



B.15

# PROCEEDING

## Business Conference "BISNIS DAN ISU-ISU GLOBAL"

6 Desember 2012



Program Studi Ilmu Administrasi Bisnis  
Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik  
Universitas Pembangunan Nasional "Veteran"  
Yogyakarta

ISBN 978-602-17067-0-1

# PROCEEDING SEMINAR NASIONAL – BC 2012

## “BISNIS DAN ISU-ISU GLOBAL”

Terbitan : Desember 2012  
Tim Editor : Ida Susi dewanti S.Sos,MSi  
Eny Endah Pujiastuti S.Sos,MSi  
Didik Indarwanta S.Sos,M.Ab  
Asih Marini Wulandari S.Sos,MSi  
Sauptika Kancana S.S,MSi  
Humam Santoso S.Sos,M.Ab  
Suratna, S.Sos, M.AB

Hak Cipta pada :  
Program Studi Ilmu Administrasi Bisnis  
UPN “Veteran” Yogyakarta  
Jln. Babarsari No. 2 Yogyakarta 55281  
Telp. 0274 485268  
Email : [upnseminarnasional@yahoo.co.id](mailto:upnseminarnasional@yahoo.co.id)

ISBN .978-602-17067-0-1

Hak Cipta dilindungi undang-undang  
Dilarang memperbanyak karya tulis ini dalam bentuk dan dengan cara apapun,  
tanpa izin tertulis dari Penerbit

## KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Warohmatullah Wabarakatuh

Puji syukur kita panjatkan kehadiran Allah SWT atas berkat Rahmat dan Hidayah-Nya kami dapat menyusun Prosiding Seminar Nasional-Business Conference (BC) 2012 dengan tema "Bisnis dan Isu-isu Global" yang diselenggarakan oleh program studi Ilmu Administrasi Bisnis FISIP UPN "Veteran" Yogyakarta pada hari Kamis, 6 Desember 2012 bertempat di Gedung Agus Salim Jl. Babarsari 2, Tambakbayan, Yogyakarta 55281

Seminar Nasional Business Conference (BC) 2012 dengan tema "Bisnis dan Isu-Isu Global" bertujuan agar masalah-masalah global yang menghambat kegiatan bisnis dapat diselesaikan dengan baik. Pebisnis dan kalangan akademisi dapat menyumbangkan pemikiran untuk penyelesaian masalah tersebut. Makalah yang terkirim juga harus memenuhi standar penulisan dan disesuaikan dengan format yang telah ditentukan oleh panitia. Prosiding ini memuat makalah-makalah dikirimkan oleh pemakalah, setelah direview dan diputuskan untuk diterbitkan. Secara keseluruhan terdapat 23 makalah yang dapat diterbitkan tim prosiding ini dan menjalani editing oleh Tim editor BC 2012 yaitu Ida Susi Dewanti S.Sos,MSi, Eny Endah Pujiastuti S.Sos, MSi, Didik Indarwanta S.Sos,M.AB, Asih Marini Wulandari S.Sos,MSi, Humam Santoso S.Sos,M.AB, Sauptika Kancana, M.Si, Suratna, S.Sos, M.AB.

Tim editor menyampaikan ucapan terima kasih kepada Rektor UPN "Veteran" Yogyakarta, Para Wakil Rektor, Dekan, Wakil Dekan FISIP, para pejabat, pembicara, pemakalah, peserta seminar dan HMJ Program Studi Administrasi Bisnis yang telah berpartisipasi dan membantu penyelenggaraan acara sehingga dapat tersusun prosiding ini. Harapan kami prosiding ini dapat memberikan sumbangan pemikiran dan manfaat bagi dunia bisnis dan masyarakat.

Wassalamu'alaikum Warrahmatullahi Wabarakatuh

Yogyakarta, 6 Desember 2012  
Tim Editor

## DAFTAR ISI

Cover dalam	Halaman
Kata Pengantar	ii
Sambutan Ketua Program Studi	iii
Sambutan Rektor	iv
Daftar isi	vi
	vii

### MAKALAH:

No	Nama	Judul	Halaman
1.	Agus Budihardjo	Bisnis Rokok Dalam Penerimaan Negara	1-1
2.	Agus Ristono dan Ahmad Muhsin	Pengembangan Media Pembelajaran Tecnopreneurship melalui Perancangan Situs e-Commerce Autoduplicated Berteknologi Reseller dan Auto Responder	2-1
3.	Asih Marini Wulandari	Microfinance Syariah dan Pengembangan Usaha Mikro Kecil dan Menengah	3-1
4.	Edy Wahyudi	Transition Model of Highly Competitive Technology Acquisition of Small Business	4-1
5.	Eny Endah Pujiastuti dan R.Heru Kristanto HC	Human Capital, Social capital dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan (studi pada Bank Sleman)	5-1

6.	Heribertus Himawan, Hardiyani Fitria Hapsari	Implementasi Algoritma Apriori untuk Memotret Pola Belanja Konsumen di Toko A-Tiga	6-1
7.	Humam Santosa Utomo	Pemberdayaan Masyarakat melalui Pendekatan Sociopreneurship	7-1
8.	Indah Martati dan Suminto	Persepsi Masyarakat terhadap Kegiatan Tambang Batu bara di Kalimantan Timur	8-1
9.	Indah Widowati	Peran Perempuan dalam Mengembangkan Enterpreneur/Wirausaha (Kasus di KUB Maju Makmur Kec. Kejajar Kab. Wonosobo)	9-1
10.	Istiana Rahatmawati dan Purbudi Wahyuni	People Empowering sebagai Strategi Membangun Ketahanan Ekonomi dalam rangka Ketahanan Nasional (Studi pada Masyarakat Perbatasan)	10-1
11.	Isbandi Sutrisno	Peran Insider Communicator dalam Pengembangan Bisnis berbasis Ekowisata Kawasan Pantai Wedi Ombo Gunung Kidul Daerah Istimewa Yogyakarta	11-1
12.	Iva Rachmawati	Ketika Negara Terkooptasi SCR	12-1
13.	Khoirul Hikmah dan Shinta Heru Satoto	Relevansi Informasi Dividen, Laba dan Arus Kas pada Penilaian Perusahaan yang Bertumbuh dan Perusahaan yang tidak Bertumbuh : Pendekatan Exploratory Factor Analysis	13-1
14.	Lia Nirawati dan Siti Ning Farida	Meningkatkan Kinerja Industri Kecil Kopian melalui Keunggulan Bersaing	14-1
15.	Lita Yulita Fitriyani dan Wiwin Widiastuti	Pengaruh Komite Audit, Reputasi Auditor dan Leverage terhadap Manajemen Laba	15-1

16.	Lukmono Hadi	Relativisme :Tantangan Berat Etika Bisnis (Sebuah Penjelasan Melalui Pendekatan Konstruksi Sosial Realitas)	16-1
17.	Muh. Edy Susilo	Sosialisasi semangat Entrepreneurship berlandaskan Nilai-Nilai Islami	17-1
18.	Prayudi,	Analisis CSR sebagai Implementasi Praktek Etika Bisnis Perusahaan: Antara Kewajiban dan Kebutuhan	18-1
19.	Sri Issundari	Diplomasi Lingkungan dan Bisnis: Benturan antara Kepentingan Politik dan Ekonomi	19-1
20.	Sumarwoto	Peluang Bisnis beberapa Macam Produk Hasil Tanaman Iles Kuning di DIY melalui Kemitraan dan Teknik Budidaya	20-1
21.	Suratna dan Didik Indarwanta	Pengaruh Kelompok Rujukan Terhadap motivasi pengusaha UMKM untuk mengembangkan usaha	21-1
22.	Teguh Kismantoroadji	Menumbuhkembangkan Jiwa Wirausaha pada Birokrasi Kasus di BBP Barongan Kabupaten Bantul	22-1
23.	Widhy Tri Astuti	Pengaruh Orientasi Pasar terhadap Profitabilitas yang dimoderasi oleh Inovasi Produk pada UMKM	23-1

**RELEVANSI INFORMASI DIVIDEN, LABA DAN ARUS KAS PADA PENILAIAN  
PERUSAHAAN YANG BERTUMBUH DAN PERUSAHAAN YANG TIDAK BERTUMBUH :  
PENDEKATAN EXPLORATORY FACTOR ANALYSIS**

**Khoirul Hikmah  
Shinta Heru Satoto**

Program Studi Ilmu Manajemen, FE, UPN "Veteran" Yogyakarta  
Jl. SWK 104 Lingkar Utara Condong Catur Yogyakarta  
e-mail : [khoirulhikmah@gmail.com](mailto:khoirulhikmah@gmail.com) dan [shintaherusatoto@yahoo.com](mailto:shintaherusatoto@yahoo.com)

**Abstract**

*The purposes of this study were to provide an empirical evidence of valuation model relevancy using Investment Opportunity Set (IOS). This research used 68 firms that list on Indonesian Capital Market on 2008 until 2010 periods and grouping on firms that have high growth opportunities (high IOS) and firms that have low growth opportunities (low IOS). The valuation model were measure by dividend information, retained earning, and free cash flow. The empirical result showed that retained earning and dividend significantly influenced stock price, but free cash flow has no significantly influence on stock price. It also proved that investor used dividend yield and discounted cash flow model as the relevant valuation model on firm that have high growth opportunity. It could be because in Indonesian firms, the growth of the firms are not constant and the analysis of P/E ratio is not proper to use.*

*Keywords: Investment Opportunity Cost, dividend, retained earning, free cash flow, makalah, Seminar Nasional, BC2012*

**I. Pendahuluan**

Model penilaian (*valuation model*) dapat digunakan oleh investor sebagai informasi penting dalam pengambilan keputusan investasi yang tepat. Model penilaian dibagi menjadi dua pendekatan, yaitu *discounted cash flow technique* (DCF) dan *relative valuation technique* (Reilly dan Brown, 2000). DCF pada dasarnya adalah menilai saham dengan mengestimasi berdasarkan *present value* dari *cash flow* misalnya *dividen*, *operating cash flow* dan *free cash flow*. Sedangkan pada *relative valuation technique* salah satu pendekatan yang populer digunakan adalah *price-earning* (P/E) *ratio*. Suatu saham dikatakan bernilai jika memiliki prospek pada laba di masa yang akan datang. Kedua pendekatan tersebut sangat penting bagi seorang investor dalam pembuatan keputusan investasi.

Model penilaian yang berdasarkan pada informasi akuntansi menunjukkan bahwa ekuitas berhubungan dengan: (1) *accounting earnings* (Ball dan Brown, 1968), (2) ukuran neraca dari aset, dan kewajiban (Landsman, 1986; Barth, 1991; Shevlin



1991), atau (3) laba dan nilai buku (Burgstahler dan Dichev, 1997). Model penilaian berdasarkan laba dan nilai buku didasarkan pada argumentasi bahwa dalam kondisi realistis, di mana terdapat pasar tidak sempurna, sistem akuntansi dapat memberikan informasi mengenai nilai buku dan laba sebagai komponen pelengkap dari nilai ekuitas. Ohlson (1995) menunjukkan bahwa harga sebagai suatu fungsi linier dari nilai buku dan *abnormal earnings*. Dari model tersebut, komponen laba dapat didekomposisi menjadi dividen dan laba ditahan (Rees, 1997). Hasilnya adalah model penilaian yang menghubungkan ekuitas dengan dividen, laba ditahan dan nilai buku.

Model penilaian yang dominan digunakan oleh para analis adalah *price-earning (P/E) ratio*. Barker (1999) memperlihatkan bahwa relevansi nilai *earning* dan dividen bervariasi menurut masing-masing sektor industri. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti dari dependensi industri pada preferensi analis antara model penilaian *dividend yield* dan *P/E ratio*. Pilihan pendekatan mana yang akan digunakan sangat penting, karena akan menentukan spesifikasi dan interpretasi model ekonometri dari harga, laba dan dividen.

Kester (1984) dan Piwdyck (1988) menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara nilai pasar ekuitas dengan kesempatan bertumbuh (*growth opportunity*). Penelitian ini akan melihat pendekatan mana yang lebih memiliki relevansi nilai pada perusahaan dengan mengelompokkan perusahaan menjadi perusahaan yang bertumbuh dan perusahaan yang tidak bertumbuh dengan menggunakan proksi *Investment Opportunity Set (IOS)*. IOS yang tinggi mencerminkan perusahaan memiliki pertumbuhan tinggi, yang berarti bahwa perusahaan memiliki lebih banyak pilihan investasi dengan *Net Present Value (NPV)* positif dan sebaliknya.

Gaver dan Gaver (1995), serta Kallapur dan Trombley (1999) menunjukkan bahwa perusahaan yang tidak bertumbuh cenderung untuk membayar dividen dalam jumlah lebih besar dibanding perusahaan yang bertumbuh, sedangkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi lebih cenderung menggunakan dana internal, yaitu laba ditahan (*retained earning*) untuk membiayai pertumbuhannya. Sebagai akibatnya, perusahaan akan membayar dividen yang lebih kecil (Barclay dan Smith, 1995). Penelitian Belkaoui dan Picur (2001) menunjukkan bahwa pada perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam kelompok tidak bertumbuh (IOS rendah), maka dividen mempunyai nilai relevansi yang lebih besar dibandingkan laba. Ini berarti



model *dividend yield* lebih tepat untuk menilai perusahaan yang memiliki IOS rendah. Sementara bagi perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam kategori bertumbuh (IOS tinggi), maka baik laba ditahan maupun dividen mempunyai relevansi nilai, yang mana laba mempunyai relevansi yang lebih tinggi dari pada dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa *P/E ratio* lebih mempunyai relevansi nilai.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali informasi mana diantara dividen, laba dan arus kas yang lebih memiliki relevansi nilai pada penilaian perusahaan yang bertumbuh dan tidak bertumbuh di Indonesia. Selain itu juga untuk menyelidiki model penilaian (**model penilaian *dividend yield* atau *P/E ratio***) mana yang tepat digunakan oleh investor, berkaitan dengan penilaian perusahaan yang bertumbuh dan tidak bertumbuh. Penelitian ini tidak secara langsung menguji pendekatan *dividend yield* atau *P/E ratio*, tetapi pengujian dilakukan melalui proksi informasi dividen dan laba ditahan (*retained earning*). Di samping itu, variabel arus kas (*cash flow*) akan dimasukkan sebagai informasi tambahan selain dividen dan laba. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan dalam hal pengambilan keputusan investasi, terutama sebelum investor menginvestasikan dana ke perusahaan tertentu dan dalam mengevaluasi keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk menggunakan model penilaian yang lebih tepat.

## II. KAJIAN PUSTAKA

### 2.1. Model Penilaian

Model penilaian dapat digunakan oleh investor sebagai informasi penting dalam pengambilan keputusan investasi yang tepat. Berbagai macam teknik yang dikembangkan dalam menilai saham bermuara pada dua pendekatan utama di dalam model penilaian, yaitu: (1) *discounted cash flow technique* (DCF), di mana nilai saham diestimasi berdasarkan pada *present value* dari *cash flow* termasuk di dalamnya adalah dividen, *operating cash flow* dan *free cash flow*; dan (2) *relative valuation technique*, di mana nilai saham diestimasi berdasarkan harga relatif pada saat tertentu terhadap variabel-variabel yang dianggap relevan di dalam penilaian, misalnya *earnings*, *cash flow*, *book values*, dan *sales* (Reilly dan Brown, 2000). Kedua pendekatan tersebut dan teknik-teknik penilaian yang lain dipengaruhi oleh 2 faktor. Pertama, adalah pengaruh *required rate of return* (tingkat pengembalian minimum



yang dapat diterima) yang ditetapkan oleh investor dengan mempertimbangkan risiko maupun pengembalian yang dapat tersedia atas investasi lain. Kedua, adalah pengaruh tingkat pertumbuhan (*growth rate*) yang diharapkan seperti dividen, *earning*, *cash flow* atau *sales* seperti yang diprediksikan oleh investor (Brigham dan Gapenski, 2000).

Penentuan nilai saham dengan model DCF pada dasarnya dilakukan dengan mendiskontokan semua aliran kas (*cash flow*) yang diharapkan di masa datang dengan tingkat diskonto sebesar tingkat *return* yang disyaratkan investor (*k*). Sementara penilaian dengan menggunakan ukuran neraca perusahaan untuk menggambarkan pengaruh-pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, mengasumsikan bahwa dengan mengukur aset dan kewajiban dari perusahaan, yang bersangkutan dapat memberikan gambaran terhadap hasil-hasil aktivitas di masa depan yang diharapkan. Model *discounted cash flow* atau *dividend yield* digunakan untuk mendiskontokan semua aliran kas yang diharapkan di masa datang dengan tingkat diskonto sebesar tingkat *return* yang disyaratkan investor.

## 2.2. Relevansi Nilai *P/E ratio* dan *Dividend yield*

Aharony dan Swary (1980), dan Benartzi, Michaely dan Thaler (1997) telah melakukan pengujian apakah perubahan dividen mengandung informasi. Sedangkan, Brooks (1996), Krinsky dan Lee (1996), Strong dan Walker (1993), telah melakukan pengujian mengenai kandungan informasi laba. Menurut Barker (1999), studi tersebut tidak dapat mengenali secara eksplisit "mekanisme ekuilibrium" (*equilibrium mechanism*) karena analisis sekuritas menerjemahkan nilai relevansi informasi dengan melihat perubahan harga pasar. Gambaran utama dari mekanisme ekuilibrium merupakan *practical choice* yang dibuat oleh analisis di antara pilihan model penilaian, apakah mereka mempunyai preferensi untuk menilai saham dengan menggunakan *P/E ratio*, atau apakah mereka lebih menyukai *dividen yield* sebagai alternatif model penilaian. Pilihan di antara model penilaian merupakan pertimbangan secara langsung dengan cara di mana analisis memperoleh dan mengevaluasi informasi di dalam menentukan harga saham (Barker, 1999).

Penelitian Atmini (2001) menunjukkan bahwa nilai pasar ekuitas perusahaan yang berada pada tahap *growth* dipengaruhi oleh laba dan arus kas dari aktivitas pendanaan. Laba berkorelasi positif dengan nilai pasar ekuitas, demikian pula arus



kas dari aktivitas pendanaan. Arus kas dari aktivitas operasi dan arus kas dari aktivitas investasi tidak berkorelasi dengan nilai pasar ekuitas. Secara umum, penelitian ini memberikan bukti bahwa siklus hidup perusahaan mempengaruhi *incremental value-relevance*, di mana arus kas mempunyai *value-relevance* pada tahap *growth* sedangkan laba mempunyai *value-relevance* pada tahap *mature*.

H<sub>1</sub>: Terdapat pengaruh antara dividen dan harga saham.

H<sub>2</sub>: Terdapat pengaruh antara laba dan harga saham.

H<sub>3</sub>: Terdapat pengaruh antara *cash flow* dan harga saham.

### 2.3. Investment Opportunity Set (IOS)

Nilai dari IOS perusahaan tergantung pada faktor-faktor spesifik perusahaan dan faktor-faktor spesifik industri. Chung dan Charoenwong (1991) mengatakan bahwa faktor-faktor seperti *barriers to entry* dan *product life-cycles* juga mempengaruhi IOS. Perusahaan membuat investasi yang bisa meningkatkan *barriers to entry* (misalnya substitusi modal tenaga kerja untuk mencapai skala ekonomi). *Product life cycles* yang pendek berarti produk yang dihasilkan menjadi produktif sehingga investasi di bidang *research and development* bisa membawa perusahaan meningkatkan keunggulan kompetitifnya.

Masalah *cash flow* akan terjadi pada perusahaan dengan IOS rendah. Menurut Myers (1977) peluang investasi mempunyai 2 karakteristik yang penting: (1) IOS merepresentasikan proyek dengan *net present value* yang positif, dan (2) nilai IOS tergantung pada kebijakan pengeluaran di masa yang akan datang. Manajer pada perusahaan *low growth* mempunyai insentif untuk bertumbuh di luar batas kemampuannya (dengan harapan akan meningkatkan laba sehingga kompensasi yang mereka terima juga akan lebih besar) dengan melakukan investasi pada proyek-proyek dengan NPV negatif. Investasi semacam ini akan dinilai negatif oleh pasar. Pada perusahaan dengan IOS tinggi, yaitu perusahaan dengan proyek yang bernilai sekarang positif, investasi akan ditanggapi positif oleh pasar. Hal ini disebabkan karena investasi diharapkan akan menghasilkan laba dan *cash flow* di masa yang akan datang, yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Dengan demikian penilaian pasar terhadap *cash flow* seharusnya tergantung pada level IOS. Investasi oleh perusahaan dengan level IOS tinggi (*high growth firms*) akan dinilai positif dari



pada investasi yang dilakukan oleh perusahaan dengan level IOS yang rendah (*low growth firms*) (Dewanti, 2002).

Barclay dan Smith (1995) menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi lebih cenderung menggunakan dana internal, yaitu laba ditahan (*retained earning*) untuk membiayai pertumbuhannya. Sebagai akibatnya, perusahaan akan membayar dividen yang lebih kecil. Pemilihan laba ditahan sebagai pendanaan ini merupakan upaya untuk menghindari biaya transaksi yang muncul apabila perusahaan harus menggunakan dana eksternal.

Gaver dan Gaver (1995), serta Kallapur dan Trombley (1999) menunjukkan bahwa perusahaan yang tidak bertumbuh cenderung untuk membayar dividen dalam jumlah lebih besar dibanding perusahaan yang bertumbuh. Dengan demikian dividen diharapkan akan memiliki relevansi nilai yang lebih besar untuk perusahaan yang tidak bertumbuh. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi berarti mempunyai peluang investasi yang semakin tinggi pula. Guna membiayai investasi tersebut, dibutuhkan dana yang semakin besar. Dana bisa diperoleh dari sumber dana internal dan eksternal. Apabila dana yang dipergunakan berasal dari sumber dana eksternal maka risikonya akan lebih besar dibandingkan penggunaan dana internal (Kallapur dan Trombley, 2001).

Pada perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam kelompok tidak bertumbuh (IOS rendah), dividen mempunyai nilai relevansi yang lebih besar dibandingkan laba, yang berarti model *dividend yield* lebih tepat untuk menilai perusahaan yang memiliki IOS rendah (Belkaoui dan Picur, 2001). Sementara bagi perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam kategori bertumbuh (IOS tinggi), maka baik laba ditahan maupun dividen mempunyai relevansi nilai, yang mana laba mempunyai relevansi yang lebih tinggi daripada dividen, sehingga hal ini mengindikasikan bahwa *P/E ratio* lebih mempunyai relevansi nilai.

**H<sub>4</sub>: Perusahaan dengan IOS tinggi mempunyai relevansi nilai dari dividen yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan IOS rendah.**

**H<sub>5</sub>: Informasi *cash flow* memiliki relevansi nilai untuk perusahaan dengan IOS tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan IOS rendah.**



H<sub>6</sub>: Perusahaan dengan IOS rendah mempunyai relevansi nilai dari laba ditahan yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan IOS tinggi.

### III. METODE PENELITIAN

#### 3.1. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 31 Desember dari tahun 2008 sampai tahun 2010. Sampel yang digunakan adalah seluruh perusahaan yang bukan merupakan institusi keuangan (perbankan, sekuritas, dan asuransi). Alasan pemilihan sampel ini adalah bahwa perusahaan jenis industri perbankan dan keuangan mempunyai banyak aturan yang mengikatnya sehingga dasar pembuatan keputusan perusahaan akan berbeda dengan perusahaan publik lainnya. Sehingga pemilihan sampel ini untuk menghindari adanya pengaruh regulasi yang dapat mempengaruhi variabel penelitian (Gaver dan Gaver, 1993). Berdasarkan desain tersebut maka diperoleh 68 perusahaan sebagai sampel penelitian.

#### 3.2. Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan *exploratory factor analysis* untuk mengetahui jumlah minimum faktor yang dapat digunakan untuk mengobservasi korelasi dan sebagai eksplorasi untuk menyaring variabel. *Measurement model* yang digunakan untuk mengukur faktor dengan mengaitkannya dengan variabel proksi yang dapat diobservasi dirumuskan sebagai berikut:

$$X = \beta\Gamma + E$$

di mana  $X$  merupakan matriks dari variabel proksi independen,  $\Gamma$  merupakan vektor dari faktor yang tidak dapat diobservasi,  $\beta$  merupakan *factor loading*, dan  $E$  adalah vektor *error terms*.

Penentuan perusahaan bertumbuh atau tidak bertumbuh diproksikan dengan menggunakan nilai IOS. Rasio yang digunakan untuk mengukur nilai IOS adalah:

1. Proksi berbasis harga saham
  - a. Rasio *Market to book value asset* (MVABVA)



Dihitung dengan cara total aktiva dikurangi total ekuitas ditambah dengan jumlah saham beredar dikalikan harga penutupan saham kemudian dibagi dengan total aktiva. Rasio MVABVA dirumuskan sebagai berikut:

$$\frac{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Penutupan Saham})}{\text{Total Aset}}$$

b. Rasio *market to book value equity* (MVEBVE)

Rasio ini mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan akan lebih besar dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. Rasio MVEBVE dirumuskan sebagai berikut:

$$\frac{\text{Lembar Saham Beredar} * \text{closing price}}{\text{Total Ekuitas}}$$

c. Rasio *firm value to book value of property, plant and equipment* (VPPE)

Rasio ini dapat menunjukkan adanya investasi aktiva tetap yang produktif. Rasio ini dapat menunjukkan investasi masa lalu pada PPE yang ditunjukkan sebagai *assets-in-place*. Nilai perusahaan lebih besar dari PPE menunjukkan bahwa perusahaan ini memiliki potensi investasi. Rasio VPPE dirumuskan sebagai berikut:

$$\frac{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} * \text{H arg a Penutupan Saham})}{\text{Aktiva Tetap Net}}$$

2. Proksi berbasis investasi

Proksi berbasis investasi ini dibentuk dengan menggunakan rasio dengan membandingkan ukuran investasi pada ukuran aset yang telah dimiliki atau dengan hasil operasi yang dihasilkan dengan aset yang dimiliki. Proksi IOS berbasis investasi yang digunakan di dalam penelitian ini adalah:

a. Rasio *capital expenditure to book value asset* (CAPBVA)

$$\frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_{t-1}}{\text{Total Aset}}$$

b. Rasio *capital expenditure to market value asset* (CAPMVA)

$$\frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_{t-1}}{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} * \text{H arg a Penutupan Saham})}$$

Faktor yang diperoleh diharapkan berasal dari satu atau lebih variabel-variabel yang telah disebutkan di atas. Indeks faktor yang diperoleh kemudian diurutkan dari yang



tertinggi sampai yang terendah. Empat puluh persen indeks tertinggi merupakan perusahaan dengan IOS tinggi dan 40% indeks terendah merupakan perusahaan dengan IOS rendah (Gaver dan Gaver, 1993). Sampel yang terletak di tengah (sebesar 20%) dihilangkan karena dianggap tidak ekstrim mencerminkan kriteria perusahaan dengan IOS tinggi dan IOS rendah.

### 3.3. Metode Analisis

Model yang dikembangkan untuk menguji  $H_1$  dan  $H_2$  adalah sebagai berikut:

$$P_{it} = a_0 + b_1BV_{it-1} + b_2RE_{it} + b_3DV_{it} + e_{it} \dots\dots\dots(3.1)$$

Permasalahan yang dihadapi apabila menggunakan model penilaian di atas adalah apabila *earning* tidak bisa mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Hal ini dikarenakan adanya perbedaan asumsi-asumsi yang digunakan di dalam pembuatan laporan keuangan, misalnya *historical costs*, metode akrual, *conservatism*, dan lain-lain, sehingga di sini terdapat kemungkinan *earning* tidak dapat menunjukkan keadaan ekonomi perusahaan yang sesungguhnya (Beaver, 1998).

Alternatif proksi lain yang dapat memberikan informasi tentang kondisi ekonomi perusahaan adalah informasi arus kas. Informasi arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas. Informasi ini juga meningkatkan daya banding pelaporan kinerja operasi berbagai perusahaan karena dapat meniadakan pengaruh penggunaan perlakuan akuntansi yang berbeda terhadap transaksi dan peristiwa yang sama (IAI, 1996). Analisis berbasis arus kas dapat menggunakan pendekatan arus kas total yang dibagi menjadi tiga komponen, yaitu *operating*, *investing*, dan *financing*. White *et al* (1996) mengemukakan bahwa *free cash flow* (FCF) merupakan pendekatan potensial yang dapat digunakan untuk menjawab permasalahan tersebut. Variabel FCF dimasukkan ke dalam model persamaan pertama dengan harapan FCF dapat memberikan tambahan informasi.

Model yang digunakan untuk menguji  $H_3$  adalah sebagai berikut:

$$P_{it} = a_0 + b_1BV_{it-1} + b_2RE_{it} + b_3DV_{it} + b_4FCF_{it} + e_{it} \dots\dots\dots(3.2)$$

Hipotesis 3 diterima apabila koefisien IOS DV bernilai negatif dan signifikan. Hal ini akan lebih memperkuat bukti bahwa relevansi nilai dividen lebih rendah untuk perusahaan yang bertumbuh daripada perusahaan tidak bertumbuh, yang



berarti bahwa terdapat perbedaan relevansi nilai dari dividen untuk perusahaan yang bertumbuh dan tidak bertumbuh.

Untuk menguji hipotesis H<sub>4</sub>, H<sub>5</sub>, dan H<sub>6</sub>, model persamaan regresi (3.1) dan (3.2) di atas digunakan secara terpisah masing-masing untuk perusahaan-perusahaan yang masuk kategori IOS tinggi dan IOS rendah. Untuk lebih memperdalam analisis, digunakan model dengan menggunakan pendekatan interaksi, dengan IOS sebagai *dummy variable*. Model ini digunakan untuk menguji relevansi peran dividen, laba ditahan dan arus kas terhadap pertumbuhan perusahaan. Model yang digunakan dirumuskan sebagai berikut:

$$P_{it} = a + bIOS_{it} + cBV_{it-1} + dRE_{it} + eIOS_{it}RE_{it} + fDV_{it} + gIOS_{it}DV_{it} + hFCF_{it} + iIOS_{it}FCF_{it} + eit \dots\dots\dots(3.3)$$

Pengukuran variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$P_{it}$  = Harga penutupan saham untuk perusahaan i pada tahun t.

$BV_{it-1}$  = Nilai buku per lembar saham tahun sebelumnya untuk perusahaan i

$RE_{it}$  = Laba ditahan per lembar saham untuk perusahaan i pada tahun t.

$DV_{it}$  = Dividen per lembar saham untuk perusahaan i pada tahun t.

$IOS_{it}$  = Variabel *dummy*, akan bernilai satu untuk perusahaan dengan kategori IOS tinggi dan nol untuk perusahaan dengan kategori IOS rendah.

$FCF_{it}$  = *Free Cash Flow* per lembar saham untuk perusahaan i pada tahun t. Diperoleh dengan menggunakan rumus:

$$FCF = (NOPAT + Depresiasi) - \Delta \text{ investasi}$$

H<sub>4</sub> dan H<sub>5</sub> akan diterima apabila koefisien regresi  $IOS_{it}DV_{it}$  (g) dan  $IOS_{it}CF_{it}$  (i) bernilai positif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan sistematis antara harga saham dengan dividen dan *cash flow* untuk perusahaan yang bertumbuh. Dengan demikian terdapat relevansi informasi *cash flow* dan dividen yang pada akhirnya mengindikasikan penggunaan model *dividend yield*.

Sedangkan H<sub>6</sub> akan diterima apabila koefisien regresi  $IOS_{it}RE_{it}$  (e) bernilai negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa relevansi laba ditahan lebih rendah untuk perusahaan yang bertumbuh daripada perusahaan yang tidak bertumbuh, berarti terdapat perbedaan relevansi nilai dari laba ditahan antara



perusahaan yang bertumbuh dan perusahaan yang tidak bertumbuh, yang mengindikasikan penggunaan *P/E ratio*.

#### IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

##### 4.1. Penentuan Faktor Untuk Perusahaan dengan IOS tinggi dan IOS rendah

Tabel 1 menunjukkan nilai *measure of sampling adequacy* (MSA) untuk setiap proksi IOS yang digunakan. Apabila nilai MSA kurang dari 0,5 maka proksi tersebut harus dikeluarkan karena variasi sampling tidak mencukupi untuk menjelaskan analisis faktor.

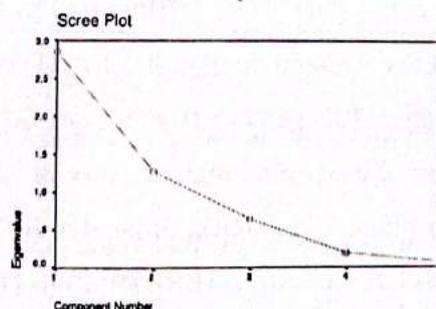
Tabel 1  
Pemilihan proksi dengan menggunakan kriteria MSA

Proksi IOS	Base model MSA
MVEBVE	0,561
VPPE	0,956
CAPBVA	0,543
CAPMVA	0,574
MVABVA	0,536

Berdasarkan tabel 1 terlihat bahwa semua proksi IOS mempunyai nilai MSA lebih besar dari 0,5 sehingga semua proksi tersebut sebenarnya bisa digunakan untuk mengklasifikasikan perusahaan.

*Scree plot* digunakan untuk menyelidiki jumlah faktor yang digunakan. Dari gambar 1 diperoleh 2 faktor berdasarkan *rule of thumb* Kaiser, yaitu nilai *eigenvalue* harus lebih besar atau sama dengan satu

Gambar 1  
*Scree plot*



Untuk lebih mempertegas jumlah faktor yang digunakan, peneliti menggunakan metode rotasi *varimax* untuk memperoleh *factor loading* yang disajikan pada tabel 2



Tabel 2  
*Varimax rotated factor loading pattern*

	Faktor 1	Faktor 2
MVEBVE	0,944	-0,096
VPPE	0,624	-0,294
CAPBVA	-0,324	0,891
CAPMVA	-0,0641	0,956
MVABVA	0,950	-0,135
Eigenvalues	2,845	1,269
% of variation	56,909	25,384
Cumulative %	56,909	82,293

Karena sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 408, maka *factor loading* yang digunakan adalah *factor loading* yang mempunyai nilai lebih dari 0,3 untuk memenuhi persyaratan interpretasi (Hair, 1996). Diperoleh 2 faktor sebagai penentu proksi untuk perusahaan dengan IOS tinggi dan IOS rendah. Faktor satu berkaitan dengan proksi IOS berbasis harga saham (MVEBVE, VPPE, MVABVA) dengan *Loading* MVEBE, VPPE, dan MVABVA mempunyai nilai tinggi, yaitu 0,944, 0,624 dan 0,95. Faktor kedua berkaitan dengan proksi IOS berbasis investasi yaitu CAPBVA dan CAPMVA dengan *loading* masing-masing proksi IOS sebesar 0,891 dan 0,956.

Dengan demikian, penentuan perusahaan sebagai kelompok bertumbuh atau tidak tumbuh didasarkan pada indeks faktor satu (proksi IOS berbasis harga saham) karena faktor satu mampu menerangkan 56,909% variasi data sementara faktor 2 hanya mampu menerangkan 25,384%. *Factor scores* yang diperoleh dari 3 variabel tersebut digunakan sebagai faktor untuk mengklasifikasikan perusahaan dengan mengurutkan nilai *factor scores* dari yang tertinggi sampai yang terendah. 40% indeks tertinggi merupakan perusahaan dengan IOS tinggi dan 40% indeks terendah merupakan perusahaan dengan IOS rendah (Gaver dan Gaver, 1993). Sampel yang terletak di tengah (sebesar 20%) dihilangkan karena dianggap tidak ekstrim mencerminkan kriteria perusahaan dengan IOS tinggi dan IOS rendah.

#### 4.2. Hasil Pengujian Pengaruh Laba Ditahan (RE), Dividen (DV) dan *Free Cash Flow* (FCF) terhadap Harga saham Tahun

Hasil pengujian pengaruh laba ditahan (RE), dividen (DV) dan *Free Cash Flow* (FCF) terhadap harga saham disajikan pada tabel berikut.



Tabel 3  
Pengaruh Laba Ditahan (RE), Dividen (DV) dan *Free Cash Flow* (FCF) terhadap Harga  
saham Tahun 2008-2010 dengan menggunakan persamaan:

$$(3.1) P_{it} = a_0 + b_1BV_{it-1} + b_2RE_{it} + b_3DV_{it} + eit$$

$$(3.2) P_{it} = a_0 + b_1BV_{it-1} + b_2RE_{it} + b_3DV_{it} + b_4FCF_{it} + eit$$

Persamaan Regresi	BV	RE	DV	FCF
<b>Tahun 2008</b>				
(3.1)	0,09223 (2,383)**	0,111 (1,358)	0,3401 (1,438)	
(3.2)	0,09125 (2,358)**	0,155 (1,683)*	3,391 (1,435)	-0,0557E (-1,038)
<b>Tahun 2009</b>				
(3.1)	0,128 (1,011)	0,155 (2,533)**	2,311 (1,997)**	
(3.2)	0,129 (1,015)	0,154 (2,504)**	2,319 (1,997)**	0,0009193 (0,565)
<b>Tahun 2010</b>				
(3.1)	0,321 (1,134)	0,159 (1,669)*	2,887 (3,202)***	
(3.2)	0,358 (1,222)	0,174 (1,742)*	2,883 (3,19)***	-0,032 (-0,515)
<b>Pool</b>				
(3.1)	0,106 (2,405)**	0,169 (3,926)***	1,050 (1,334)**	
(3.2)	0,106 (2,402)**	0,168 (3,895)***	1,052 (1,335)**	0,001041 (0,472)

Nilai buku (BV) menunjukkan hasil positif signifikan pada tahun 2008, baik dengan regresi yang menggunakan dividen sebagai variabel independen maupun dalam regresi yang menggunakan dividen dan FCF sebagai variabel independen. Sedangkan pada tahun 2009 dan 2010 diperoleh hasil yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pada tahun 2008 investor menganggap nilai buku mampu memberikan informasi mengenai nilai pasar (*market value*) perusahaan, sedangkan tahun 2009 dan tahun 2010 investor tidak menganggap nilai buku mengandung informasi. Kemungkinan ini disebabkan karena investor melakukan penilaian terhadap perusahaan dengan menggunakan informasi yang didapat dari data-data akuntansi.

Hasil pengujian terhadap laba ditahan menunjukkan bahwa laba ditahan berpengaruh positif signifikan, baik dengan regresi yang menggunakan dividen sebagai variabel independen maupun dalam regresi yang menggunakan dividen dan FCF sebagai variabel independen. Akan tetapi pada tahun 2008 menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hal yang sama juga ditunjukkan oleh variabel dividen. Dividen



menunjukkan signifikansi untuk tahun 2009, 2010 maupun *pool*, akan tetapi tahun 2008 tidak signifikan. Ini berarti bahwa investor pada tahun 2008 tidak memperhatikan besarnya dividen karena pada tahun tersebut pasar modal Indonesia mulai membuka diri bagi pemodal asing. Seperti dikutip dari BEI dan *JSX monthly*, persentase saham yang dimiliki oleh pemodal asing cenderung meningkat. Hal ini menyebabkan investor mempunyai banyak pilihan, apakah menunggu pembayaran dividen atau mendapatkan *capital gain*. Sehingga dapat dikatakan bahwa laba ditahan dan dividen mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga saham.

Pengujian terhadap FCF menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Ini menunjukkan bahwa masalah aliran kas bebas (FCF) di Indonesia belum mendapat perhatian oleh investor. Mungkin pada periode waktu tersebut perusahaan-perusahaan belum mengumumkan aliran kas bebas secara eksplisit.

#### **4.3. Hasil Pengujian Pengaruh RE, DV dan FCF terhadap harga saham antara perusahaan IOS tinggi versus IOS rendah**

Berdasarkan tabel 4, untuk tahun 2008 dan tahun 2009 terlihat bahwa koefisien regresi dividen untuk perusahaan IOS tinggi bernilai lebih besar dan berpengaruh positif signifikan dibandingkan koefisien regresi dividen untuk perusahaan IOS rendah. Hal ini ditunjukkan pada hasil regresi yang menggunakan laba ditahan sebagai variabel independen maupun pada hasil regresi yang menggunakan laba ditahan dan FCF sebagai variabel independen. Sementara koefisien FCF bernilai lebih besar untuk perusahaan IOS tinggi akan tetapi tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa investor sudah tepat di dalam menggunakan model penilaian. Ini bisa dilihat dari nilai koefisien regresi dividen untuk perusahaan IOS tinggi yang jauh lebih besar dibandingkan nilai koefisien regresi dividen untuk perusahaan IOS rendah. Namun pada tahun 2010, nilai koefisien dividen menunjukkan hasil tidak signifikan. Kemungkinan investor sudah mulai memanfaatkan informasi *cash flow* untuk melakukan penilaian karena variabel FCF menunjukkan hasil signifikan ketika dilakukan regresi bersama-sama antara laba ditahan dan dividen sebagai variabel independen.



Tabel 4  
Pengaruh RE, DV dan FCF terhadap harga saham antara perusahaan IOS tinggi versus IOS rendah tahun 2008-2010 dengan menggunakan persamaan:  
(3.1)  $P_{it} = a_0 + b_1BV_{it-1} + b_2RE_{it} + b_3DV_{it} + eit$   
(3.2)  $P_{it} = a_0 + b_1BV_{it-1} + b_2RE_{it} + b_3DV_{it} + b_4FCF_{it} + eit$

Persamaan Regresi Tahun 2008	Perusahaan kategori IOS tinggi			Perusahaan kategori IOS rendah		
	RE	DV	FCF	RE	DV	FCF
(3.1)	1,187 (1,418)	21,436 (3,346)***		0,281 (5,599)***	0,981 (0,699)	
(3.2)	1.162 (1.387)	23.315 (3.490)***	-0.502 (-1.003)	0.315 (5.568)***	0.962 (0.689)	-0,0386 (-1.26)
Persamaan Regresi Tahun 2009	Perusahaan kategori IOS tinggi			Perusahaan kategori IOS rendah		
	RE	DV	FCF	RE	DV	FCF
(3.1)	2,457 (3,163)***	10,496 (2,107)**		0,255 (8,003)***	1,785 (3,006)*	
(3.2)	2.159 (2.209)**	10.505 (2.092)**	0.336 (0.51)	0.256 (7.923)***	1.784 (2.975)*	- 0,000168 (-0.204)
Persamaan Regresi Tahun 2010	Perusahaan kategori IOS tinggi			Perusahaan kategori IOS rendah		
	RE	DV	FCF	RE	DV	FCF
(3.1)	2,472 (1,903)*	1,218 (0,358)		0,254 (7,401)***	0,361 (0,990)	
(3.2)	2.223 (1.725)*	-5.377 (-1.045)	1.561 (1.693)*	0.271 (7.911)***	0.303 (0.851)	-0,048 (-2.196)**
Persamaan Regresi Pooled	Perusahaan kategori IOS tinggi			Perusahaan kategori IOS rendah		
	RE	DV	FCF	RE	DV	FCF
(3.1)	1,851 (2,390)**	17,161 (3,039)***		0,284 (13,335)***	0,804 (2,382)**	
(3.2)	1.589 (1.970)*	16.224 (2.847)***	0.575 (1.150)	0.285 (13.277)***	0.804 (2.373)**	-0,000219 (-0.234)

Secara umum koefisien regresi dividen untuk IOS tinggi bernilai lebih besar, berpengaruh positif dan signifikan dibandingkan perusahaan dengan IOS rendah, baik untuk persamaan regresi 3.1 maupun 3.2. Sementara koefisien regresi FCF walaupun bernilai lebih besar akan tetapi menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Dividen untuk perusahaan dengan IOS rendah menunjukkan signifikansi yang berbeda-beda. Nampaknya investor melakukan pertimbangan tersendiri terhadap kebijakan dividen yang diberikan perusahaan. Menurut Wibowo dan Indriantoro (2002), pengumuman pembagian dividen, walaupun lebih besar, dapat dianggap sebagai sinyal bahwa perusahaan sedang mengalami kerugian dan kekurangan kas.

Koefisien regresi untuk laba ditahan ternyata menunjukkan hasil yang berkebalikan dengan yang diharapkan. Koefisien regresi RE baik untuk perusahaan IOS tinggi maupun IOS rendah sama-sama menunjukkan hasil yang positif signifikan, di mana koefisien regresi RE untuk perusahaan IOS tinggi bernilai lebih besar dibandingkan perusahaan IOS rendah, baik untuk regresi tiap tahun (2008, 2009,



2010) maupun secara *pool*. Akan tetapi, bila dilihat tingkat signifikansinya, nilai koefisien regresi laba ditahan untuk perusahaan IOS rendah menunjukkan tingkat signifikansi yang konsisten pada level 1%, sementara untuk perusahaan IOS tinggi menunjukkan signifikansi yang berubah-ubah. Hal ini mengimplikasikan bahwa investor sebenarnya sudah sesuai dengan teori di dalam melakukan penilaian akan tetapi koefisien regresi laba ditahan bernilai kecil baik untuk perusahaan IOS tinggi maupun IOS rendah. Hal ini mengindikasikan bahwa investor memandang ketersediaan dana untuk kegiatan operasi perusahaan dalam bentuk laba ditahan sebagai hal terpenting untuk kedua kelompok perusahaan ini. Sehingga dapat disimpulkan bahwa laba ditahan dan dividen, yang merupakan komponen *earning*, dipandang mengandung informasi mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Dari pengujian ini dapat dikatakan bahwa investor Indonesia di dalam melakukan penilaian sebenarnya sudah sesuai dengan teori akuntansi yang menekankan bahwa *earning* memiliki kandungan informasi (Beaver, 1998). Hasil analisis nampak bahwa investor Indonesia memandang laba sebagai sumber informasi yang digunakan untuk mengambil keputusan investasi. Dengan demikian, investor Indonesia memandang bahwa *earning* memiliki kandungan informasi mengenai kemampuan perusahaan untuk membayar dividen di masa yang akan datang.

Hal menarik yang perlu dicermati adalah adanya peningkatan kesadaran investor terhadap FCF dengan adanya peningkatan signifikansi. Hasil ini mengindikasikan bahwa Investor mulai menunjukkan proses belajar, terutama dipicu dengan dikeluarkannya Standar Akuntansi Keuangan (SAK) dan melalui Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) no. 2 yang menyatakan bahwa perusahaan harus menyusun laporan arus kas dan harus menyajikan laporan tersebut sebagai bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan untuk setiap periode penyajian laporan keuangan. Sedangkan untuk perusahaan dengan IOS rendah, FCF cenderung menunjukkan pengaruh negatif. Menurut Atmini (2001) dan Black (1998), pada perusahaan yang berada pada tahap pertumbuhan rendah (*mature*), apabila tidak melakukan tindakan apapun, tingkat penjualan akan semakin merosot, perusahaan mengalami kerugian, dan selanjutnya kehancuran. Akan tetapi, jika perusahaan



melakukan investasi pada lini produk baru atau melakukan akuisisi eksternal, misalnya, perusahaan kemungkinan dapat mempertahankan posisinya pada tahap *mature* dan menunda untuk masuk pada tahap *decline*. Oleh karena itu, investor lebih memperhatikan informasi arus kas untuk menilai prospek perusahaan di masa depan, apakah masih dapat bertahan pada tahap *mature* ataukah sudah menuju ke penurunan.

Baridwan (1997) menyatakan bahwa pengungkapan informasi arus kas ternyata memberikan nilai tambah bagi para pemakai laporan keuangan. Oleh karena itu, informasi arus kas perlu diungkapkan terpisah. Implikasinya adalah perlunya informasi arus kas bagi pemakai laporan keuangan.

Untuk mengetahui *magnitude* dari variabel laba ditahan (RE), dividen (DV) dan *free cash flow* (FCF) sehingga dapat diketahui relevansi peran dividen, laba ditahan dan *cash flow* terhadap pertumbuhan perusahaan dilakukan pengujian dengan *pooled regression* terhadap semua data yang digunakan untuk pengujian sebelumnya.

Tabel 5

Hasil analisis regresi dengan menggunakan persamaan:

$$P_{it} = a + bIOS_{it} + cBV_{it-1} + dRE_{it} + eIOS_{it}RE_{it} + fDV_{it} + gIOS_{it}DV_{it} + hFCF_{it} + iIOS_{it}CF_{it} + eit$$

	BV	RE	IOS*RE	DV	IOS*DV	FCF	IOS*FCF
(1)	0,0923 (2,587)***	0.259 (7.574)***	4.558 (12.213)***				
(2)	0,138 (3,667)***			1.701 (2.583)***	28.652 (10.617)***		
(3)	0,112 (2,696)***					0,001063 (0.51)	2.665 (7.38)***
(4)	0,08637 (2,577)***	0.306 (8.837)***	1.284 (2.060)**	0.813 (1.347)	15.472 (3.486)***	-0,000243 (-0.146)	0.557 (1.444)

Berdasarkan tabel 5, nilai buku menunjukkan pengaruh positif dan signifikan. Hasil ini konsisten dengan pengujian sebelumnya. Dengan demikian, secara umum, investor di Indonesia memandang bahwa nilai buku mampu memberikan informasi mengenai *market value*. Ketika dilakukan isolasi terhadap variabel RE, DV, dan FCF nampak bahwa koefisien regresi variabel RE dan DV menunjukkan hasil yang positif signifikan sementara koefisien regresi FCF tidak signifikan. Hal ini konsisten dengan pengujian sebelumnya yang menunjukkan hasil sama. Investor di Indonesia masih memandang bahwa *earning* lebih informatif dan



dianggap sebagai sumber informasi yang penting untuk menilai prospek perusahaan di masa depan. Sedangkan masalah *cash flow* pada periode tersebut kurang digunakan investor sebagai salah satu alternatif penilaian atau laporan *cash flow* tidak mengandung informasi selengkap *earning*. Akan tetapi, bukan berarti variabel ini dianggap tidak penting oleh investor. Hasil analisis sebelumnya menunjukkan kecenderungan bahwa investor mulai menyadari pentingnya peranan *cash flow* untuk menilai prospek perusahaan di masa depan. Hal ini bisa dilihat dengan adanya peningkatan signifikansi dari koefisien regresi FCF untuk pengujian sebelumnya. Mungkin karena periode waktu yang terlalu pendek menyebabkan penelitian ini kurang bisa menangkap fenomena ini. Scott (1997) menyatakan bahwa dalam jangka pendek, laba akuntansi lebih bermanfaat dalam memprediksi return investasi karena komponen akrual dalam laba kurang menggumpal (*lumpy*). Konsekuensinya adalah penggunaan arus kas akan menyulitkan dan memerlukan waktu untuk mengeluarkan komponen akrual. Kemungkinan lain adalah bahwa arus kas merupakan komponen yang relatif baru dalam pelaporan keuangan. Kothari dan Zimmerman (1995) mengemukakan bahwa apabila komponen variabel independen mengandung variabel yang relatif baru maka kurang relevan dalam menjelaskan variabel dependen. Hal ini dapat dipahami karena laporan arus kas baru berlaku 1 Januari 1995 sehingga kemungkinan laporan arus kas belum digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan dalam pasar modal.

Untuk analisis regresi secara simultan, nampak bahwa besarnya koefisien RE, DV dan FCF yang berbeda-beda sebenarnya menunjukkan terdapat perbedaan relevansi nilai laba ditahan, dividen dan *cash flow* untuk perusahaan yang bertumbuh atau tidak bertumbuh. Nilai koefisien RE (0,306) lebih kecil dibandingkan koefisien DV (0,813), maka hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan sistematis antara harga saham dengan dividen dan antara harga saham dengan laba ditahan. Dengan kata lain, terdapat perbedaan relevansi nilai dari dividen dan laba ditahan untuk perusahaan yang tidak bertumbuh. Koefisien regresi RE menunjukkan hasil yang signifikan, sementara koefisien regresi DV dan FCF tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa dividen dan FCF tidak relevan untuk menilai perusahaan yang tidak bertumbuh.



Uji yang lebih kuat ditunjukkan oleh koefisien  $IOS*RE$ ,  $IOS*DV$ , dan  $IOS*FCF$ . Hasil pengujian menunjukkan bahwa semua koefisien menunjukkan hasil positif dan signifikan, kecuali koefisien  $IOS*FCF$  yang menunjukkan hasil positif tapi tidak signifikan. Nilai koefisien  $IOS*DV$  (15,472) jauh lebih besar daripada nilai koefisien  $IOS*RE$  (1,284) sehingga dividen lebih tepat digunakan untuk menilai perusahaan dengan IOS tinggi. Dapat disimpulkan bahwa investor di Indonesia menerapkan dengan tepat model penilaian yang ada, yang mana untuk menilai perusahaan dengan IOS tinggi digunakan model *dividend yield* dan model DCF. Hal ini disebabkan karena pertumbuhan perusahaan tidak konstan dan analisis *P/E ratio* kurang tepat bila digunakan. Analisis *P/E ratio* dapat digunakan dengan syarat-syarat: perusahaan tidak bertumbuh, atau perusahaan tumbuh secara konstan, di mana tingkat pertumbuhan dividen dan laba relatif sama. Namun demikian, ada kemungkinan bahwa analisis *P/E ratio* oleh investor digunakan untuk menilai perusahaan dengan IOS tinggi maupun IOS rendah. Hal ini karena perhitungan *P/E ratio* relatif sederhana dan mudah. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien  $IOS*RE$  (1,284), meskipun positif dan signifikan, tetapi nilai koefisiennya kecil, tidak sebesar  $IOS*DV$  (15,472).

## V. KESIMPULAN

1. Laba ditahan dan dividen menunjukkan pengaruh yang signifikan dengan harga saham sedangkan *cash flow* tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa laba ditahan dan dividen, yang merupakan komponen *earning*, lebih informatif dan digunakan oleh investor sebagai sumber informasi di dalam menilai prestasi dan prospek pertumbuhan perusahaan sedangkan informasi *cash flow* belum begitu mendapatkan perhatian dari investor.
2. Koefisien regresi dividen untuk IOS tinggi bernilai lebih besar, berpengaruh positif dan signifikan dibandingkan perusahaan dengan IOS rendah, sementara koefisien regresi FCF walaupun bernilai lebih besar akan tetapi menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Koefisien regresi untuk laba ditahan ternyata menunjukkan hasil yang berkebalikan dengan yang diharapkan.
3. Koefisien regresi RE baik untuk perusahaan IOS tinggi maupun IOS rendah sama-sama menunjukkan hasil yang positif signifikan, di mana koefisien regresi RE



untuk perusahaan IOS tinggi bernilai lebih besar dibandingkan perusahaan IOS rendah.

4. Dividen dan FCF tidak signifikan sehingga dividen dan FCF tidak relevan untuk menilai perusahaan yang tidak bertumbuh. Laba ditahan tetap menjadi sumber informasi yang digunakan oleh investor di dalam menilai perusahaan.

Hasil penelitian ini kurang memberikan bukti mengenai perbedaan relevansi nilai laba ditahan, dividen dan *cash flow*. Periode waktu tiga tahun masih terlalu pendek sehingga kurang bisa menangkap fenomena tersebut. Diharapkan penelitian selanjutnya dapat memperpanjang periode waktu untuk lebih memberikan hasil yang lebih valid serta menambah proksi IOS yang akan digunakan karena disini peneliti hanya menggunakan 5 proksi IOS.

Implikasi dari penelitian ini adalah bagi investor yang mau menginvestasikan uangnya diharapkan lebih memperhatikan informasi tentang laba ditahan dan dividen, yang merupakan komponen *earning* yang lebih informatif dalam menilai prestasi dan prospek pertumbuhan perusahaan

## VI. DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J. dan I. Swary (1980). Quarterly dividend and earning announcements and stockholders returns: An empirical analysis. *Journal of Finance* (March), pp. 1-12
- AlNajja, F.K., dan A. Riahi-Belkaoui (2001). Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities. *Managerial Finance*, Vol.27, No.3, pp.72-90
- Atmini, S. (2001). Asosiasi Siklus Hidup Perusahaan dengan Incremental Value-Relevance informasi laba dan arus kas. Thesis Pasca Sarjana FE UGM.
- Ball, R., dan P. Brown (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* (Autumn), pp. 159-178
- Barclay, M.J. dan Smith Jr. (1995). The maturity structure of corporation debt. *Journal of Finance*.



- Barker, R.G. (1999). Survey and Market-Based Evidence of Industry-Dependence in Analysts Preference Between the Dividend Yield and Price-Earning Ratio Valuation Models. *Journal of Business Finance and accounting* (96), pp 393-418.
- Baridwan, Z. (1997). Analisis Nilai Tambah Informasi Laporan Arus Kas. *Journal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol 12, pp.1-14
- Barth, M. (1991). Relative measurement errors among alternative pension asset and liability measures. *The Accounting Review* (July), pp. 433-463.
- Belkaoui R. Ahmed, Picur D. Ronald. (2001). Investment Opportunity Set Dependence Of Dividend Yield And Price Earnings Ratio. *Managerial Finance*. Vol 27 no.3. *University of Illinois at Chicago*.
- Benartzi, S., R. Michaely dan R. Thaler (1997). Do changes in dividends signal the future of the past?. *Journal of Finance*, Vol.52, No.3, pp. 1007-10034.
- Black, E.L.(1998). Which is more value relevant:Earning or cash flows? A life cycle examination. *Working paper*. Department of accounting university of arkansas.
- Brigham, E.F., L.C. Gapenski, dan P.R. Daves (2000). Intermediate Financial Management 6<sup>th</sup> Edition. The Dryden Press. United States of America.
- Burgstahler, D.C. dan I.D. Dichev (1997). Earning, adaptation and equity value. *The Accounting Review* (April), pp.187-216
- Chung, K. and C. Charoenwong, "Investment Options, Assets-in-Place, and the Risk of Stocks," *Financial Management* (20, 3, 1991), pp.21-33.
- Dewanti, W. (2002). Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Hubungan Antara Arus Kas dari Investasi dengan Abnormal Return. *Thesis Pasca Sarjana FE UGM*.
- Gaver, J.J. and K. M. Gaver (1995). Compensation Policy and the Investment Opportunity Set. *Financial Management* (Spring), Vol.24, No.1, pp.19-32.
- Kallapur, S., dan Trombley, M.A. (1999). The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting*, pp. 505-519.
- 



- Kester, W.C., "Today's Options for Tomorrow's Growth," *Harvard Business Review* (62, 2, 1984), pp.153-160.
- Kothari, S.P. dan J.L. Zimmerman (1995). Price and Return Models. *Journal of Accounting and Economics*, 20:155-192.
- Landsman, W. (1986). An empirical investigation of pension fund property rights. *The Accounting Review* (October), pp. 44-68.
- Myers, S., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* No. 5, 147-175.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book value, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* (Spring), pp.661-687.
- Piwdyck, R. (1988). Irreversible investment, capacity choice and the value of the firm. *American Economic Review* (December), pp.969-985.
- Rees, William P. (1997). The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models," *Journal of Business Finance and Accounting* (24), pp.1111-1140.
- Reilly, F.K. dan Keith C. Brown (2000). *Investment Analysis and portofolio Management 6<sup>th</sup> Edition*. The Dryden Press.
- Shevlin, T. (1991). The valuation of R&D firms with R&D limited partnerships. *The Accounting Review* (January), pp. 1-21.
- Strong, N. dan M. Walker (1993). The explanatory power of earnings for stock returns. *The Accounting Review* (April), pp. 385-399.
- Wibowo, F.A. dan N. Indriantoro (2002). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Saham. Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan. Badan Penerbit Fakultas Ekonomi UGM.

