

BAB II

LANDASAN TEORI, STUDI LITERATUR TERDAHULU DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

II.1. Landasan Teori

II.1.1. Konsep *Random Walk* dan *Efficient Market Hypothesis* (EMH)

Konsep *Random Walk* pertama kali diangkat oleh Maurice Kendall (1953). Konsep ini menjelaskan bahwa harga saham bergerak secara acak (*random*) dan tidak dapat diprediksi. Segala informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi harga saham sudah direfleksikan dalam harga saham tersebut. Ketika terdapat informasi yang menunjukkan bahwa harga saham dapat dinilai lebih rendah dan memungkinkan terjadinya keuntungan, para investor akan segera membeli saham dengan harga yang seharusnya. Dengan demikian tingkat keuntungan hanyalah "ordinary rates" karena untuk memperoleh "abnormal rates" sangat kecil atau bahkan tidak mungkin. *Ordinary rates* merupakan tingkat keuntungan yang secara normal akan didapatkan oleh investor sesuai dengan posisi risiko yang dipertaruhkan (Nurmalia, 2007).

Jika harga saham sudah diletakkan pada posisi harga yang seharusnya, dengan mempertimbangkan semua informasi yang ada, maka harga saham tersebut hanya akan naik dan turun ketika terdapat informasi baru. Kenaikan atau penurunan yang terjadi pada harga saham merupakan suatu penyesuaian terhadap informasi yang diterima. Berdasarkan kenyataan di pasar, suatu informasi baru biasanya sulit diprediksi, sehingga harga yang bergerak akibat adanya informasi

baru yang tidak dapat diprediksi merupakan harga yang bersifat acak. *Random Walk* merupakan pergerakan harga yang bersifat alami dan mencerminkan semua informasi yang ada saat ini.

Jika pergerakan harga saham dapat diprediksi, hal ini akan menjadi alasan yang kontradiktif terhadap konsep efisiensi pasar. Hal tersebut dapat dikatakan kontradiktif karena adanya kemampuan memprediksi harga saham menunjukkan informasi yang tersedia di pasar tidak tercermin dalam harga pasar. Namun jika harga saham dapat mencerminkan semua informasi yang terdapat di pasar, maka akan terbentuklah suatu konsep yang dikenal sebagai *Efficient Market Hypothesis*.

Dalam sejarah pasar modal tercatat bahwa nilai pasar dari saham dan obligasi bergerak secara fluktuatif dari tahun ke tahun. Reaksi ini terjadi karena adanya perubahan harga yang diakibatkan oleh masuknya berbagai macam informasi ke pasar modal. Oleh karena itu, investor harus menilai kembali sekuritas atau aset berdasarkan informasi yang telah mereka terima. Jika semua informasi yang tersedia di pasar dapat tercermin dalam harga saham, maka pasar saham tersebut dikatakan efisien. Dalam bidang teori investasi, secara formal pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, maka pasar modal akan semakin efisien. Oleh karena itu tidak ada alasan untuk percaya bahwa harga saham dinilai terlalu rendah atau tinggi, sehingga akan sangat sulit bagi para partisipan pasar untuk memperoleh tingkat keuntungan di atas normal.

Dalam pasar modal yang efisien, harga sekuritas dicerminkan oleh informasi yang relevan, namun pada kenyataannya banyak sekali informasi yang dianggap relevan dan dapat mempengaruhi harga saham. Oleh karena itu, informasi-informasi tersebut dapat diklasifikasikan ke dalam tiga kategori. Pertama, informasi yang dikategorikan sebagai informasi dalam bentuk perubahan harga di masa lalu. Kedua, informasi yang tersedia untuk publik (*public information*). Sedangkan kategori yang terakhir adalah informasi yang tersedia untuk publik dan non-publik (*public and private information*).

Berdasarkan kategori informasi tersebut, efisiensi pasar modal dapat dibagi menjadi tiga bentuk atau tingkatan, yaitu:

1. Bentuk efisiensi lemah (*weak form efficiency*),
2. Bentuk efisiensi setengah kuat (*semi strong efficiency*),
3. Bentuk efisiensi kuat (*strong efficiency*).

Bentuk efisiensi yang lemah (*weak form efficiency*) adalah efisiensi pasar modal dimana harga sekuritas dicerminkan oleh semua informasi yang ada pada catatan harga di masa lalu. Dalam keadaan seperti ini, pemodal tidak dapat memperoleh keuntungan di atas normal dengan menggunakan *trading rules* yang didasarkan pada informasi harga di masa lalu.

Bentuk efisiensi pasar modal yang kedua adalah bentuk efisiensi setengah kuat (*semi strong efficiency*), yaitu harga sekuritas bukan hanya mencerminkan harga di masa lalu tetapi juga mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Dengan kata lain, pemodal tidak dapat memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan hanya mengandalkan pada *public information*.

Bentuk yang terakhir adalah bentuk efisiensi yang kuat (*strong efficiency*), yaitu harga saham dapat mencerminkan semua informasi, baik informasi yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan (*public and private information*). Dalam keadaan seperti ini pasar modal akan bekerja seperti rumah lelang yang ideal, dimana harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh *abnormal return*.

II.1.2. Reaksi Pasar Modal Terhadap Laporan Keuangan

Laporan keuangan adalah salah satu dari sejumlah informasi yang dapat digunakan untuk merevisi dan mendeteksi harga sekuritas seperti saham, obligasi dan surat berharga lainnya. Banyak bukti empiris yang menunjukkan bahwa laporan keuangan digunakan untuk menentukan harga sekuritas. Salah satu bukti adalah terjadinya reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman laporan keuangan. Reaksi pasar ini menunjukkan bahwa laporan keuangan mampu mempengaruhi harga sekuritas. Selain itu, ketepatan waktu penyajian juga mempengaruhi manfaat laporan keuangan. Jika disajikan tepat waktu maka laporan keuangan akan sangat membantu pengguna untuk membuat suatu keputusan.

Beberapa metode dapat digunakan untuk mendeteksi apakah pasar sebagai individual dan agregat merespons laporan keuangan dalam membuat keputusan investasi. Salah satu metode untuk mengetahui reaksi pasar adalah dengan melihat tingkah laku pasar yang diprosikan dengan volume perdagangan (*Trading Volume Activity/TVA*). Diasumsikan bahwa apabila TVA berubah di sekitar tanggal penerbitan maka laporan keuangan dianggap mempunyai manfaat.

Investor menganggap bahwa manfaat dari laporan keuangan adalah dapat memberikan informasi yang penting dalam mempengaruhi keputusan investasi. Dengan mengetahui lebih banyak kondisi keuangan dan operasi perusahaan, investor akan mampu membuat kebijakan dalam proses pengambilan keputusan investasi yang lebih tepat. Analisis terhadap kondisi keuangan untuk mengetahui lebih banyak tentang operasional dan profitabilitas perusahaan disebut sebagai analisis fundamental. Analisis fundamental memiliki konsep dasar yaitu nilai saham sebuah perusahaan tercermin dalam kinerja keuangan perusahaan tersebut. Jika kinerja keuangan perusahaan menunjukkan adanya prospek yang baik, maka sahamnya akan lebih diminati oleh investor dan harga sahamnya cenderung akan meningkat. Selain itu, dalam analisis fundamental juga diinformasikan bahwa risiko yang tinggi akan memiliki *return* yang tinggi pula. Pada perusahaan yang kinerjanya sangat baik, maka kemungkinan risiko untuk jatuh pun sangat tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki kinerja rata-rata.

Analisis fundamental bertujuan untuk mengetahui kekuatan dan kelemahan perusahaan, mengidentifikasi perkembangan dan *trend* perusahaan, mengevaluasi tingkat efisiensi perusahaan dan memperoleh gambaran secara umum mengenai karakteristik operasi perusahaan. Melakukan analisis fundamental memerlukan banyak waktu dan keahlian khusus, oleh karena itu seringkali investor bertumpu pada analisis fundamental yang dikeluarkan oleh beberapa media dan jurnal. Namun, seorang investor perlu memahami informasi dari laporan keuangan karena akan sangat membantu investor untuk membuat keputusan yang baik.

Terdapat tiga faktor yang mempengaruhi isi informasi pada saat pengumuman laporan keuangan, yaitu:

1. Adanya harapan pasar modal pada isi dan ketepatan waktu pengumuman laporan keuangan. Pada dasarnya, ada ketidakpastian tentang isi ataupun waktu pengumuman laporan keuangan perusahaan. Makin besar ketidakpastian maka makin besar potensi pengumuman itu merevisi harga saham. Harapan pasar modal dipengaruhi oleh satu faktor penting, yaitu ketersediaan informasi yang dapat diperbandingkan.
2. Implikasi pengumuman terhadap distribusi *return* sekuritas di masa yang akan datang. Semakin besar revisi dalam aliran kas yang diharapkan maka akan semakin besar pengaruh penilaian ulang harga sekuritas.
3. Kredibilitas sumber informasi, yaitu semakin dipercaya suatu sumber informasi maka akan semakin besar implikasi penilaian ulang harga sekuritas.

II.1.3. Kandungan Informasi

Menurut Kerangka Dasar Penyusunan dan Penyajian Laporan Keuangan pada PSAK, laporan keuangan menggambarkan dampak keuangan dari transaksi dan peristiwa lain yang diklasifikasikan dalam kelompok besar menurut karakteristik ekonominya. Laporan keuangan sering dianggap menggambarkan pandangan yang wajar dari, atau menyajikan dengan wajar, posisi keuangan, kinerja serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan. Tujuan dari laporan keuangan adalah menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan,

kinerja, serta perubahan posisi keuangan dari suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan suatu keputusan ekonomi.

Masih menurut PSAK, komponen-komponen laporan keuangan saling terkait karena mencerminkan aspek-aspek yang berbeda dari transaksi-transaksi dari peristiwa lain yang sama. Meskipun setiap laporan menyediakan informasi yang berbeda satu sama lain, tidak ada yang hanya dimaksudkan untuk memenuhi tujuan tunggal atau menyediakan semua informasi yang diperlukan untuk memenuhi kebutuhan khusus pemakai. Laporan keuangan juga menampung catatan dan skedul tambahan serta informasi lainnya. Misalnya, laporan tersebut mungkin menampung informasi tambahan yang relevan dengan kebutuhan pemakai neraca dan laporan rugi.

Seperti yang dikutip dalam Daniati dan Suhairi (2006), bahwa suatu peristiwa dianggap memiliki kandungan informasi apabila dari peristiwa tersebut menyebabkan peningkatan *return* yang selanjutnya ditunjukkan oleh *abnormal return* saham. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Kurniawan dan Indriantoro (2000) disebutkan bahwa adanya kandungan informasi ditunjukkan dengan perubahan harga saham sebagai bukti respon pasar. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2003) juga menunjukkan bahwa pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman, tetapi tidak menguji seberapa cepat pasar itu beraksi. Apabila suatu pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Elemen-elemen dalam laporan keuangan mempunyai pengaruh dan kemampuan berbeda sesuai dengan tujuan dari pembuat keputusan. Kemampuan elemen tersebut dikaitkan dengan perkembangan informasi dan ekonomi (Sinaga, 1992). Investor sangat bergantung pada laporan keuangan suatu perusahaan, di mana laporan keuangan menyediakan data-data keuangan penting milik perusahaan (Jones, 2004).

II.2. Kerangka Teoritis

Investor sebagai pelaku utama di pasar modal tentunya membutuhkan informasi yang berkaitan dengan investasi yang dilakukannya. Informasi tersebut dapat diperoleh melalui berbagai sumber, salah satunya adalah laporan keuangan perusahaan.

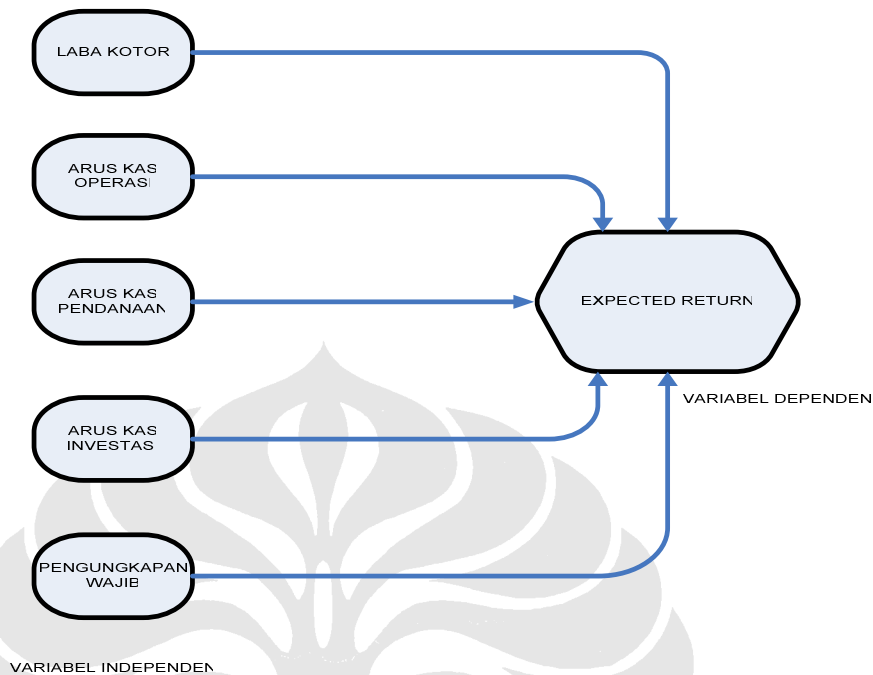
Laporan keuangan yang lengkap terdiri atas neraca, laporan laba rugi, laporan perubahan ekuitas, laporan arus kas, dan juga catatan atas laporan keuangan. Dari beberapa komponen laporan keuangan tersebut, laporan laba rugi dan laporan arus kas merupakan komponen yang sering menjadi perhatian utama para investor. Dengan melihat kedua laporan tersebut maka investor dapat mengetahui kinerja perusahaan.

Menurut PSAK, informasi kinerja perusahaan terutama profitabilitas diperlukan untuk menilai perubahan potensial sumber daya ekonomi yang mungkin dikendalikan di masa depan. Informasi fluktuasi kinerja adalah penting karena bermanfaat untuk memprediksi kapasitas perusahaan dalam menghasilkan arus kas dari sumber daya yang ada, selain itu juga berguna untuk pertimbangan

efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan tambahan sumber daya tersebut. Sementara itu, masih menurut PSAK, perubahan informasi keuangan bermanfaat untuk menilai aktivitas investasi pendanaan dan operasi. Informasi ini berguna bagi pemakai (investor) sebagai dasar untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas serta kebutuhan perusahaan untuk memanfaatkan arus kas tersebut.

Selain informasi mengenai kinerja perusahaan, investor tentunya akan membutuhkan informasi lain yang dapat mendukung informasi kinerja perusahaan. Oleh karena itu, informasi mengenai pengungkapan atas pos-pos dalam laporan keuangan sangat diperlukan oleh investor. Pengungkapan atas pos-pos laporan keuangan dapat memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai komponen-komponen yang ada dalam laporan keuangan. Setelah investor melakukan analisis terhadap laporan laba rugi dan arus kas dan memperoleh informasi yang memadai dari pengungkapan pos-pos laporan keuangan, maka ia dapat membuat suatu estimasi risiko investasi dan *expected return* yang sesuai.

Dengan memperhatikan hal-hal tersebut, maka kerangka dari pemikiran ini adalah bahwa informasi yang terkandung dalam laporan arus kas (arus kas operasi, investasi, dan pendanaan), pendapatan bunga bersih (laba kotor) dan pengungkapan pos-pos dalam laporan keuangan akan memberikan pengaruh bagi *expected return* saham bank yang dibentuk oleh investor. Kerangka pemikiran dari pola hubungan antar variabel tersebut digambarkan melalui diagram berikut:



Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

II.3. Tinjauan Literatur dan Perumusan Hipotesis

1. Hubungan antara pendapatan bunga bersih dengan *return* saham

Dalam industri manufaktur, laba kotor merupakan pendapatan yang diterima dari penjualan barang dikurangi dengan biaya barang terjual (*cost of goods sold*). Dalam industri perbankan, laba kotor dicerminkan oleh pendapatan bunga bersih. Pendapatan bunga bersih merupakan selisih antara Pendapatan Bunga dengan Beban Bunga.

Menurut FASB, fokus utama pelaporan keuangan adalah informasi tentang kinerja perusahaan melalui pengukuran pendapatan dan komponen-komponennya. Semakin tinggi pendapatan bunga bersih yang dapat diperoleh oleh suatu bank maka semakin baik bank tersebut dalam menjalankan fungsi intermediasinya

(*waspada online*, 23 Februari 2008). Menurut Huizinga (2000) seperti yang dikutip dalam Arsani (2004), pendapatan bunga bersih yang juga dapat dilihat dari rasio *net interest margin* mencerminkan pendapatan inti yang diperoleh Bank dari fungsi intermediasi. Selain itu, pendapatan bunga bersih juga mencerminkan tingkat efisiensi perbankan karena memperlihatkan selisih antara tingkat bunga kredit yang harus dibayarkan peminjam kepada bank atas pinjaman yang dilakukannya dengan tingkat bunga simpanan yang diterima atas balas jasa dari simpanannya di bank.

Pendapatan bunga bersih yang mencerminkan tingkat efisiensi akan mengindikasikan seberapa baik fungsi intermediasi yang dijalankan oleh suatu bank, dan pada akhirnya akan memberikan gambaran mengenai kinerja bank tersebut. Dengan semakin baiknya kinerja suatu bank, maka investor akan membentuk *expected return* yang semakin tinggi pula.

Saat ini, penelitian yang menguji tentang pengaruh informasi laba dengan *return* saham telah banyak dilakukan, diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Ferry dan Wati (2004), hasil penelitiannya membuktikan bahwa informasi mengenai laba berpengaruh positif terhadap harga saham. Penelitian lainnya dilakukan oleh Febrianto (2005) yang menguji angka laba mana diantara laba kotor, laba operasi, dan laba bersih yang direaksi lebih kuat oleh investor dan seberapa signifikan perbedaan reaksi pasar terhadap ketiga angka laba tersebut. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa angka laba kotor mampu memberikan gambaran yang lebih baik tentang hubungan laba dan harga saham yang sangat erat pula hubungannya dengan *return* saham. Daniati dan Suhairi (2006) juga

berhasil membuktikan bahwa laba kotor memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *expected return* saham. Selain itu, penelitian khusus dengan menggunakan sampel industri perbankan pernah dilakukan oleh Philips (1970) yang hasilnya mampu membuktikan bahwa hubungan antara komponen *nonoperating items* dalam laba dengan harga saham bank masih lemah.

Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, pendapatan bunga bersih atau laba kotor memiliki kandungan informasi yang lebih baik dan reaksi investor terhadap angka laba ini sangat kuat dibandingkan angka laba lainnya. Komponen pendapatan dan beban dalam angka pendapatan bunga bersih langsung berhubungan dengan pendapatan utama sehingga berhubungan erat dengan harga dan *return* saham. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis pertama yang diajukan adalah:

H₁: Pendapatan bunga bersih memiliki hubungan positif dengan expected return saham.

2. Hubungan antara arus kas dari aktivitas operasi dengan *return* saham.

Arus kas operasi merupakan arus kas dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan (*principal revenue activities*) dan dari aktivitas lain yang tidak termasuk dalam aktivitas investasi dan pendanaan (Daniati dan Suhairi, 2006). Arus kas dari aktivitas operasi meliputi pengaruh kas dari transaksi yang digunakan untuk menentukan laba bersih (Kieso *et al*, 2005).

PSAK No. 2 paragraf 12 menjelaskan bahwa 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 dividen, dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pendanaan pada sumber dari luar. Investor dapat menilai apakah dana yang diinvestasikan telah dikelola dengan baik oleh manajemen. Oleh karena itu, investor akan sangat memperhatikan arus kas operasi untuk menilai bagaimana kinerja operasi perusahaan. Semakin baik kinerja operasi, maka investor akan membentuk *expected return* yang semakin tinggi pula.

Beberapa penelitian terhadap arus kas pernah dilakukan, diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Livnat dan Zarowin (1990) yang menguji komponen arus kas, dan hasilnya membuktikan bahwa komponen arus kas mempunyai hubungan yang lebih kuat dengan *return* saham dibandingkan dengan hubungan total arus kas dengan *return*. Ini terlihat dari model penelitian yang menunjukkan *unexpected cash inflows* atau *outflows* dari aktivitas operasi dalam periode tertentu akan mempengaruhi harga saham, sehingga diharapkan komponen arus kas dari operasi memiliki hubungan yang signifikan dengan *return* saham. Penelitian yang dilakukan oleh Ali (1994) dengan model non linier memberikan bukti adanya nilai tambah kandungan informasi arus kas operasi untuk kelompok perusahaan dengan nilai *absolute unexpected cash flow from operations* yang tinggi.

Namun, hasil yang berbeda ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Sutopo (2002) serta Daniati dan Suhairi (2006). Sutopo (2002) menguji kandungan informasi arus kas dengan menggunakan *earnings-price ratio* sebagai

variabel pemoderasi. Penelitian tersebut memberikan bukti empiris bahwa dengan menggunakan *earnings-price ratio* sebagai variabel pemoderasi, arus kas operasi tidak memiliki kandungan informasi terhadap *return* saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Daniati dan Suhairi (2006) juga membuktikan bahwa arus dari kegiatan operasi tidak mempengaruhi *expected return* secara signifikan.

Berdasarkan penelitian-penelitian di atas yang masih bertentangan hasilnya, terutama untuk penelitian di Indonesia (Sutopo, 2002) serta Daniati dan Suhairi (2006), hipotesis kedua tentang hubungan arus kas aktivitas operasi dan *expected return* yang diajukan dalam penelitian ini hanya menekankan pada signifikasinya tanpa memberikan dugaan arah hubungannya, sehingga hipotesis kedua yang diajukan adalah:

H₂: Arus kas dari aktivitas operasi memiliki hubungan dengan expected return saham.

3. Hubungan antara arus kas dari aktivitas investasi terhadap Return Saham.

Aktivitas investasi meliputi pemberian dan penagihan pinjaman serta perolehan dan pelepasan investasi (baik hutang maupun ekuitas) serta properti, pabrik, dan peralatan (Kieso *et al*, 2005). Menurut PSAK No. 2 paragraf 15 arus kas dari aktivitas investasi mencerminkan penerimaan dan pengeluaran kas yang sehubungan dengan sumber daya yang bertujuan untuk menghasilkan pendapatan dan arus kas masa depan. Suatu perusahaan yang mampu menghasilkan arus kas investasi yang semakin baik, akan memiliki peluang untuk dapat menghasilkan pendapatan dan arus kas masa depan yang semakin baik pula. Oleh karena itu,

seorang investor yang rasional akan tertarik untuk menanamkan modalnya dan memiliki tingkat *expected return* yang tinggi atas investasinya itu.

Penelitian yang menguji pengaruh investasi dan *return* saham diantaranya pernah dilakukan oleh Miller dan Rock (1985) serta Daniati dan Suhairi (2006). Berdasarkan hasil penelitian Miller dan Rock (1985), dapat disimpulkan bahwa peningkatan investasi berhubungan dengan peningkatan arus kas masa yang akan datang dan memiliki pengaruh positif dengan *return* saham pada saat pengumuman investasi baru. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Daniati dan Suhairi (2006) menunjukkan bahwa arus kas investasi memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *expected return* saham pada industri tekstil dan otomotif.

Dikarenakan masih adanya pertentangan hasil penelitian tentang arah hubungan arus kas aktivitas investasi dan *expected return*, terutama untuk penelitian di Indonesia (Daniati dan Suhairi, 2006), maka hipotesis ketiga yang diajukan tidak menduga arah hubungannya. Berikut hipotesis ketiga yang diajukan dalam penelitian ini:

H₃: Arus kas dari aktivitas investasi memiliki hubungan dengan expected return saham.

4. Hubungan antara arus kas dari aktivitas pendanaan terhadap *return* saham.

Menurut Kieso *et al* (2005), aktivitas pendanaan meliputi perolehan sumber daya dari pemilik dan komposisinya kepada mereka dengan pengembalian atas dan dari investasinya, serta peminjaman uang dari kreditor serta pelunasannya. Menurut PSAK No. 2 paragraf 16, arus kas pendanaan berguna untuk memprediksi klaim terhadap arus kas masa depan oleh para pemasok modal perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Miller dan Rock (1985) menyatakan bahwa *signaling theory* menjelaskan bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap pengumuman pendanaan dari kas karena akan berpengaruh terhadap arus kas operasi yang lebih rendah untuk masa depan. Selain itu ia juga mengidentifikasi adanya sinyal lain yang berpengaruh terhadap arus kas pendanaan yaitu perubahan dividen yang sangat erat hubungannya dengan *return* saham.

Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, arus kas pendanaan akan mempengaruhi penerimaan dividen bagi para investor. Selain itu, dalam komponen arus kas pendanaan dapat tercermin seberapa besar klaim yang akan dibayarkan kepada para kreditor sehingga pasar cenderung akan bereaksi negatif terhadap pengumuman angka arus kas ini. Oleh karena itu, investor akan membutuhkan informasi arus kas pendanaan untuk menentukan berapa *return* yang diharapkan atas investasinya tersebut. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis keempat yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H₄: Arus kas dari aktivitas pendanaan memiliki hubungan negatif dengan expected return saham

5. Hubungan antara pengungkapan pos-pos laporan keuangan terhadap *return* saham

Salah satu keuntungan dari tingkat pengungkapan yang baik, asumsi *ceteris paribus*, adalah dapat meningkatkan harga pasar saham perusahaan. Pengungkapan yang tidak memadai dapat mempengaruhi risiko karena ketidaktahuan yang dihadapi oleh investor terhadap ketidakpastian terhadap baik dan buruknya sekuritas. Selanjutnya, jika investor tidak mampu untuk mengatasi ketidakpastian ini dari sumber informasi yang lain, maka mereka akan meminta kompensasi terhadap risiko tambahan (Stanga, 1976). Seperti yang dinyatakan oleh Summers (1968) bahwa semakin banyak informasi yang disediakan maka semakin rendah *expected return* karena adanya kompensasi ketidakpastian. Apabila investor menilai suatu perusahaan berisiko tinggi berdasarkan laporan keuangan yang dihasilkan, maka *expected return* atas investasi pun akan semakin tinggi.

Perusahaan yang mempraktekkan pengungkapan yang baik cenderung memiliki harga saham yang lebih tinggi dalam jangka panjang. Pengungkapan yang baik juga cenderung mengurangi fluktuasi dalam harga saham. Dengan mengurangi tingkat ketidaktahuan pasar maka harga saham akan mencerminkan keakuratan atau nilai intrinsiknya. Informasi ini tentunya akan mempengaruhi investor dalam menentukan tingkat *expected return* ketika akan membuat keputusan investasi.

Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Coles (1995) dan Clarkson (1996) mengenai tingkat pengungkapan dan *return* saham, dapat disimpulkan

bahwa tingkat pengungkapan yang tinggi mengurangi tingkat informasi asimetri. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada informasi yang disembunyikan oleh perusahaan dan laporan keuangan menjadi lebih transparan. Pada akhirnya, laporan keuangan yang transparan ini menyebabkan estimasi investor atas risiko yang ada pada perusahaan menjadi rendah, sehingga *expected return* yang ditentukan oleh investor juga rendah.

Selain itu, dalam penelitian yang dilakukan oleh Gelb dan Zarowin (2000) disimpulkan bahwa strategi pengungkapan perusahaan dapat mempengaruhi harga saham. Perusahaan dengan tingkat pengungkapan tinggi memiliki harga saham dan pendapatan masa depan yang tinggi yang berlangsung kontinu dibandingkan dengan perusahaan dengan tingkat pengungkapan yang rendah. Hubungan antara tingkat pengungkapan laporan keuangan pada industri perbankan pernah dilakukan oleh Wardiyanti (2006), hasil penelitiannya membuktikan bahwa tingkat pengungkapan pada perbankan dan lembaga keuangan non bank masih relatif lebih rendah dibandingkan dengan biaya modal.

Semakin tinggi tingkat ketidakpastian sekuritas investasi maka risiko yang akan ditanggung oleh investor pun akan semakin besar. Teori keuangan menyatakan bahwa *expected return* memiliki hubungan yang positif terhadap risiko suatu sekuritas tertentu. Jadi, semakin berisiko suatu sekuritas, maka *expected return* dari investasi atas sekuritas tersebut juga akan semakin besar.

Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, hipotesis yang diajukan adalah :

H₅: Pengungkapan pos-pos laporan keuangan perusahaan memiliki hubungan positif dengan expected return saham.