2 tahun tidak terdapat hubungan yang signifikan.

Untuk dapat membuktikan hubungan yang semakin meningkat apabila antara variabel x dan variabel y sesuai dengan hipotesis penelitian keempat, maka dilakukan pengujian korelasi yang menggunakan Pearson Correlation. Korelasi ini akan menggambarkan tanda positif dan negatif yang berhubungan dengan arah korelasi serta kuat atau tidaknya korelasi.

Korelasi ini akan menguji hipotesis:

Ho : Tidak ada hubungan korelasi antara return dengan arus kas pendanaan

Ha : Ada hubungan korelasi antara return dengan arus kas pendanaan

Adapun hasil pengujian Pearson Correlation untuk jangka waktu 1 tahun, 2 tahun dan 4 tahun dapat dilihat dari tabel di bawah ini:

Tabel 4.53. Hasil Uji Pearson Correlation

Interval	Pearson Correlation	Sign(2-tailed)	N
1 tahun	31.1%	0.002	88
2 tahun	13.0%	0.201	44
4 tahun	36.6%	0.047	22

Tabel di atas memperlihatkan pada kita bahwa tingkat signifikansi untuk satu tahun interval adalah 0.002, 0.201 untuk 4 tahun interval adalah 0.0476 maka terdapat

hubungan yang signifikan untuk satu dan empat tahun dan hubungan yang tidak signifikan untuk dua tahun interval. Dari tabel 4.5.3. dapat kita lihat bahwa Pearson Correlation untuk interval satu tahun, interval dua tahun dan empat tahun adalah : 31.1%, 13.0% dan 36.6%. Berarti hubungan antara return dengan arus kas investasi untuk interval 1 tahun mengalami penurunan dari 31.1% menjadi 13.0% (interval 2 tahun) dan mengalami naik untuk interval 4 tahun menjadi 36.6%. Hubungan yang terjadi adalah positif, sehingga apabila terdapat kenaikan return yang diterima maka kegiatan untuk pendanaan juga semakin meningkat.

4.6. PENGUJIAN HIPOTESIS KELIMA

Hipotesis kelima akan menguji hubungan secara bersama-sama antara return saham dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan, untuk interval penelitian satu tahun, dua tahun dan empat tahun dan apakah hubungan tersebut mempunyai asosiasi yang meningkat jika jangka waktu pengukuran ditambah, maka dilakukan pengujian dengan model penelitian : $Return = \alpha_0 + \alpha_1 E/P_0 + \alpha_2 O/P_0 + \alpha_3 INV/P_0 + \alpha_4 DAN/P_0 + u_t$, sebagai suatu model penjumlahan. Analisis dilakukan berdasarkan data tahunan, dua tahun dan empat tahun. Hasil regresi seperti terlihat pada table 4.6.1. Adapun variabel yang diuji adalah sama dengan pengujian hipotesis terdahulu.

Tabel 4.6.1. Hasil Regresi : $\text{Return} = \alpha_0 + \alpha_1 E/P_0 + \alpha_2 O/P_0 + \alpha_3 \text{INV}/P_0 + \alpha_4 \text{DAN}/P_0 + u_t$

Varabel	Koefisien	Sign	t-stat	VIF
Model satu tahun				
Konstanta	-1.238E-02	.898	-.129	
Earning	.183	.223	1.227	1.136
Arus kas operasi	.817	.135	1.510	4.411
Arus kas investasi	160	.799	.255	3.635
Arus kas pendanaan	.404	.503	.673	4.887
Uji F	5.284	.001		
Model dua tahun				
Konstanta	.148	.436	.787	
Earning	-1.739E-03	.993	-.008	1.446
Arus kas operasi	1.218	.000	3.995	2.178
Arus kas investasi	-1.035	.064	-1.903	1.739
Arus kas pendanaan	-.811	.140	-1.503	1.800
Uji F	5.904	.001		
Model empat tahun				
Konstanta	.189	.600	.534	
Earning	.305	.175	1.415	1.433
Arus kas operasi	.615	.395	.872	2.782
Arus kas investasi	.515	.624	.500	5.178
Arus kas pendanaan	1.150	.225	1.260	3.347
Uji F	2.849	.056		

Berdasarkan uji F, didapat F hitung sebesar 5.284 untuk interval satu tahun dengan tingkat signifikansi .001 yang berarti lebih kecil dari .005 maka model satu tahun,

dapat dikatakan bahwa earning satu tahun, arus kas operasi satu tahun, arus kas investasi satu tahun dan arus kas pendanaan satu tahun secara bersama-sama berpengaruh terhadap return saham satu tahun.

Untuk jangka waktu penelitian dua tahun, diperoleh F hitung sebesar 5.904 dengan tingkat signifikansi .001. .001 ini lebih kecil dari .005 maka model dua tahun dikatakan bahwa earning dua tahun, arus kas operasi dua tahun, arus kas investasi dua tahun dan arus kas pendanaan dua tahun secara bersama-sama berpengaruh terhadap return saham dua tahun.

Untuk penelitian empat tahun, diperoleh nilai F hitung sebesar 2.849 dengan tingkat signifikansi .056, maka dapat dikatakan bahwa pada tingkat signifikansi .056 earning empat tahun, arus kas operasi empat tahun, arus kas investasi empat tahun dan arus kas pendanaan empat tahun secara bersama-sama berpengaruh terhadap return saham empat tahun.

Untuk mengetahui adanya hubungan yang signifikan antara return saham dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan secara bersama-sama, digunakan uji sisi kanan (right tailed test) dengan hipotesis sebagai berikut:

- H_0 : Return saham secara bersama-sama tidak mempunyai hubungan yang positif dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan
- H_a : Return saham secara bersama-sama mempunyai hubungan yang positif dengan earning, arus kas investasi dan arus kas pendanaan

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan dan uji yang menggunakan uji sisi kanan, maka kriteria penerimaan dan penolakan Hipotesis Nol adalah sebagai berikut:

T hitung \leq t tabel : Ho diterima

T hitung $>$ t tabel : Ho ditolak

Dari tabel nilai t diketahui bahwa pada tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan (degree of freedom) sebesar 87 (untuk satu tahun), 43 (untuk 2 tahun) dan 21 (untuk 4 tahun), diperoleh nilai t tabel sebesar 1.296 (untuk 1 tahun), 1.684 (untuk 2 tahun) dan 1.721 (untuk 4 tahun).

Tabel 4.6.2.1. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung untuk interval 1 tahun

Variabel	t hitung	t table	Kesimpulan
Earning	1.227	1.296	Diterima
Arus kas operasi	1.510	1.296	Ditolak
Arus kas investasi	.255	1.296	Diterima
Arus kas pendanaan	.673	1.296	diterima

Dari tabel di atas dapat ditarik kesimpulan untuk interval 1 tahun, arus kas operasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap return setelah memperhitungkan pengaruh earning, arus kas investasi dan arus kas pendanaan.

Tabel 4.6.2.2. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung untuk interval 2 tahun

Variabel	t hitung	t table	Kesimpulan
Earning	-.008	1.694	Diterima
Arus kas operasi	3.995	1.684	Ditolak
Arus kas investasi	-1.903	1.684	Diterima
Arus kas pendanaan	-1.503	1.684	Diterima

Dari tabel di atas dapat ditarik kesimpulan untuk interval 2 tahun, arus kas operasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap return setelah memperhitungkan pengaruh earning, arus kas investasi dan arus kas pendanaan.

Tabel 4.6.2.3. Perbandingan nilai t tabel dengan nilai t hitung untuk interval 4 tahun

Variabel	t hitung	t table	Kesimpulan
Earning	1.415	1.721	Diterima
Arus kas operasi	.872	1.721	Diterima
Arus kas investasi	.500	1.721	Diterima
Arus kas pendanaan	1.260	1.721	Diterima

Dari tabel di atas dapat ditarik kesimpulan untuk interval 4 tahun, earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan tidak mempunyai pengaruh tambahan yang signifikan terhadap return.

Untuk dapat membuktikan hubungan yang semakin meningkat apabila antara variabel x dan variabel y sesuai dengan hipotesis penelitian keempat, maka dilakukan pengujian korelasi yang menggunakan Pearson Correlation. Korelasi ini akan menggambarkan tanda positif dan negatif yang berhubungan dengan arah korelasi serta kuat atau tidaknya korelasi.

Korelasi ini akan menguji hipotesis:

Ho : Tidak ada hubungan korelasi antara return dengan earning, arus operasi, arus investasi dan arus kas pendanaan.

Ha : Ada hubungan korelasi antara return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan

Adapun hasil pengujian Pearson Correlation untuk jangka waktu 1 tahun, 2 tahun dan 4 tahun dapat dilihat dari tabel di bawah ini:

Tabel 4.6.3.1. Hasil Uji Pearson Correlation untuk interval 1 tahun

Pearson Correlation Variabel	Return	Sign	N
Earning	.171	.056	88
Arus Kas Operasi	.427	.000	88
Arus Kas Investasi	.063	.279	88
Arus Kas Pendanaan	.311	.002	88

Tabel 4.6.3.1. di atas memperlihatkan pada kita bahwa untuk satu tahun interval terdapat hubungan yang positif antara return earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan, dan hubungan yang paling kuat adalah antara return dengan arus kas operasi (42.7%), kemudian hubungan antara return dengan arus kas pendanaan (31.1%) dan hubungan return dengan earning (17.1%) dan hubungan return dengan arus kas investasi (6.3%). Hal ini berarti menolak hipotesis nol untuk hubungan return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan, yang berarti memang terdapat hubungan yang positif antara return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan.

Tabel 4.6.3.2. Hasil Uji Pearson Correlation untuk interval 2 tahun

Pearson Corelation Variabel	Return	Sign	N
Earning	.311	.020	44
Arus Kas Operasi	.547	.000	44
Arus Kas Investasi	-.011	.473	44
Arus Kas Pendanaan	.130	.201	44

Tabel di atas memperlihatkan pada kita bahwa untuk dua tahun interval terdapat hubungan yang positif antara return earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan, dan hubungan yang paling kuat adalah antara return dengan arus kas operasi (54.7%), kemudian hubungan antara return dengan earning (31.1%) dan hubungan return dengan arus kas pendanaan, sedangkan untuk hubungan return dengan arus kas investasi adalah -1.1%. Hal ini berarti menolak hipotesis nol untuk hubungan return dengan earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan dan ini membuktikan memang terdapat hubungan yang positif antara return saham dengan earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan, tapi untuk hubungan antara return dengan arus kas investasi mempunyai hubungan yang negatif dan ini berarti bahwa semakin besar return yang diterima maka akan semakin kecil arus kas yang akan dikeluarkan untuk investasi.

Tabel 4.6.3.3. Hasil Uji Pearson Correlation untuk interval 4 tahun

Pearson Corelation Variabel	Return	Sign	N
Earning	.388	.037	22
Arus Kas Operasi	.466	.014	22
Arus Kas Investasi	-.036	.437	22
Arus Kas Pendanaan	.366	.047	22

Tabel di atas memperlihatkan pada kita bahwa untuk empat tahun interval terdapat hubungan yang positif antara return earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan, dan hubungan yang paling kuat adalah antara return dengan arus kas operasi (46.6%), kemudian hubungan antara return dengan earning (38.8%) dan hubungan return dengan arus kas pendanaan (36.6%), sedangkan untuk hubungan return dengan arus kas investasi adalah -3.6%. Hal ini berarti menolak hipotesis nol untuk hubungan return dengan earning, arus kas operasi dan terbukti bahwa terdapat hubungan yang positif antara return dengan earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan tapi untuk hubungan antara return dengan arus kas investasi adalah negatif yang berarti apabila return yang diterima lebih besar maka arus kas yang akan dikeluarkan untuk berinvestasi akan semakin kecil.

Berdasarkan data-data di atas maka dapat ditarik kesimpulan bahwa arus kas operasi dapat juga digunakan sebagai penentu return, karena sama-sama mempunyai hubungan yang positif dengan earning, dan sebaiknya lebih mengandalkan hubungan return dengan arus kas daripada hubungan return dengan earning, karena hubungan return dengan arus kas operasi lebih besar dari pada hubungan return dengan earning.

Untuk mengetahui kelayakan regresi, maka perlu dilakukan pengujian untuk mengetahui ada tidaknya gejala multikolinieritas dan pengujian heterokedastisitas.

A. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dapat dilakukan dengan menggunakan pengukuran variance – inflating factor (VIF) dan Tolerance. VIF menunjukkan bagaimana variance dari sebuah estimator diinflasikan (inflated) karena adanya gejala multikolinieritas. Angka VIF ini dapat dicari dengan rumus sebagai berikut:

$$VIF = \frac{1}{(1-r^2_{23})}$$

Angka VIF yang semakin besar menunjukkan bahwa tingkat kolineritas antara variabel-variabel independen yang semakin besar pula. Sebaliknya jika tidak terdapat kolineritas antara variabel-variabel independen maka akan diperoleh hasil VIF sama dengan satu.

Selain dengan menggunakan rumus VIF, dapat pula dilakukan pengukuran dengan Tolerance yang menggunakan rumus sebagai berikut:

$$TOL_j = (1-R_j^2) = (1/VIF)$$

Angka TOL_j akan sama dengan nol, jika X_j berkorelasi sempurna dengan variabel independen lainnya, dan akan sama dengan satu jika X_j tidak berkorelasi dengan variabel lainnya.

Dengan menggunakan program SPSS diperoleh hasil uji multikolinieritas sebagai berikut :

Tabel 4.7.1. Hasil Uji multikolinieritas untuk hubungan return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan.

Interval Pengukuran (variabel)	Tolerance	VIF
Model satu tahun		
Earning	.880	1.136
Arus kas operasi	.227	4.411
Arus kas investasi	.275	3.635
Arus kas pendanaan	.205	4.887
Model dua tahun		
Earning	.692	1.446
Arus kas operasi	.459	2.178
Arus kas investasi	.575	1.739
Arus kas pendanaan	.556	1.800
Model empat tahun		
Earning	.698	1.433
Arus kas operasi	.359	2.782
Arus kas investasi	.193	5.178
Arus kas pendanaan	.299	3.347

Angka Tolerance dan VIF untuk hubungan antara return dengan earning, hubungan return dengan arus kas operasi, hubungan return dengan arus kas investasi dan hubungan return dengan arus kas pendanaan (single regression) adalah sama dengan satu, yang berarti tidak ditemukan adanya multikolinieritas pada model satu sampai dengan model empat, persamaan dalam penelitian ini, sehingga antara variabel x yang satu dengan variabel x lainnya tidak ada hubungan dan ini memang sesuai karena penelitian ini hanya menguji variabel y (return) dengan salah satu dari variabel bebas (earning saja, arus kas operasi saja, arus kas investasi saja atau arus kas pendanaan saja).

Hasil pengujian multikolinierity untuk model lima, dapat dilihat pada table 4.7.1. Untuk jangka waktu penelitian satu tahun, dua tahun dan empat tahun, maka secara bersama-sama hubungan earning dengan arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan dianggap yang terbaik karena nilai VIF nya mendekati satu..

B. Uji Heterokedastisitas

Uji korelasi Rank Spearman digunakan untuk menguji ada tidaknya gejala heterokedastisitas, dengan rumus sebagai berikut:

$$r_s = 1 - 6 \left\{ \frac{\sum d_i^2}{n(n^2-1)} \right\} \text{ dimana, } d_i = \text{selisih rank } e_i \text{ dengan rank } x_i.$$

Signifikansi r_s diuji dengan uji t dengan derajat kebebasan $n-2$

$$t = \frac{r_s \cdot n-2}{1 - r_s}$$

Hasil uji heterokedastisitas yang menggunakan program SPSS adalah sebagai berikut (hasil selengkapnya dapat dilihat pada lampiran):

Tabel 4.8.1. Hasil uji Spearman Rank

Variabel	Resmut	Interval Satu tahun	Interval Dua tahun	Interval Empat tahun
Earning	Resmut	.052	-.086	.042
CFO	Resmut	.229	.186	.269
INV	Resmut	.049	.258	.483
DANA	Resmut	.119	.214	.112

Dari tabel di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat gejala heterokedastisitas pada penelitian ini.

4.6. KESIMPULAN

Dari hasil regresi yang telah dilakukan, maka penelitian ini konsisten dan mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Dechow (1994) dan Charitou (1999). Terdapat hubungan yang semakin meningkat antara earning dengan return dan arus kas operasi dengan return untuk interval satu tahun, dua tahun dan empat tahun

penelitian. Begitu juga dengan koefisien earning dan arus kas masuk yang semakin tinggi dengan meningkatnya interval pengukuran ini.

Tidak terdapat hubungan yang signifikan untuk satu tahun interval, dua tahun dan empat tahun interval antara return dengan arus kas investasi. Sedangkan hubungan yang terjadi untuk satu tahun interval adalah positif 6.3%. Ini artinya apabila terjadi kenaikan return sebesar 1% maka investasi yang dilakukan akan meningkat menjadi 6.3%. Untuk hubungan pada interval dua tahunan dan empat tahunan, adalah negatif yang berarti apabila terjadi kenaikan return untuk jangka waktu dua dan empat tahun, maka investasi yang akan dilakukan akan semakin menurun sebesar 1.1% dan 3.6 %.

Koefisien yang negatif untuk dua tahun interval dan empat tahun interval pengukuran konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Dechow (1994) begitu juga juga tingkat signifikansi yang tidak signifikan untuk setiap interval waktu pengukuran.

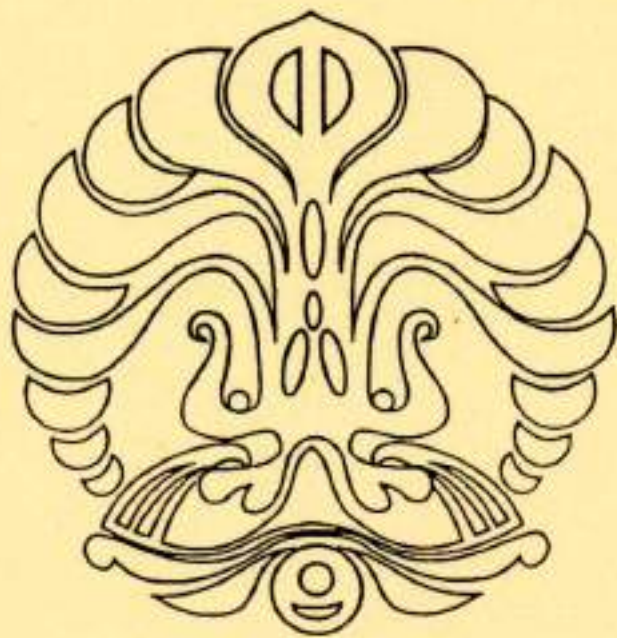
Terdapat hubungan yang signifikan untuk satu dan empat tahun dan hubungan yang tidak signifikan untuk dua tahun interval, dengan tingkat signifikansi untuk satu tahun interval adalah 0.002, 0.201 untuk 4 tahun interval adalah 0.0476. Dari tabel 4.5.3. dapat kita lihat bahwa Pearson Correlation untuk interval satu tahun, interval dua tahun dan empat tahun adalah ; 31.1%. 13.0% dan 36.6%. Berarti hubungan antara return dengan arus kas investasi untuk interval 1 tahun mengalami penurunan dari 31.1% menjadi 13.0% (interval 2 tahun) dan mengalami naik untuk interval 4 tahun menjadi 36.6%. Hubungan yang terjadi adalah positif, sehingga apabila terdapat kenaikan return yang diterima maka kegiatan untuk pendanaan juga semakin meningkat.

Hubungan return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan secara bersama-sama untuk satu tahun interval, adalah positif dan hubungan yang paling kuat adalah antara return dengan arus kas operasi (42.7%), kemudian hubungan antara return dengan arus kas pendanaan (31.1%) dan hubungan return dengan earning (17.1%) dan hubungan return dengan arus kas investasi (6.3%). Hal ini berarti menolak hipotesis nol untuk hubungan return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan, yang berarti memang terdapat hubungan yang positif antara return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan sehingga apabila terjadi kenaikan return maka akan diiringi dengan kenaikan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan.

Hubungan return dengan earning, arus kas operasi, dan arus kas pendanaan secara bersama-sama untuk dua tahun interval, adalah positif dan hubungan yang paling kuat adalah antara return dengan arus kas operasi (54.7%), kemudian hubungan antara return dengan earning (31.1%) dan hubungan return dengan arus kas pendanaan, sedangkan untuk hubungan return dengan arus kas investasi adalah -1.1%. Hal ini berarti menolak hipotesis nol untuk hubungan return dengan earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan dan ini membuktikan memang terdapat hubungan yang positif antara return saham dengan earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan, tapi untuk hubungan antara return dengan arus kas investasi mempunyai hubungan yang negatif dan ini berarti bahwa semakin besar return yang diterima maka akan semakin kecil arus kas yang akan dikeluarkan untuk investasi.

Hubungan return dengan earning, arus kas operasi, dan arus kas pendanaan secara bersama-sama untuk empat tahun interval, adalah positif dan hubungan yang paling kuat adalah antara return dengan arus kas operasi (46.6%), kemudian hubungan antara return dengan earning (38.8%) dan hubungan return dengan arus kas pendanaan (36.6%), sedangkan untuk hubungan return dengan arus kas investasi adalah -3.6%. Hal ini berarti menolak hipotesis nol untuk hubungan return dengan earning, arus kas operasi dan terbukti bahwa terdapat hubungan yang positif antara return dengan earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan tapi untuk hubungan antara return dengan arus kas investasi adalah negatif yang berarti apabila return yang diterima lebih besar maka arus kas yang akan dikeluarkan untuk berinvestasi akan semakin kecil.

Berdasarkan data-data di atas maka dapat ditarik kesimpulan bahwa arus kas operasi dapat juga digunakan sebagai penentu return, karena sama-sama mempunyai hubungan yang positif dengan earning, terlebih untuk interval jangka pendek (satu dan dua) tahun sebaiknya menggunakan arus kas operasi karena hubungan antara return dengan arus kas operasi lebih besar dari pada hubungan return dengan earning.



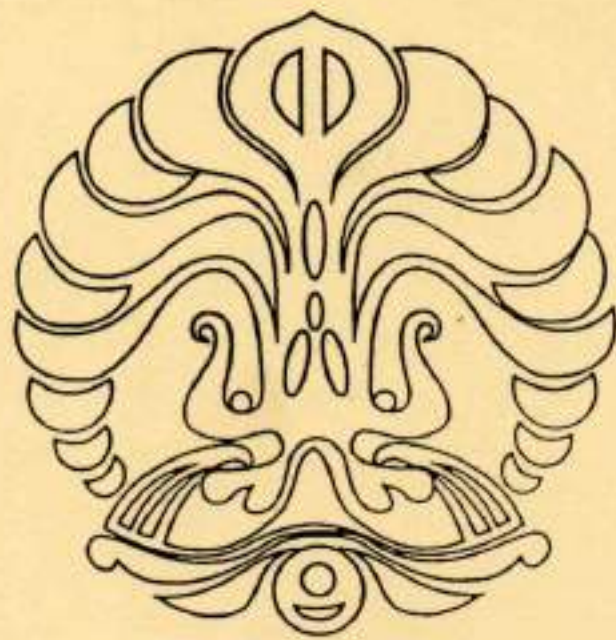


pendanaan per lembar saham beredar tahun t-1. Arus kas pendanaan empat tahun dihitung dengan cara yang sama pula yaitu dengan menjumlahkan arus kas pendanaan/jumlah lembar saham beredar pada tahun t, t-1, t-2, t-3.

Pengujian hipotesis keempat adalah menemukan apakah return saham dan arus kas pendanaan mempunyai hubungan yang positif dan apakah hubungan tersebut mempunyai asosiasi yang meningkat jika jangka waktu pengukuran ditambah, maka dilakukan pengujian dengan model penelitian : $Return = \alpha_0 + \alpha_1 DANA_T/P_0 + u_t$ sebagai suatu model penjumlahan. Analisis dilakukan berdasarkan data tahunan, dua tahun dan empat tahun. Hasil regresi seperti terlihat pada table 4.5.1.

Tabel 4.5.1. Hasil Regresi : $Return = \alpha_0 + \alpha_1 DAN/P_0 + u_t$

Variabel	Koefisien	Sign	t-stat	VIF
Model satu tahun				
Konstanta	0.173	0.033	2.167	
Arus Kas Pendanaan	0.861	0.003	3.030	1.000
Model dua tahun				
Konstanta	0.385	0.023	2.352	
Arus Kas Pendanaan	0.411	0.402	0.847	1.000
Empat tahun				
Konstanta	0.974	0.093	1.761	1.000
Arus Kas Pendanaan	0.845	0.002	3.459	



BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian yang berhubungan dengan return, earning dan arus kas telah banyak dilakukan sebelumnya. Umumnya penelitian ini hanya dilakukan untuk interval pengukuran tahunan atau ada juga yang kuartalan. Pada penelitian ini jangka waktu interval penelitian diperpanjang untuk mengurangi bahkan untuk meniadakan efek matching dan timing. Karena selama ini yang sering digunakan adalah earning dan terbukti bahwa earning memang mempunyai hubungan yang kuat dengan return saham. Tetapi earning ini juga mempunyai kelemahan karena ada kalanya pihak manajemen suka menyalahgunakan wewenangnya dengan membuat earning yang kelihatan bagus.

Penelitian ini akan menguji hipotesis penelitian sebagai berikut:

- Diduga return saham akan mempunyai korelasi yang positif dengan accounting earning, dan koefisiennya akan meningkat/semakin kuat karena peningkatan pengukuran interval waktu penelitian
- Diduga return saham akan mempunyai korelasi yang positif dengan arus kas operasi, dan koefisiennya akan meningkat/semakin kuat karena peningkatan pengukuran interval waktu penelitian

- Diduga return saham akan mempunyai korelasi yang positif dengan arus kas investasi, dan koefisiennya akan meningkat/semakin kuat karena peningkatan pengukuran interval waktu penelitian
- Diduga return saham akan mempunyai korelasi yang positif dengan arus kas pendanaan, dan koefisiennya akan meningkat/semakin kuat karena peningkatan pengukuran interval waktu penelitian
- Diduga return saham secara bersama-sama akan mempunyai korelasi berganda dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan, dan koefisiennya akan meningkat/semakin kuat karena semakin meningkatnya interval waktu penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan model penelitian dengan data per lembar saham kemudian diskalakan dengan harga awal. Data diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory, JSX Montly, JSX Quarter dan Laporan Arus Kas masing-masing perusahaan. Pengujian regresi dilakukan dengan menggunakan pooling data. Sebagai pelengkap dari pengujian ini dilakukan pengujian ekonometrik yaitu uji multikolinieritas uji heterokedastisitas.

Dari hasil pengujian ekonometrik dapat disimpulkan bahwa pada model ini tidak terdapat gejala multikolinieritas dan gejala heterokedastisitas. Konsisten dengan penelitian sebelumnya, maka dari persamaan regresi yang diperoleh, menunjukkan koefisien yang positif untuk earning dan arus kas operasi, dan hubungan yang semakin meningkat seiring dengan meningkatnya interval waktu penelitian. Hal ini berarti

semakin besar return yang diterima maka earning dan arus kas operasi akan semakin besar pula.

Tidak terdapat hubungan yang signifikan untuk satu tahun interval, dua tahun dan empat tahun interval antara return dengan arus kas investasi. Sedangkan hubungan yang terjadi untuk satu tahun interval adalah positif 6.3%. Ini artinya apabila terjadi kenaikan return sebesar 1% maka investasi yang dilakukan akan meningkat menjadi 6.3%. Untuk hubungan pada interval dua tahunan dan empat tahunan, adalah negatif yang berarti apabila terjadi kenaikan return untuk jangka waktu dua dan empat tahun, maka investasi yang akan dilakukan akan semakin menurun sebesar 1.1% dan 3.6 %.

Koefisien yang negatif untuk dua tahun interval dan empat tahun interval pengukuran konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Dechow (1994) begitu juga juga tingkat signifikansi yang tidak signifikan untuk setiap interval waktu pengukuran.

Terdapat hubungan yang signifikan untuk satu dan empat tahun dan hubungan yang tidak signifikan untuk dua tahun interval, dengan tingkat signifikansi untuk satu tahun interval adalah 0.002, 0.201 untuk 4 tahun interval adalah 0.0476. Dari tabel 4.5.3. dapat kita lihat bahwa Pearson Correlation untuk interval satu tahun , interval dua tahun dan empat tahun adalah : 31.1%. 13.0% dan 36.6%. Berarti hubungan antara return dengan arus kas investasi untuk interval 1 tahun mengalami penurunan dari 31.1% menjadi 13.0% (interval 2 tahun) dan mengalami naik untuk interval 4 tahun menjadi 36.6%. Hubungan yang terjadi adalah positif, sehingga apabila terdapat kenaikan return yang diterima maka kegiatan untuk pendanaan juga semakin meningkat

Berdasarkan uji F, didapat F hitung sebesar 5.284 untuk interval satu tahun dengan tingkat signifikansi .001 yang berarti lebih kecil dari .005 maka model satu tahun, dapat dikatakan bahwa earning satu tahun, arus kas operasi satu tahun, arus kas investasi satu tahun dan arus kas pendanaan satu tahun secara bersama-sama berpengaruh terhadap return saham satu tahun.

Untuk jangka waktu penelitian dua tahun, diperoleh F hitung sebesar 5.904 dengan tingkat signifikansi .001. .001 ini lebih kecil dari .005 maka model dua tahun dikatakan bahwa earning dua tahun, arus kas operasi dua tahun, arus kas investasi dua tahun dan arus kas pendanaan dua tahun secara bersama-sama berpengaruh terhadap return saham dua tahun.

Untuk penelitian empat tahun, diperoleh nilai F hitung sebesar 2.849 dengan tingkat signifikansi .056, maka dapat dikatakan bahwa pada tingkat signifikansi .056 earning empat tahun, arus kas operasi empat tahun, arus kas investasi empat tahun dan arus kas pendanaan empat tahun secara bersama-sama berpengaruh terhadap return saham empat tahun.

Hubungan return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan secara bersama-sama untuk satu tahun interval, adalah positif dan hubungan yang paling kuat adalah antara return dengan arus kas operasi (42.7%), kemudian hubungan antara return dengan arus kas pendanaan (31.1%) dan hubungan return dengan earning (17.1%) dan hubungan return dengan arus kas investasi (6.3%). Hal ini berarti menolak hipotesis nol untuk hubungan return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan, yang berarti memang terdapat hubungan yang positif

antara return dengan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan sehingga apabila terjadi kenaikan return maka akan diiringi dengan kenaikan earning, arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas pendanaan.

Hubungan return dengan earning, arus kas operasi, dan arus kas pendanaan secara bersama-sama untuk dua tahun interval, adalah positif dan hubungan yang paling kuat adalah antara return dengan arus kas operasi (54.7%), kemudian hubungan antara return dengan earning (31.1%) dan hubungan return dengan arus kas pendanaan, sedangkan untuk hubungan return dengan arus kas investasi adalah -1.1%. Hal ini berarti menolak hipotesis nol untuk hubungan return dengan earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan dan ini membuktikan memang terdapat hubungan yang positif antara return saham dengan earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan, tapi untuk hubungan antara return dengan arus kas investasi mempunyai hubungan yang negatif dan ini berarti bahwa semakin besar return yang diterima maka akan semakin kecil arus kas yang akan dikeluarkan untuk investasi.

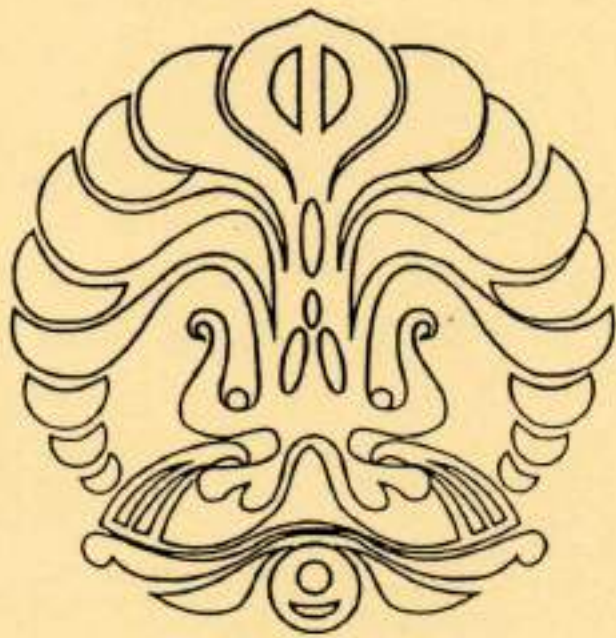
Hubungan return dengan earning, arus kas operasi, dan arus kas pendanaan secara bersama-sama untuk empat tahun interval, adalah positif dan hubungan yang paling kuat adalah antara return dengan arus kas operasi (46.6%), kemudian hubungan antara return dengan earning (38.8%) dan hubungan return dengan arus kas pendanaan (36.6%), sedangkan untuk hubungan return dengan arus kas investasi adalah -3.6%. Hal ini berarti menolak hipotesis nol untuk hubungan return dengan earning, arus kas operasi dan terbukti bahwa terdapat hubungan yang positif antara return dengan earning, arus kas operasi dan arus kas pendanaan tapi untuk hubungan antara return dengan arus kas

investasi adalah negatif yang berarti apabila return yang diterima lebih besar maka arus kas yang akan dikeluarkan untuk berinvestasi akan semakin kecil.

Berdasarkan data-data di atas maka dapat ditarik kesimpulan bahwa arus kas operasi dapat juga digunakan sebagai penentu return, karena sama-sama mempunyai hubungan yang positif dengan earning, terlebih untuk interval jangka pendek (satu dan dua) tahun sebaiknya menggunakan arus kas operasi karena hubungan antara return dengan arus kas operasi lebih besar dari pada hubungan return dengan earning.

5.2. Saran

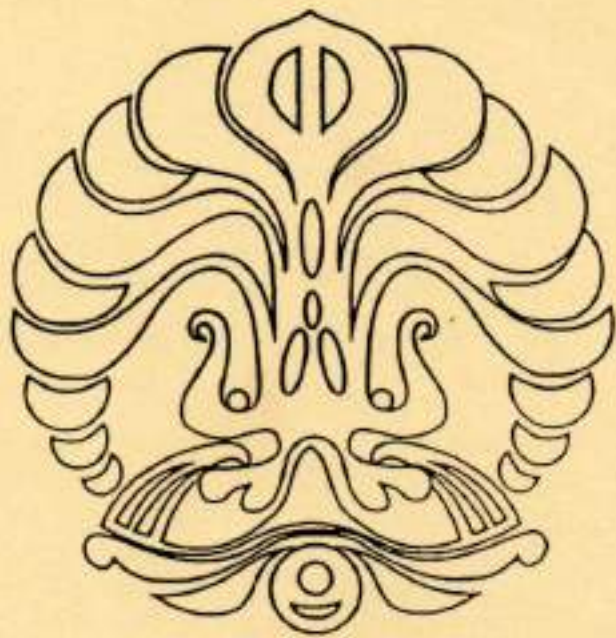
- Penelitian ini hanya menggunakan data historis dari tahun 1993 sampai dengan tahun 2000, dengan tidak melihat adanya faktor resesi ekonomi yang dimulai pada tahun 1997. Oleh karena itu untuk penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan melihat faktor resesi ekonomi dan jangka waktu penelitian yang diperpanjang serta data yang digunakan adalah selain data historis.
- Untuk interval jangka pendek, penelitian dapat dilakukan dengan lebih mendetail lagi, misalnya dengan memisahkan faktor-faktor akrual dan mencari pengaruh kas/akrual suatu perusahaan yang dihubungkan dengan return saham dan earning.



DAFTAR PUSTAKA

- Adler Haymans Manurung, **Analisis Arus Kas Terhadap Tingkat Pengembangan Saham di Bursa Efek Jakarta**, Majalah Usahawan No. 05 Th.XXVII, Mei 1998.
- Andreas Charitou, and Colin Clubb, **Earning, Cash Flow and Security Return Over Long Return Inventaris; Analysis and UK Evidence**, Journal of Business Finance & Accounting, April/May 1999, Page 283 -312. ✓
- Arnold A. J., C. D. B. Clubb, S. Manson and R.T. Wearing, **The Relationship between Earning, Funds Flows and Cash Flows: Evidence for the UK**, Accounting and Business Research, Vol.22 NO.85. pp. 13-19, 1991
- Ashiq Ali, **The Incremental Information Content of Earning, Working Capital from Operation, and Cash Flow**, Journal of Accounting Research, vol.32 No. 1 Spring 1994.
- Bambang Setiono, **Financial Statement Information and Stock Return**, Dissertation, Victoria University of Manchester, Departement of Accounting and Finance, 1996
- Bodie, Zvi., Kane, Alex., Marcus, Alan J., **Investment**, Fourth Edition, Irwin Mc. Graw Hill, Boston, 1999
- Catherine A. Finger, **The Ability of Earnings to Predict Future Earning and Cash Flow**, Journal of Accounting Research Vol. 32 No. 2 Autumn 1994.
- C.S. Agnes Cheng, Chao - Shin Liu and Thomas F. Schaefer, **The Value - Relevance of SFAS no. 95 Cash Flows from Operations as Assessed by Security Market Effects**, Accounting Horizons Vol. 11 No. 3 September 1997, pp. 1-15.
- Dechow, Patricia, M., **Accounting Earnings and Cash Flow as Measure of Firm Performance The Role of Accounting Accruals**, Journal of Accounting and Economics 18 (1994), pp.3-42.
- Foster, George, **Financial Statement Analysis**, Second Editions, Prentice Hall, New Jersey, 1986 ✓
- Gujarati, Damodar N., **Basic Econometrics**, Third Editions, Mc. Graww Hill International Editions, New York, 1995. ✓
- Ikatan Akuntan Indonesia, **Standar Akuntansi Keuangan Buku Satu**, Penerbit Salemba IV Jakarta.

- James A. Ohlson, **Earning, Book Values and Dividends in Equity Valuation**, Contemporary Accounting Research Vol. 11 NO. 2 (Spring 1995) pp. 661-687.
- Jennifer Francis, * Per Ohlson, † and Dennis R. Oswald‡, **Comparing the Accuracy and Explainability of Dividen, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimated**, Journal of Accounting Research Vol. 38 No. 1 Spring 2000.
- Levin, Richard I. Rubin, David S., **Statistics for Management**, Seventh Editions, Prentice Hall International, New Jersey, 1998
- Ngaisah dan Nur Indriantoro, **Analisis Muatan Informasi Laba, Modal Kerja dari Operasi dan Arus Kas dari Operasi Bagi Investor di Pasar Modal Studi Kasus pada Bursa Efek Jakarta**, Media Ekonomi, April 2000, Hal 651 - 665.
- Pervin K.Shroff (The Ohio State University), **Determinant of The Return-Earning Correlation**, Contemporary Accounting Research Vol. 12 No. 1 (Fall 1995) pp.41-55.
- Rayburn, Judy, **The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns**, Journal of Accounting Research, Vol. 24, 1986.
- Suad Husnan, **Investasi di Pasar Modal Indonesia : Perkembangan, Kecenderungan, Kebutuhan dan Prospek**, Kelola No. 7/III/1994
- Triyono dan Jogyanto Hartono, **Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas dan Laba Akuntansi dengan Harga atau Return Saham**, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 3, No. 1, Januari 2000.
- Y.K.Chia, R , Czernkowski, J. Loftus, **The Association of Aggregate and Disaggregated Earning With Annual Stock Returns**, Accounting and Finance Journal, 1997. ✓



Lampiran I : Persamaan : $y(i) = a_0 + d_i$ (Earning i)

Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET1TH	.1907034	.7810671	88
EARN1TH	.1148502	.5478601	88

Correlations

		RET1TH	EARN1TH
Pearson Correlation	RET1TH	1.000	.171
	EARN1TH	.171	1.000
Sig. (1-tailed)	RET1TH	.	.056
	EARN1TH	.056	.
N	RET1TH	88	88
	EARN1TH	88	88

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EARN1TH ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: RET1TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.171 ^a	.029	.018	.7740511	1.421

- a. Predictors: (Constant), EARN1TH
b. Dependent Variable: RET1TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.548	1	1.548	2.584	.112 ^a
	Residual	51.527	86	.599		
	Total	53.076	87			

a. Predictors: (Constant), EARN1TH

b. Dependent Variable: RET1TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.163	.084		1.930	.057		
	EARN1TH	.244	.151	.171	1.608	.112	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RET1TH

Coefficient Correlations^a

Model		EARN1TH	
1	Correlations	EARN1TH	1.000
	Covariances	EARN1TH	2.294E-02

a. Dependent Variable: RET1TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	EARN1TH
1	1	1.206	1.000	.40	.40
	2	.794	1.233	.60	.60

a. Dependent Variable: RET1TH

Casewise Diagnostics^a

Case Number	Std. Residual	RET1TH	Predicted Value	Residual
6	3.022	2.56767	.2282316	2.3394429
73	3.992	3.49993	.4099663	3.0899667
79	3.395	2.74010	.1125641	2.6275378

a. Dependent Variable: RET1TH

Lampiran 2

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.6791878	.8162429	.1907034	.1334071	88
Residual	-1.1584518	3.0899668	-2.68E-17	.7695897	88
Std. Predicted Value	-6.521	4.689	.000	1.000	88
Std. Residual	-1.497	3.992	.000	.994	88

a. Dependent Variable: RET1TH

Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET2TH	.3814067	1.0823124	44
EARN2TH	.2456590	.7965746	44

Correlations

		RET2TH	EARN2TH
Pearson Correlation	RET2TH	1.000	.311
	EARN2TH	.311	1.000
Sig. (1-tailed)	RET2TH	.	.020
	EARN2TH	.020	.
N	RET2TH	44	44
	EARN2TH	44	44

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EARN2TH ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: RET2TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.311 ^a	.097	.075	1.0406055	1.828

a. Predictors: (Constant), EARN2TH

b. Dependent Variable: RET2TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.873	1	4.873	4.498	.040 ^a
	Residual	45.498	42	1.083		
	Total	50.370	43			

a. Predictors: (Constant), EARN2TH

b. Dependent Variable: RET2TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.278	.164		1.689	.099		
	EARN2TH	.423	.199	.311	2.121	.040	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RET2TH

Coefficient Correlations^a

Model		EARN2TH
1	Correlations	EARN2TH 1.000
	Covariances	EARN2TH 3.970E-02

a. Dependent Variable: RET2TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	EARN2TH
1	1	1.298	1.000	.35	.35
	2	.702	1.359	.65	.65

a. Dependent Variable: RET2TH

Casewise Diagnostics^a

Case Number	Std. Residual	RET2TH	Predicted Value	Residual
35	3.438	3.66323	8.485E-02	3.5783833

a. Dependent Variable: RET2TH

Lampiran 3

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.8938075	1.5430712	.3814067	.3366253	44
Residual	-1.3780398	3.5783832	-5.05E-18	1.0286319	44
Std. Predicted Value	-3.788	3.451	.000	1.000	44
Std. Residual	-1.324	3.438	.000	.988	44

a. Dependent Variable: RET2TH

Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET4TH	.7628135	1.1799330	22
EARN4TH	.2169198	1.2295476	22

Correlations

		RET4TH	EARN4TH
Pearson Correlation	RET4TH	1.000	.388
	EARN4TH	.388	1.000
Sig. (1-tailed)	RET4TH	.	.037
	EARN4TH	.037	.
N	RET4TH	22	22
	EARN4TH	22	22

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EARN4TH ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET4TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.388 ^a	.151	.108	1.1141358	2.051

a. Predictors: (Constant), EARN4TH

b. Dependent Variable: RET4TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.411	1	4.411	3.554	.074 ^a
	Residual	24.826	20	1.241		
	Total	29.237	21			

a. Predictors: (Constant), EARN4TH

b. Dependent Variable: RET4TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.682	.241		2.825	.010		
	EARN4TH	.373	.198	.388	1.885	.074	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RET4TH

Coefficient Correlations^a

Model		EARN4TH	
1	Correlations	EARN4TH	1.000
	Covariances	EARN4TH	3.910E-02

a. Dependent Variable: RET4TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	EARN4TH
1	1	1.178	1.000	.41	.41
	2	.822	1.197	.59	.59

a. Dependent Variable: RET4TH

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-1.0713203	1.5928857	.7628135	.4583152	22
Residual	-1.8105377	1.9733922	-8.07E-17	1.0872852	22
Std. Predicted Value	-4.002	1.811	.000	1.000	22
Std. Residual	-1.625	1.771	.000	.976	22

a. Dependent Variable: RET4TH

Regression

Lampiran 4

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET1TH	.1907034	.7810671	88
CFO1TH	.1867607	.2970273	88

Correlations

		RET1TH	CFO1TH
Pearson Correlation	RET1TH	1.000	.427
	CFO1TH	.427	1.000
Sig. (1-tailed)	RET1TH	.	.000
	CFO1TH	.000	.
N	RET1TH	88	88
	CFO1TH	88	88

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	CFO1TH ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET1TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.427 ^a	.183	.173	.7102807	1.371

a. Predictors: (Constant), CFO1TH

b. Dependent Variable: RET1TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.689	1	9.689	19.205	.000 ^a
	Residual	43.387	86	.504		
	Total	53.076	87			

a. Predictors: (Constant), CFO1TH

b. Dependent Variable: RET1TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-1.913E-02	.090		-.213	.831		
	CFO1TH	1.124	.256	.427	4.382	.000	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RET1TH

Coefficient Correlations^a

Model		CFO1TH	
1	Correlations	CFO1TH	1.000
	Covariances	CFO1TH	6.573E-02

a. Dependent Variable: RET1TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	CFO1TH
1	1	1.534	1.000	.23	.23
	2	.466	1.816	.77	.77

a. Dependent Variable: RET1TH

Casewise Diagnostics^a

Case Number	Std. Residual	RET1TH	Predicted Value	Residual
6	3.461	2.56767	.1090560	2.4586185
79	3.399	2.74010	.3260034	2.4140985

a. Dependent Variable: RET1TH

Lampiran 5

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.2879813	2.2883928	.1907034	.3337154	88
Residual	-1.3383482	2.4586186	-5.39E-17	.7061868	88
Std. Predicted Value	-1.434	6.286	.000	1.000	88
Std. Residual	-1.884	3.461	.000	.994	88

a. Dependent Variable: RET1TH

Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET2TH	.3814067	1.0823124	44
CFO2TH	.4148181	.6618591	44

Correlations

		RET2TH	CFO2TH
Pearson Correlation	RET2TH	1.000	.547
	CFO2TH	.547	1.000
Sig. (1-tailed)	RET2TH	.	.000
	CFO2TH	.000	.
N	RET2TH	44	44
	CFO2TH	44	44

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	CFO2TH ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET2TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.547 ^a	.299	.282	.9169622	1.557

a. Predictors: (Constant), CFO2TH

b. Dependent Variable: RET2TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	15.056	1	15.056	17.906	.000 ^a
	Residual	35.314	42	.841		
	Total	50.370	43			

a. Predictors: (Constant), CFO2TH

b. Dependent Variable: RET2TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.055E-02	.164		.064	.949		
	CFO2TH	.894	.211	.547	4.232	.000	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RET2TH

Coefficient Correlations^a

Model		CFO2TH	
1	Correlations	CFO2TH	1.000
	Covariances	CFO2TH	4.464E-02

a. Dependent Variable: RET2TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	CFO2TH
1	1	1.535	1.000	.23	.23
	2	.465	1.818	.77	.77

a. Dependent Variable: RET2TH

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.1703961	3.6638310	.3814067	.5917215	44
Residual	-1.4262869	2.3333938	-1.31E-16	.9062372	44
Std. Predicted Value	-.933	5.547	.000	1.000	44
Std. Residual	-1.555	2.545	.000	.988	44

a. Dependent Variable: RET2TH

Regression

Lampiran 6

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET4TH	.7628135	1.1799330	22
CFO4TH	.5959487	.5239902	22

Correlations

		RET4TH	CFO4TH
Pearson Correlation	RET4TH	1.000	.466
	CFO4TH	.466	1.000
Sig. (1-tailed)	RET4TH	.	.014
	CFO4TH	.014	.
N	RET4TH	22	22
	CFO4TH	22	22

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	CFO4TH ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET4TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.466 ^a	.217	.178	1.0698827	2.312

a. Predictors: (Constant), CFO4TH

b. Dependent Variable: RET4TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6.344	1	6.344	5.542	.029 ^a
	Residual	22.893	20	1.145		
	Total	29.237	21			

a. Predictors: (Constant), CFO4TH

b. Dependent Variable: RET4TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.138	.350		.393	.698		
	CFO4TH	1.049	.446	.466	2.354	.029	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RET4TH

Coefficient Correlations^a

Model		CFO4TH	
1	Correlations	CFO4TH	1.000
	Covariances	CFO4TH	.199

a. Dependent Variable: RET4TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	CFO4TH
1	1	1.759	1.000	.12	.12
	2	.241	2.699	.88	.88

a. Dependent Variable: RET4TH

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	4.42E-02	2.0052848	.7628135	.5496364	22
Residual	-1.9336848	1.6119454	9.08E-17	1.0440986	22
Std. Predicted Value	-1.307	2.261	.000	1.000	22
Std. Residual	-1.807	1.507	.000	.976	22

a. Dependent Variable: RET4TH

Regression

Lampiran 7

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET1TH	.1907034	.7810671	88
INV1TH	.1318076	.2323752	88

Correlations

		RET1TH	INV1TH
Pearson Correlation	RET1TH	1.000	.063
	INV1TH	.063	1.000
Sig. (1-tailed)	RET1TH	.	.279
	INV1TH	.279	.
N	RET1TH	88	88
	INV1TH	88	88

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	INV1TH ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET1TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.063 ^a	.004	-.008	.7840256	1.406

a. Predictors: (Constant), INV1TH

b. Dependent Variable: RET1TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.212	1	.212	.345	.559 ^a
	Residual	52.864	86	.615		
	Total	53.076	87			

a. Predictors: (Constant), INV1TH

b. Dependent Variable: RET1TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.163	.096		1.691	.094		
	INV1TH	.212	.362	.063	.587	.559	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RET1TH

Coefficient Correlations^a

Model		INV1TH	
1	Correlations	INV1TH	1.000
	Covariances	INV1TH	.131

a. Dependent Variable: RET1TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	INV1TH
1	1	1.496	1.000	.25	.25
	2	.504	1.722	.75	.75

a. Dependent Variable: RET1TH

Casewise Diagnostics^a

Case Number	Std. Residual	RET1TH	Predicted Value	Residual
6	3.070	2.56767	.1611043	2.4065702
73	4.107	3.49993	.2798960	3.2200370
79	3.276	2.74010	.1713044	2.5687975

a. Dependent Variable: RET1TH

Lampiran 8

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.1061964	.4585869	.1907034	4.935E-02	88
Residual	-1.0340048	3.2200370	8.83E-18	.7795066	88
Std. Predicted Value	-1.712	5.429	.000	1.000	88
Std. Residual	-1.319	4.107	.000	.994	88

a. Dependent Variable: RET1TH

Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET2TH	.3814067	1.0823124	44
INV2TH	.2694346	.3317451	44

Correlations

		RET2TH	INV2TH
Pearson Correlation	RET2TH	1.000	-.011
	INV2TH	-.011	1.000
Sig. (1-tailed)	RET2TH	.	.473
	INV2TH	.473	.
N	RET2TH	44	44
	INV2TH	44	44

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	INV2TH ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET2TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.011 ^a	.000	-.024	1.0950587	1.833

a. Predictors: (Constant), INV2TH

b. Dependent Variable: RET2TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.751E-03	1	5.751E-03	.005	.945 ^a
	Residual	50.364	42	1.199		
	Total	50.370	43			

a. Predictors: (Constant), INV2TH

b. Dependent Variable: RET2TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.391	.214		1.829	.074		
	INV2TH	-3.486E-02	.503	-.011	-.069	.945	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RET2TH

Coefficient Correlations^a

Model		INV2TH	
1	Correlations	INV2TH	1.000
	Covariances	INV2TH	.253

a. Dependent Variable: RET2TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	INV2TH
1	1	1.635	1.000	.18	.18
	2	.365	2.116	.82	.82

a. Dependent Variable: RET2TH

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.3449982	.3956595	.3814067	1.157E-02	44
Residual	-1.4647909	3.2786849	-1.26E-17	1.0822506	44
Std. Predicted Value	-3.148	1.232	.000	1.000	44
Std. Residual	-1.338	2.994	.000	.988	44

a. Dependent Variable: RET2TH

Regression

Lampiran 9

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET4TH	.7628135	1.1799330	22
INV4TH	.4640569	.4891535	22

Correlations

		RET4TH	INV4TH
Pearson Correlation	RET4TH	1.000	-.036
	INV4TH	-.036	1.000
Sig. (1-tailed)	RET4TH	.	.437
	INV4TH	.437	.
N	RET4TH	22	22
	INV4TH	22	22

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	INV4TH ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET4TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.036 ^a	.001	-.049	1.2082824	2.129

a. Predictors: (Constant), INV4TH

b. Dependent Variable: RET4TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.816E-02	1	3.816E-02	.026	.873 ^a
	Residual	29.199	20	1.460		
	Total	29.237	21			

a. Predictors: (Constant), INV4TH

b. Dependent Variable: RET4TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.803	.359		2.237	.037		
	INV4TH	-8.714E-02	.539	-.036	-.162	.873	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RET4TH

Coefficient Correlations^a

Model		INV4TH	
1	Correlations	INV4TH	1.000
	Covariances	INV4TH	.291

a. Dependent Variable: RET4TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	INV4TH
1	1	1.697	1.000	.15	.15
	2	.303	2.365	.85	.85

a. Dependent Variable: RET4TH

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.6694604	.8023848	.7628135	4.263E-02	22
Residual	-1.9033283	2.0703783	-2.52E-17	1.1791629	22
Std. Predicted Value	-2.190	.928	.000	1.000	22
Std. Residual	-1.575	1.713	.000	.976	22

a. Dependent Variable: RET4TH

Regression

Lampiran 10

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET1TH	.1907034	.7810671	88
DANA1TH	2.06E-02	.2816301	88

Correlations

		RET1TH	DANA1TH
Pearson Correlation	RET1TH	1.000	.311
	DANA1TH	.311	1.000
Sig. (1-tailed)	RET1TH	.	.002
	DANA1TH	.002	.
N	RET1TH	88	88
	DANA1TH	88	88

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DANA1TH ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET1TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.311 ^a	.096	.086	.7467412	1.483

a. Predictors: (Constant), DANA1TH

b. Dependent Variable: RET1TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.120	1	5.120	9.182	.003 ^a
	Residual	47.956	86	.558		
	Total	53.076	87			

a. Predictors: (Constant), DANA1TH

b. Dependent Variable: RET1TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.173	.080		2.167	.033		
	DANA1TH	.861	.284	.311	3.030	.003	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RET1TH

Coefficient Correlations^a

Model		DANA1TH	
1	Correlations	DANA1TH	1.000
	Covariances	DANA1TH	8.081E-02

a. Dependent Variable: RET1TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	DANA1TH
1	1	1.073	1.000	.46	.46
	2	.927	1.076	.54	.54

a. Dependent Variable: RET1TH

Casewise Diagnostics^a

Case Number	Std. Residual	RET1TH	Predicted Value	Residual
6	3.144	2.56767	.2198244	2.3478500
79	3.129	2.74010	.4037447	2.3363572

a. Dependent Variable: RET1TH

Lampiran II

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.7931302	1.2631171	.1907034	.2425958	88
Residual	-1.0750650	2.3478501	5.99E-18	.7424372	88
Std. Predicted Value	-4.055	4.421	.000	1.000	88
Std. Residual	-1.440	3.144	.000	.994	88

a. Dependent Variable: RET1TH

Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET2TH	.3814067	1.0823124	44
DANA2TH	-.908E-03	.3412321	44

Correlations

		RET2TH	DANA2TH
Pearson Correlation	RET2TH	1.000	.130
	DANA2TH	.130	1.000
Sig. (1-tailed)	RET2TH	.	.201
	DANA2TH	.201	.
N	RET2TH	44	44
	DANA2TH	44	44

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DANA2TH ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET2TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.130 ^a	.017	-.007	1.0858938	1.885

a. Predictors: (Constant), DANA2TH

b. Dependent Variable: RET2TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.845	1	.845	.717	.402 ^a
	Residual	49.525	42	1.179		
	Total	50.370	43			

a. Predictors: (Constant), DANA2TH

b. Dependent Variable: RET2TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.365	.164		2.352	.023		
	DANA2TH	.411	.485	.130	.847	.402	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RET2TH

Coefficient Correlations^a

Model		DANA2TH	
1	Correlations	DANA2TH	1.000
	Covariances	DANA2TH	.236

a. Dependent Variable: RET2TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	DANA2TH
1	1	1.027	1.000	.49	.49
	2	.973	1.027	.51	.51

a. Dependent Variable: RET2TH

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	5.15E-02	.6873195	.3814067	.1402039	44
Residual	-1.4601932	3.0463095	-4.54E-17	1.0731929	44
Std. Predicted Value	-2.353	2.182	.000	1.000	44
Std. Residual	-1.345	2.805	.000	.988	44

a. Dependent Variable: RET2TH

Regression

Lampiran 12

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET4TH	.7628135	1.1799330	22
DANA4TH	-8.46E-02	.4436994	22

Correlations

		RET4TH	DANA4TH
Pearson Correlation	RET4TH	1.000	.366
	DANA4TH	.366	1.000
Sig. (1-tailed)	RET4TH	.	.047
	DANA4TH	.047	.
N	RET4TH	22	22
	DANA4TH	22	22

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DANA4TH ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET4TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.366 ^a	.134	.091	1.1249698	2.078

a. Predictors: (Constant), DANA4TH

b. Dependent Variable: RET4TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.926	1	3.926	3.102	.093 ^a
	Residual	25.311	20	1.266		
	Total	29.237	21			

a. Predictors: (Constant), DANA4TH

b. Dependent Variable: RET4TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.845	.244		3.459	.002		
	DANA4TH	.974	.553	.366	1.761	.093	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RET4TH

Coefficient Correlations^a

Model		DANA4TH
1	Correlations	DANA4TH 1.000
	Covariances	DANA4TH .306

a. Dependent Variable: RET4TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	DANA4TH
1	1	1.191	1.000	.40	.40
	2	.809	1.214	.60	.60

a. Dependent Variable: RET4TH

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-1.49E-02	1.4905502	.7628135	.4323767	22
Residual	-1.9160674	1.5470333	-1.46E-16	1.0978581	22
Std. Predicted Value	-1.799	1.683	.000	1.000	22
Std. Residual	-1.703	1.375	.000	.976	22

a. Dependent Variable: RET4TH

Regression

Lampiran 13

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET1TH	.1907034	.7810671	88
EARN1TH	.1148502	.5478601	88
CFO1TH	.1867607	.2970273	88
INV1TH	.1318076	.2323752	88
DANA1TH	2.06E-02	.2816301	88

Correlations

		RET1TH	EARN1TH	CFO1TH	INV1TH	DANA1TH
Pearson Correlation	RET1TH	1.000	.171	.427	.063	.311
	EARN1TH	.171	1.000	.133	-.101	.042
	CFO1TH	.427	.133	1.000	.304	.582
	INV1TH	.063	-.101	.304	1.000	-.453
	DANA1TH	.311	.042	.582	-.453	1.000
Sig. (1-tailed)	RET1TH	.	.056	.000	.279	.002
	EARN1TH	.056	.	.108	.174	.348
	CFO1TH	.000	.108	.	.002	.000
	INV1TH	.279	.174	.002	.	.000
	DANA1TH	.002	.348	.000	.000	.
N	RET1TH	88	88	88	88	88
	EARN1TH	88	88	88	88	88
	CFO1TH	88	88	88	88	88
	INV1TH	88	88	88	88	88
	DANA1TH	88	88	88	88	88

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DANA1TH, EARN1TH, INV1TH, ^a CFO1TH		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET1TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.451 ^a	.203	.165	.7139124	1.391

a. Predictors: (Constant), DANA1TH, EARN1TH, INV1TH, CFO1TH

b. Dependent Variable: RET1TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	10.773	4	2.693	5.284	.001 ^a
	Residual	42.303	83	.510		
	Total	53.076	87			

a. Predictors: (Constant), DANA1TH, EARN1TH, INV1TH, CFO1TH

b. Dependent Variable: RET1TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-1.238E-02	.096		-.129	.898		
	EARN1TH	.183	.149	.128	1.227	.223	.880	1.136
	CFO1TH	.817	.541	.311	1.510	.135	.227	4.411
	INV1TH	.160	.628	.048	.255	.799	.275	3.635
	DANA1TH	.404	.601	.146	.673	.503	.205	4.887

a. Dependent Variable: RET1TH

Coefficient Correlations^a

Model			DANA1TH	EARN1TH	INV1TH	CFO1TH
1	Correlations	DANA1TH	1.000	.288	.831	-.862
		EARN1TH	.288	1.000	.320	-.333
		INV1TH	.831	.320	1.000	-.807
		CFO1TH	-.862	-.333	-.807	1.000
	Covariances	DANA1TH	.361	2.581E-02	.313	-.280
		EARN1TH	2.581E-02	2.217E-02	2.989E-02	-2.680E-02
		INV1TH	.313	2.989E-02	.394	-.274
		CFO1TH	-.280	-2.680E-02	-.274	.293

a. Dependent Variable: RET1TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions				
				(Constant)	EARN1TH	CFO1TH	INV1TH	DANA1TH
1	1	2.109	1.000	.09	.02	.03	.02	.00
	2	1.413	1.222	.01	.01	.01	.04	.09
	3	.942	1.497	.00	.79	.01	.01	.01
	4	.466	2.127	.90	.04	.05	.08	.00
	5	6.994E-02	5.492	.00	.13	.91	.85	.90

a. Dependent Variable: RET1TH

Casewise Diagnostics^a

Case Number	Std. Residual	RET1TH	Predicted Value	Residual
6	3.385	2.56767	.1507877	2.4168868
79	3.396	2.74010	.3158847	2.4242172

a. Dependent Variable: RET1TH

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.3193129	2.4518735	.1907034	.3518920	88
Residual	-1.2698646	2.4242172	-2.14E-17	.6973075	88
Std. Predicted Value	-1.449	6.426	.000	1.000	88
Std. Residual	-1.779	3.396	.000	.977	88

a. Dependent Variable: RET1TH

Regression

Lampiran 14

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET2TH	.3814067	1.0823124	44
EARN2TH	.2456590	.7965746	44
CFO2TH	.4148181	.6618591	44
INV2TH	.2694346	.3317451	44
DANA2TH	-9.08E-03	.3412321	44

Correlations

		RET2TH	EARN2TH	CFO2TH	INV2TH	DANA2TH
Pearson Correlation	RET2TH	1.000	.311	.547	-.011	.130
	EARN2TH	.311	1.000	.353	-.126	-.037
	CFO2TH	.547	.353	1.000	.309	.390
	INV2TH	-.011	-.126	.309	1.000	-.298
	DANA2TH	.130	-.037	.390	-.298	1.000
Sig. (1-tailed)	RET2TH	.	.020	.000	.473	.201
	EARN2TH	.020	.	.009	.207	.406
	CFO2TH	.000	.009	.	.021	.004
	INV2TH	.473	.207	.021	.	.025
	DANA2TH	.201	.406	.004	.025	.
N	RET2TH	44	44	44	44	44
	EARN2TH	44	44	44	44	44
	CFO2TH	44	44	44	44	44
	INV2TH	44	44	44	44	44
	DANA2TH	44	44	44	44	44

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DANA2TH, EARN2TH, INV2TH, ^a CFO2TH ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET2TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.614 ^a	.377	.313	.8968935	1.497

a. Predictors: (Constant), DANA2TH, EARN2TH, INV2TH, CFO2TH

b. Dependent Variable: RET2TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	18.998	4	4.749	5.904	.001 ^a
	Residual	31.372	39	.804		
	Total	50.370	43			

a. Predictors: (Constant), DANA2TH, EARN2TH, INV2TH, CFO2TH

b. Dependent Variable: RET2TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.148	.188		.787	.436		
	EARN2TH	-1.739E-03	.206	-.001	-.008	.993	.692	1.446
	CFO2TH	1.218	.305	.745	3.995	.000	.459	2.178
	INV2TH	-1.035	.544	-.317	-1.903	.064	.575	1.739
	DANA2TH	-.811	.538	-.256	-1.508	.140	.556	1.800

a. Dependent Variable: RET2TH

Coefficient Correlations^a

Model			DANA2TH	EARN2TH	INV2TH	CFO2TH
1	Correlations	DANA2TH	1.000	.388	.563	-.622
		EARN2TH	.388	1.000	.420	-.541
		INV2TH	.563	.420	1.000	-.596
		CFO2TH	-.622	-.541	-.596	1.000
	Covariances	DANA2TH	.289	4.311E-02	.164	-.102
		EARN2TH	4.311E-02	4.263E-02	4.711E-02	-3.407E-02
		INV2TH	.164	4.711E-02	.296	-9.888E-02
		CFO2TH	-.102	-3.407E-02	-9.888E-02	9.301E-02

a. Dependent Variable: RET2TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions				
				(Constant)	EARN2TH	CFO2TH	INV2TH	DANA2TH
1	1	2.320	1.000	.07	.03	.04	.04	.00
	2	1.230	1.374	.01	.02	.03	.04	.32
	3	.896	1.610	.01	.52	.00	.05	.07
	4	.398	2.414	.82	.00	.18	.11	.03
	5	.156	3.857	.09	.43	.74	.77	.59

a. Dependent Variable: RET2TH

Lampiran 15

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.7552023	4.0217843	.3814067	.6646892	44
Residual	-1.3358160	2.3598979	-2.13E-16	.8541595	44
Std. Predicted Value	-1.710	5.477	.000	1.000	44
Std. Residual	-1.489	2.631	.000	.952	44

a. Dependent Variable: RET2TH

Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
RET4TH	.7628135	1.1799330	22
EARN4TH	.2169198	1.2295476	22
CFO4TH	.5959487	.5239902	22
INV4TH	.4640569	.4891535	22
DANA4TH	-8.46E-02	.4436994	22

Correlations

		RET4TH	EARN4TH	CFO4TH	INV4TH	DANA4TH
Pearson Correlation	RET4TH	1.000	.388	.466	-.036	.366
	EARN4TH	.388	1.000	.185	-.281	.185
	CFO4TH	.466	.185	1.000	.484	.071
	INV4TH	-.036	-.281	.484	1.000	-.676
	DANA4TH	.366	.185	.071	-.676	1.000
Sig. (1-tailed)	RET4TH	.	.037	.014	.437	.047
	EARN4TH	.037	.	.205	.102	.205
	CFO4TH	.014	.205	.	.011	.377
	INV4TH	.437	.102	.011	.	.000
	DANA4TH	.047	.205	.377	.000	.
N	RET4TH	22	22	22	22	22
	EARN4TH	22	22	22	22	22
	CFO4TH	22	22	22	22	22
	INV4TH	22	22	22	22	22
	DANA4TH	22	22	22	22	22

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DANA4TH, CFO4TH, EARN4TH, INV4TH		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RET4TH

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.634 ^a	.401	.261	1.0146717	1.874

a. Predictors: (Constant), DANA4TH, CFO4TH, EARN4TH, INV4TH

b. Dependent Variable: RET4TH

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11.735	4	2.934	2.849	.056 ^a
	Residual	17.502	17	1.030		
	Total	29.237	21			

a. Predictors: (Constant), DANA4TH, CFO4TH, EARN4TH, INV4TH

b. Dependent Variable: RET4TH

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.189	.353		.534	.600		
	EARN4TH	.305	.216	.318	1.415	.175	.698	1.433
	CFO4TH	.615	.705	.273	.872	.395	.359	2.782
	INV4TH	.515	1.030	.213	.500	.624	.193	5.178
	DANA4TH	1.150	.913	.432	1.260	.225	.299	3.347

a. Dependent Variable: RET4TH

Coefficient Correlations^a

Model			DANA4TH	CFO4TH	EARN4TH	INV4TH
1	Correlations	DANA4TH	1.000	-.671	.335	.831
		CFO4TH	-.671	1.000	-.492	-.792
		EARN4TH	.335	-.492	1.000	.504
		INV4TH	.831	-.792	.504	1.000
	Covariances	DANA4TH	.833	-.432	6.584E-02	.781
		CFO4TH	-.432	.497	-7.473E-02	-.575
		EARN4TH	6.584E-02	-7.473E-02	4.646E-02	.112
		INV4TH	.781	-.575	.112	1.061

a. Dependent Variable: RET4TH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions				
				(Constant)	EARN4TH	CFO4TH	INV4TH	DANA4TH
1	1	2.655	1.000	.04	.00	.02	.01	.01
	2	1.301	1.429	.01	.25	.01	.00	.08
	3	.727	1.910	.03	.45	.01	.00	.16
	4	.261	3.189	.90	.00	.17	.03	.01
	5	5.592E-02	6.890	.02	.29	.80	.95	.74

a. Dependent Variable: RET4TH

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.7291589	2.0899518	.7628135	.7475224	22
Residual	-1.8185827	1.6893826	1.36E-16	.9129361	22
Std. Predicted Value	-1.996	1.775	.000	1.000	22
Std. Residual	-1.792	1.665	.000	.900	22

a. Dependent Variable: RET4TH

Lampiran 16

Nonparametric Correlations

Correlations

			EARN1TH	RMUTEA R1
Spearman's rho	EARN1TH	Correlation Coefficient	1.000	.052
		Sig. (1-tailed)	.	.317
		N	88	88
	RMUTEAR1	Correlation Coefficient	.052	1.000
		Sig. (1-tailed)	.317	.
		N	88	88

Nonparametric Correlations

Correlations

			EARN2TH	RMUTEA R2
Spearman's rho	EARN2TH	Correlation Coefficient	1.000	-.086
		Sig. (1-tailed)	.	.289
		N	44	44
	RMUTEAR2	Correlation Coefficient	-.086	1.000
		Sig. (1-tailed)	.289	.
		N	44	44

Nonparametric Correlations

Lampiran 17

Correlations

			EARN4TH	RMUTEA R4
Spearman's rho	EARN4TH	Correlation Coefficient	1.000	.042
		Sig. (1-tailed)	.	.426
		N	22	22
	RMUTEAR4	Correlation Coefficient	.042	1.000
		Sig. (1-tailed)	.426	.
		N	22	22

Nonparametric Correlations

Correlations

			CFO1TH	RMUTCF O1
Spearman's rho	CFO1TH	Correlation Coefficient	1.000	.229
		Sig. (1-tailed)	.	.016
		N	88	88
	RMUTCFO1	Correlation Coefficient	.229	1.000
		Sig. (1-tailed)	.016	.
		N	88	88

Nonparametric Correlations

Correlations

			CFO2TH	RMUTCF O2
Spearman's rho	CFO2TH	Correlation Coefficient	1.000	.186
		Sig. (1-tailed)	.	.113
		N	44	44
	RMUTCF O2	Correlation Coefficient	.186	1.000
		Sig. (1-tailed)	.113	.
		N	44	44

Nonparametric Correlations

Correlations

			CFO4TH	RMUTCF O4
Spearman's rho	CFO4TH	Correlation Coefficient	1.000	.269
		Sig. (1-tailed)	.	.113
		N	22	22
	RMUTCF O4	Correlation Coefficient	.269	1.000
		Sig. (1-tailed)	.113	.
		N	22	22

Nonparametric Correlations

Correlations

			INV1TH	RMUTINV1
Spearman's rho	INV1TH	Correlation Coefficient	1.000	.049
		Sig. (1-tailed)	.	.325
		N	88	88
	RMUTINV1	Correlation Coefficient	.049	1.000
		Sig. (1-tailed)	.325	.
		N	88	88

Nonparametric Correlations

Correlations

			INV2TH	RMUTINV2
Spearman's rho	INV2TH	Correlation Coefficient	1.000	-.100
		Sig. (1-tailed)	.	.258
		N	44	44
	RMUTINV2	Correlation Coefficient	-.100	1.000
		Sig. (1-tailed)	.258	.
		N	44	44

Nonparametric Correlations

Lampiran 20

Correlations

			INV4TH	RMUTINV4
Spearman's rho	INV4TH	Correlation Coefficient	1.000	-.010
		Sig. (1-tailed)	.	.483
		N	22	22
	RMUTINV4	Correlation Coefficient	-.010	1.000
		Sig. (1-tailed)	.483	.
		N	22	22

Nonparametric Correlations

Correlations

			DANA1TH	RMUTDAN1
Spearman's rho	DANA1TH	Correlation Coefficient	1.000	.127
		Sig. (1-tailed)	.	.119
		N	88	88
	RMUTDAN1	Correlation Coefficient	.127	1.000
		Sig. (1-tailed)	.119	.
		N	88	88

Nonparametric Correlations

Lampiran 21

Correlations

			DANA2TH	RMUTDA N2
Spearman's rho	DANA2TH	Correlation Coefficient	1.000	.214
		Sig. (1-tailed)	.	.081
		N	44	44
	RMUTDAN2	Correlation Coefficient	.214	1.000
		Sig. (1-tailed)	.081	.
		N	44	44

Nonparametric Correlations

Correlations

			DANA4TH	RMUTDA N4
Spearman's rho	DANA4TH	Correlation Coefficient	1.000	.112
		Sig. (1-tailed)	.	.309
		N	22	22
	RMUTDAN4	Correlation Coefficient	.112	1.000
		Sig. (1-tailed)	.309	.
		N	22	22

Lampiran 22

NAMA PERUSAHAAN	IHSI1992	IHSI1993	IHSI1994	IHSI1995	IHSI1996	IHSI1997	IHSI1998	IHSI1999	IHSI2000
Surya Toto Indonesia	56.898	77.795	78.953	80.564	75.730	46.727	13.777	26.495	99.094
Citra Tubindo	211.000	205.000	185.000	190.000	192.500	275.000	284.091	681.818	802.333
Kurnia Kapuas Utama	115.789	70.175	23.684	21.053	45.614	35.088	47.769	106.154	89.474
Sorini Cooperation	131.667	308.333	300.000	370.000	164.999	75.000	82.353	94.118	40.500
Unggul Indah Coop.	17.695	63.130	33.478	29.461	33.669	37.176	52.270	81.787	40.403
Berlina	32.911	83.373	47.286	23.021	37.953	21.777	22.399	100.794	76.529
Barito Pasific Timber	177.778	177.778	96.528	46.528	40.278	43.750	9.722	17.361	3.611
Ever Shine Textile Ind.	92.130	92.593	54.035	22.685	56.000	36.000	21.192	45.033	100.398
Indorama Syntetics	141.589	177.568	191.985	309.583	309.768	329.971	112.075	141.704	101.011
Jembo Cable Coop.	113.684	136.842	132.632	55.895	31.263	18.947	18.947	47.368	37.895
Sari Husada	435.631	832.250	1,684.481	2,080.226	2,417.720	3,139.915	1,493.384	2,646.503	3,402.647

Nama Perusahaan	PRICE92	PRICE93	PRICE94	PRICE95	PRICE96	PRICE97	PRICE98	PRICE99	PRICE00
Surya Toto Indonesia	5,650	7,725	4,900	5,000	4,700	2,900	2,200	5,400	6,150
Citra Tubindo	21,100	4,100	3,700	3,800	3,850	5,500	21,500	14,200	9,600
Kurnia Kapuas Utama	6,000	4,000	675	600	1,300	500	1,550	825	510
Sorini Cooperation	8,100	9,250	9,000	11,100	1,100	34,500	1,700	500	40,500
Unggul Indah Coop.	2,775	9,900	2,625	2,100	33,669	1,325	950	3,500	1,200
Berlina	2,600	3,350	1,900	925	1,525	875	300	1,350	1,025
Barito Pasific Timber	12,800	12,800	3,475	1,675	1,450	1,575	350	625	130
Ever Shine Textile Ind.	4,975	5,000	1,800	875	700	450	400	1,000	250
Indorama Syntetics	5,900	7,400	8,000	8,275	2,300	2,450	1,425	1,625	750
Jembo Cable Coop.	5,400	6,500	3,500	1,475	825	250	250	625	500
Sari Husada	6,700	12,800	10,500	13,250	650	5,000	1,975	3,500	4,500

Lampiran 24

Nama Perusahaan	JMLSAH93	JMLSAH94	JMLSAH95	JMLSAH96	JMLSAH97	JMLSAH98	JMLSAH99	JMLSAH00
Surya Toto Indonesia	15,044,625	33,620,625	33,620,625	33,620,625	33,620,625	33,620,625	33,620,625	49,536,000
Citra Tubindo	30,000,000	45,000,000	45,000,000	45,000,000	45,000,000	45,000,000	80,000,000	80,000,000
Kurnia Kapuas Utama	25,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	100,000,000	100,000,000	250,000,000	250,000,000
Sorini Cooperation	30,000,000	40,000,000	40,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000
Unggul Indah Coop.	66,000,000	132,000,000	145,200,028	145,200,028	290,400,056	290,400,056	348,481,474	383,331,363
Berlina	23,000,000	23,000,000	23,000,000	23,000,000	23,000,000	69,000,000	69,000,000	69,000,000
Barito Pacific Timber	700,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000
Ever Shine Textile Ind.	60,240,000	126,504,000	126,504,000	298,549,440	298,549,440	298,549,440	298,549,440	2,015,208,720
Indorama Syntetics	55,814,860	60,317,149	152,386,312	562,551,706	654,351,707	654,351,707	654,351,707	654,351,707
Jembo Cable Corp.	42,000,000	75,600,000	75,600,000	75,600,000	151,200,000	151,200,000	151,200,000	151,200,000
Sari Husada	7,132,325	21,396,975	21,396,975	29,838,875	119,355,500	176,049,363	176,049,363	183,523,172

Lampiran 25

Nama Perusahaan	EARN93	EARN94	EARN95	EARN96	EARN97	EARN98	EARN99	EARN00
Surya Toto Indonesia	10,522,206,340	23,460,868,330	30,119,151,384	30,539,551,960	26,249,580,917	(21,647,475,407)	3,672,041,755	(55,115,300,073)
Citra Tubindo	(5,804,761,894)	309,199,469	1,273,786,025	14,206,000,000	46,206,000,000	172,343,000,000	20,821,133,400	3,140,443,500
Kurnia Kapuas Utama	9,911,239,198	5,844,814,440	90,576,215,132	10,490,470,717	(7,680,078,131)	35,653,452,697	21,443,686,154	17,503,321,031
Sorini Corporation	10,328,501,931	13,213,186,000	19,010,968,000	14,046,745,000	(94,675,500,000)	(454,170,477,000)	(71,293,095,000)	(311,176,201,000)
Unggul Indah Coop.	49,261,251,345	30,495,673,112	32,755,428,067	41,270,133,265	(178,708,550,000)	(57,702,013,555)	155,677,929,718	132,861,926,620
Berlina	3,539,294,701	5,303,453,464	8,094,711,985	9,148,134,705	2,532,993,659	6,040,515,555	21,016,558,312	23,551,829,416
Barito Pacific Timber	310,158,456,064	147,169,636,249	70,121,453,493	87,283,515,361	(39,085,877,545)	(757,020,871,527)	(103,363,967,505)	732,000,000,000
Ever Shine Textile Ind.	18,482,877,085	22,317,495,270	24,222,448,214	27,195,000,678	(12,623,634,651)	19,234,119,767	102,269,371,310	4,102,831,028
Indorama Syntetics	50,330,753,120	62,165,932,252	120,320,785,370	122,197,324,869	95,942,548,125	14,969,887,500	9,220,008,503	191,078,630,000
Jembo Cable Coop.	7,582,149,000	90,532,353,000	9,868,779,000	6,691,734,000	2,106,482,000	59,887,608,000	5,843,894,000	(32,232,213)
Sari Husada	8,195,529,209	17,998,892,016	29,360,508,709	35,094,662,883	37,287,234,731	11,775,386,849	86,815,848,000	131,410,875,000

Lampiran 26

Nama Perusahaan	CFO1993	CFO1994	CFO1995	CFO1996	CFO1997	CFO1998	CFO1999	CFO2000
Surya Toto Indonesia	18,864,198,194	24,456,193,012	30,979,480,877	19,257,307,182	16,107,377,590	41,795,099,562	53,378,555,537	82,170,556,386
Citra Tubindo	26,622,287,125	(17,310,907,023)	(1,428,051,806)	15,635,000,000	54,372,000,000	148,041,000,000	40,395,805,000	21,041,940,545
Kurnia Kapuas Utama	4,573,527,292	(8,497,384,308)	(2,289,220,902)	8,598,632,513	(26,146,768,112)	(164,033,229)	19,946,427,730	16,870,223,305
Sorini Cooperation	10,328,501,931	29,203,041,000	39,555,479,000	(1,289,864,000)	49,536,280,000	(356,396,000)	106,021,582,000	18,788,830,000
Unggul Indah Coop.	20,895,492,365	34,930,964,652	33,725,023,279	24,461,370,427	(8,069,939,200)	(92,077,142,095)	166,154,713,912	(17,723,173,970)
Berlina	3,854,499,072	12,501,922,440	16,228,024,798	15,567,625,997	12,589,176,875	21,119,386,591	42,514,355,152	42,072,328,991
Barito Pacific Timber	414,330,092,441	250,446,632,083	243,990,221,611	(97,491,767,857)	133,643,788,134	932,050,221,186	249,376,081,456	47,130,820,824
Ever Shine Textile Ind.	24,952,946,177	31,927,480,510	27,395,119,724	44,289,329	3,417,651,661	113,136,949,522	84,924,926,411	92,495,485,687
Indorama Syntetics	108,408,037,499	98,825,118,404	201,444,474,667	118,122,022,247	169,983,508,921	261,979,417,500	71,816,015,500	485,144,803,000
Jembo Cable Coop.	4,271,409,000	(12,966,661,000)	(12,970,116,000)	38,134,773,000	(10,543,564,000)	2,730,171,000	31,854,268,000	9,576,494,000
Sari Husada	11,244,977,502	16,109,636,204	39,499,395,310	49,548,939,519	16,138,259,027	(9,359,081,067)	111,699,786,000	80,889,663,000

Lampiran 27

Nama Perusahaan	INV93	INV94	INV95	INV96	INV97	INV98	INV99	INV2000
Surya Toto Indonesia	(6,468,312,481)	(43,014,850,111)	(14,276,246,818)	(36,797,736,227)	(40,024,347,603)	(24,101,733,363)	(5,914,984,860)	(10,822,456,206)
Citra Tubindo	(6,148,803,304)	(4,324,521,566)	(740,124,203)	(3,824,000,000)	(15,110,000,000)	(47,959,000,000)	(19,916,096,400)	(8,193,419,970)
Kurnia Kapuas Utama	904,835,541	(1,187,079,845)	(2,574,450,955)	(1,032,893,142)	(10,214,000,096)	(1,696,677,232)	(2,661,866,560)	(2,062,476,152)
Scrini Cooperation	(12,442,993,489)	(32,145,142,000)	(95,720,521,000)	(36,963,463,000)	(275,865,397,000)	39,528,064,000	(8,568,310,000)	(19,037,024,000)
Unggul Indah Corp.	1,387,011,316	(98,059,858,837)	101,436,176,157	(54,583,364,894)	(79,813,385,000)	(72,584,404,674)	(16,945,409,493)	(224,826,240,380)
Berlina	(23,211,237,136)	(7,990,616,211)	(6,630,339,856)	(20,541,521,555)	325,511,853	290,264,208	(11,422,510,026)	(4,436,804,955)
Berito Pacific Timber	(892,774,159,664)	(141,059,916,645)	(249,263,993,030)	270,311,933,426	(1,696,084,481,031)	(970,931,410,057)	(282,349,917,252)	3,217,022,360
Ever Shine Textile Ind.	(31,731,738,753)	(67,515,408,556)	(17,101,547,676)	(34,875,631,976)	(48,107,353,693)	(21,302,055,104)	(6,041,646,230)	(37,543,934,008)
Indorama Syntetics	(112,493,958,716)	(242,598,852,273)	(434,701,734,109)	(94,718,247,075)	127,471,079,243	60,530,092,500	(67,556,640,000)	(150,375,215,000)
Jembo Cable Corp.	(3,291,966,000)	(3,281,796,000)	(5,193,033,000)	(7,952,514,000)	(14,744,764,000)	4,615,160,000	3,371,251,000	1,898,178,000
Sari Hutada	(6,645,353,136)	(48,004,106,925)	(26,401,729,290)	(32,785,162,658)	(34,842,766,149)	(6,442,454,968)	(36,804,434,000)	5,604,411,000

Nama Perusahaan	DANA93	DANA94	DANA95	DANA96	DANA97	DANA98	DANA99	DANA2000
Surya Toto Indonesia	(10.915.920.932)	7.979.918.032	(6.102.311.953)	11.768.997.583				
Citra Tubindo	(20.954.327.705)	929.755.693	1.963.623.072	(828.000.000)	31.107.565.840	(22.293.654.774)	(53.774.879.968)	(71.671.823.824)
Kurnia Kapuas Utama	(5.035.000.000)	(3.521.942.222)	9.992.542.562	(5.077.071.382)	(14.214.000.000)	(24.447.000.000)	(7.531.488.300)	(35.597.699.470)
Sorini Cooperation	23.883.628.408	3.670.000.000	141.865.400.000	27.147.670.000	46.410.392.514	(5.805.919.844)	(16.871.633.328)	(13.143.107.206)
Unggul Indah Coop.	(9.967.779.317)	82.426.088.087	34.343.358.126	(28.680.661.311)	222.060.430.000	(33.712.500.000)	(37.058.525.000)	(29.133.051.000)
Berlina	21.571.994.167	20.005.781.913	(9.277.329.247)	7.371.762.016	79.813.385.000	(495.989.371)	(114.689.738.160)	(224.902.146.425)
Banjo Pacific Timber	550.604.274.460	378.814.023.956	(93.878.579.029)	(392.274.520.602)	(7.547.393.248)	(11.696.138.703)	(26.197.610.098)	(9.147.925.707)
Ever Shine Textile Ind.	6.975.557.951	31.978.965.547	20.199.507.887	43.595.419.377	1.666.342.217.650	121.565.514.878	1.958.141.048	1.827.049.849
Indorama Synthetics	5.834.788.841	148.988.051.253	245.239.395.572	(36.767.505.009)	(29.255.070.226)	(43.542.784.031)	(15.610.423.243)	(48.674.635.737)
Jembo Cable Coop.	(951.861.000)	15.803.266.000	17.837.398.000	(23.111.038.000)	57.896.496.563	(187.806.292.500)	(60.314.384.000)	(509.280.655.000)
Sari Husada	1.364.360.750	32.046.695.748	(14.736.192.490)	(17.412.401.342)	31.355.221.000	(10.959.106.000)	(28.730.919.000)	(15.673.927.000)
					17.329.463.887	52.056.489.891	(2.884.283.000)	(3.730.604.000)