

# **PENGARUH *ECONOMIC VALUE ADDED*, PROFITABILITAS DAN ARUS KAS OPERASI TERHADAP RETURN YANG DITERIMA OLEH PEMEGANG SAHAM**

Lidya Agustina

Dosen Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Kristen Maranatha

Juan Alexander

Mahasiswa Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Kristen Maranatha

## ***Abstract***

*In the period of repairs due to the global crisis in 2009, the mining sector holds a prominent role as a supplier of raw materials for other industry sectors. This research aims to examine whether the three performance measurements based on value i.e. economic value added, earnings represented by profitability and cash flow through operating cash flow will impact the return of the company's shares in the mining sector of Indonesia Stock Exchange.*

*The hypothesis of this research is that economic value added, profitability and operating cash flow would significantly impact the return of shares both simultaneously as well as partial. The results of research through F-test indicates that simultaneously economic value added, profitability, which is represented by ROE and ROA, and cash flow of operations do not provide any significant influences to the return of shares. Whereas during a partial test done via a T-test, only the ratio of profitability (ROA and ROE) is found to have a significant impact.*

**Key words :** *economic value added, profitability, operating cash flow, stock return*

## **Pendahuluan**

### **Latar Belakang**

Perkembangan kondisi perekonomian nasional saat ini mengarah pada pemulihan krisis ekonomi global pada tahun 2009 yang tercermin dalam kondisi ekonomi makro. Sejalan dengan perbaikan kondisi ekonomi, sektor industri juga ikut mengalami perbaikan kinerja, termasuk pula industri yang menggunakan bahan galian sebagai bahan baku. Industri pemakai bahan galian cukup beragam, diantaranya industri perumahan, industri otomotif, industri pesawat terbang, industri listrik dan lain-lain(ICN, 2010). Berdasarkan fakta diatas, prospek aliran investasi pada perusahaan pertambangan cenderung akan meningkat dalam beberapa tahun ke depan sehingga diperlukan analisa baik secara fundamental maupun teknikal yang mampu menilai efektivitas dan efisiensi kinerja perusahaan yang menjadi tujuan investasi (Agus Miswanto dkk 2008).

Tingkat profitabilitas yang termasuk dalam earning measures diukur dari beberapa aspek, yaitu: ROE (*Return on Equity*), ROA (*Return on Assets*), dan EPS (*Earning per Share*). *Return on equity* atau *return on net worth* mengukur kemampuan perusahaan dalam menciptakan laba yang tersedia bagi pemegang saham. Dalam perhitungannya, ROE merupakan perbandingan antara *Earning Before Taxes* dengan modal sendiri. Rasio ini juga dipengaruhi oleh besar kecilnya utang perusahaan, jika proporsi utang semakin besar maka rasio ini juga akan makin besar. *Return on assets* atau *return on investment* menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan. ROA diperoleh dari rasio antara *Earning Before Taxes* dengan total aktiva. Sedangkan EPS (*Earning per Share*) menunjukkan kemampuan setiap lembar saham dalam menciptakan laba dalam satu periode pelaporan keuangan. Nilai dari ketiga rasio keuangan diatas sudah tercantum dalam setiap laporan keuangan perusahaan sehingga lebih mudah bagi investor dalam menganalisisnya untuk kemudian dijadikan dasar menentukan kebijakan portofolio.

*Return* tidak hanya tercermin dalam *capital gain* tapi juga ditambah dividen saham. Untuk menilai adanya prospek mendapatkan return berupa deviden, para investor harus melakukan evaluasi pada laporan arus kas terutama pada arus kas operasi. Harahap (2006) dalam bukunya menjelaskan bahwa arus kas operasi

(*operating cash flows*) yang diungkapkan dalam laporan arus kas merupakan indikator kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas untuk melunasi pinjaman, melakukan pembayaran dividen dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan sumber pendanaan dari luar. Investor dapat melihat kemampuan perusahaan membayar dividen yang merupakan salah satu komponen dalam penghitungan return saham dari informasi arus kas tersebut.

Menurut sebuah tulisan oleh Djawahir Kusnan M yang dimuat majalah SWA (2006), dalam proses investasi pengukuran kinerja keuangan yang didasarkan pada *accounting profit* dianggap sudah tidak memadai dalam menilai efisiensi dan efektivitas kinerja perusahaan tersebut. Model yang dikembangkan dan banyak dianut perusahaan pada saat ini menekankan pada pentingnya ukuran yang menekankan pada value (*Value Based Management*). Konsep EVA yang dikembangkan G. Bennet Stewart dan Joel Stern pada tahun 1980 telah membantu para manajer, di mana level untuk mengukur sejauh mana pekerjaan dan keputusan-keputusan menambah/menurunkan kekayaan pemegang saham. EVA diyakini mampu mengidentifikasi aktivitas apa saja yang dapat menciptakan nilai melampaui biaya modal (*cost of capital*) perusahaan. Emiten yang berhasil membukukan EVA diakui dapat memberi nilai tambah bagi para pemegang saham.

Menurut McDaniel *et al* (2000) terdapat tiga hal utama yang membedakan EVA dengan tolak ukur keuangan yang lain yaitu: (1) EVA tidak dibatasi oleh prinsip akuntansi yang berlaku umum. Pengguna EVA bisa menyesuaikan dengan kondisi spesifik, (2) EVA dapat mendukung setiap keputusan dalam sebuah perusahaan, mulai dari investasi modal, kompensasi karyawan dan kinerja unit bisnis, (3) Struktur EVA yang relatif sederhana membuatnya bisa digunakan oleh bagian *engineering, environmental* dan personel lain sebagai alat yang umum untuk mengkomunikasikan aspek yang berbeda dari kinerja keuangan.

Dalam penelitian EVA sebelumnya yang dilakukan oleh Albahi (2009) dengan memakai sampel penelitian perusahaan LQ45 periode penelitian tahun 2001 – 2006 menyimpulkan bahwa EVA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat keuntungan saham. Penelitian yang dilakukan Pradhono dan Yulius Jogi Christiawan (2004) memberikan kesimpulan bahwa EVA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap return yang diterima oleh pemegang saham, tetapi hasil pengujian terhadap arus kas operasi mempunyai pengaruh signifikan terhadap return saham. Wibowo (2005) dalam penelitiannya pada perusahaan manufaktur 2001-2003 menemukan bahwa rasio profitabilitas dan EVA tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap return saham.

Penulis tertarik untuk melakukan penelitian ini, karena berguna untuk generalisasi hasil penelitian terdahulu.

## Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas, maka yang menjadi permasalahan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah EVA, profitabilitas dan arus kas operasi secara parsial mempunyai pengaruh positif terhadap return saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah EVA, profitabilitas, dan arus kas operasi secara simultan mempunyai pengaruh positif terhadap return saham perusahaan pertambangan di Bursa Efek Indonesia?

## Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh EVA, profitabilitas dan arus kas operasi terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham baik secara simultan maupun parsial.

## Tinjauan Pustaka

### Pengukuran kinerja

Pengukuran kinerja (*performing measurement*) didefinisikan sebagai kualifikasi dan efisiensi perusahaan atau segmen atau keefektifan dalam pengoperasian bisnis selama periode akuntansi. Dengan demikian pengertian kinerja adalah suatu usaha formal yang dilaksanakan perusahaan untuk mengevaluasi efisien dan efektivitas dari aktivitas perusahaan yang telah dilaksanakan pada periode waktu tertentu (Hanafi,2003).

Halim (2003) menyatakan bahwa ide dasar dari pendekatan fundamental ini adalah bahwa harga saham dan *return* dipengaruhi oleh kinerja perusahaan. Apabila kinerja perusahaan baik maka nilai usaha akan tinggi. Dengan nilai usaha yang tinggi membuat para investor melirik perusahaan tersebut untuk menanamkan modalnya sehingga akan terjadi kenaikan harga saham yang secara langsung akan mempengaruhi capital gain yang diterima oleh investor.

Helfert (2000) dalam Pradhono (2004), membagi pengukuran kinerja perusahaan menjadi tiga kategori, yaitu:

(1) *Earnings Measures*, yang mendasarkan kinerja pada *accounting profit*. Termasuk dalam kategori ini adalah *earnings per share* (EPS), *return on investment* (ROI), *return on net assets* (RONA), *return on capital employed* (ROCE) dan *return on equity* (ROE)

(2) *Cash Flow Measures*, yang mendasarkan kinerja pada arus kas operasi (*operating cash flow*). Termasuk dalam kategori ini adalah *free cash flow*, *cash flow return on gross investment* (ROGI), *cash flow return on investment* (CFROI), *total shareholder return* (TSR) dan *total business return* (TBR)

(3) *Value Measures*, yang mendasarkan kinerja pada nilai (*value based management*). Termasuk dalam kategori ini adalah *economic value added* (EVA), *market value added* (MVA), *cash value added* (CVA) dan *shareholder value* (SHV).

Dari kategori *earnings measures*, rasio profitabilitas yang diwakili oleh ROA dan ROE dinilai mampu mewakili perhitungan return berupa *capital gain (loss)*. Sedangkan untuk *cash flow measures*, arus kas operasi akan memperlihatkan besarnya kemampuan perusahaan untuk membayar dividen yang merupakan komponen return tambahan bila investasi dilakukan untuk jangka panjang. EVA mewakili *value measures* sebagai tolak ukur untuk mengukur seberapa besar nilai kesejahteraan perusahaan yang hanya dapat tercapai jika perusahaan mampu memenuhi semua biaya operasi (*operating cost*) dan biaya modal (*cost of capital*)

## Profitabilitas

Pengertian profitabilitas seperti yang dikemukakan oleh Mamduh M. Hanafi dan Abdul Halim (2003) adalah Profitabilitas adalah rasio yang melihat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (*profitabilitas*). Sedangkan S. Munawir (2002) mengemukakan bahwa Profitabilitas (*Profitability*) atau Rentabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam memperoleh laba . Untuk mengukur profitabilitas suatu perusahaan digunakan rasio-rasio profitabilitas. Prof. Dr. Bambang Riyanto (2001) mengemukakan rasio-rasio profitabilitas terdiri dari :

1. *Profit Margin*,
2. *return on total assets* (ROA) dan
3. *Return On equity* (ROE) .

*Pengukuran profitabilitas* dalam skripsi ini menggunakan *Return on Total Asset* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE).

## Return On Asset (ROA)

Robert Ang (1997) dalam Bagus Laksono (2006) menyatakan bahwa *Return on Asset* diukur dari laba bersih sebelum pajak (*earning before tax*) terhadap total assetnya yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Rasio ROA ini sering dipakai manajemen untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan dan menilai kinerja operasional dalam memanfaatkan sumber daya yang dimiliki perusahaan, disamping perlu mempertimbangkan masalah pembiayaan terhadap aktiva tersebut. Nilai ROA yang semakin mendekati 1, berarti semakin baik profitabilitas perusahaan karena setiap aktiva yang ada dapat menghasilkan laba. Dengan kata lain semakin tinggi nilai ROA maka semakin baik kinerja keuangan perusahaan tersebut.

ROA yang negatif disebabkan laba perusahaan dalam kondisi negatif pula atau rugi, hal ini menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan secara keseluruhan belum mampu untuk menghasilkan laba. Secara matematis ROA dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Earning Before Tax (EBT)}}{\text{Total Asset}}$$

Kedua variabel yang digunakan untuk mengukur ROA tersebut tercermin dalam laporan keuangan tahunan, dimana besarnya EBT diperoleh dari laporan laba rugi, sedangkan total asset yang digunakan dalam penelitian ini adalah total aktiva tetap yang digunakan untuk aktivitas operasi perusahaan yang tercermin dalam laporan neraca (sisi aktiva/ asset).

## Return On Equity (ROE)

*Return on equity* menurut Sutrisno (2000) dalam Wibowo (2005) merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan modal sendiri yang dimiliki, sehingga ROE ini ada yang menyebut sebagai rentabilitas modal sendiri. *Return on Equity* merupakan alat analisis keuangan untuk mengukur profitabilitas. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan berdasarkan modal tertentu. Hanafi&Halim (1996) dalam Wibowo (2005) menyimpulkan bahwa rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dari sudut pandang pemegang saham.

Dengan demikian ROE menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengalokasikan laba bagi para pemegang saham atas modal yang telah ditanamkan oleh para pemegang saham tersebut. Rasio ini menunjukkan kemampuan modal pemilik yang ditanamkan oleh investor untuk menghasilkan laba bersih yang menjadi bagian dari pemilik. Semakin tinggi rasio ini, semakin tinggi keuntungan para investor karena semakin efisien modal yang ditanamkannya dalam perusahaan tersebut. Secara matematis ROE dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Earning Before Tax (EBT)}}{\text{Modal sendiri}}$$

Hampir sama seperti ROA, kedua variabel yang digunakan untuk mengukur ROE juga tercermin dalam laporan keuangan, dimana besarnya EBT diperoleh dari laporan laba rugi, sedangkan modal sendiri tercermin dalam laporan neraca sisi ekuitas.

### Arus kas Operasi

Berdasarkan PSAK No.02 revisi 2009 jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah operasi perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar deviden dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan 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 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 operasi adalah :

1. Penerimaan kas dari penjualan barang dan jasa
2. Penerimaan kas dari royalti, *fees*, komisi dan pendapatan lain
3. Pembayaran kas kepada pemasok barang dan jasa
4. Pembayaran kas kepada karyawan
5. Penerimaan dan pembayaran kas oleh perusahaan asuransi sehubungan dengan premi, klaim, anuitas, dan manfaat asuransi lainnya.
6. Pembayaran kas atau penerimaan kembali (restitusi) pajak penghasilan kecuali jika dapat diinvestasikan secara khusus sebagai bagian aktivitas pendanaan dan investasi.
7. Penerimaan dan pembayaran kas dari kontrak yang diadakan untuk tujuan transaksi usaha dan perdagangan.

Arus kas operasi meliputi arus kas yang dihasilkan dan dikeluarkan (*cash in* dan *cash out*) dari transaksi yang masuk determinasi atau penentuan laba bersih (*net income*). Termasuk dalam aktivitas ini adalah segala perolehan dan penggunaan kas dalam transaksi beban penyusutan, amortisasi harta tak berwujud, keuntungan dari penjualan harta tetap, kenaikan dalam piutang dagang (bersih). Komponen arus kas operasi terdiri dari laporan arus kas masuk dan keluar.

### Economic Value Added (EVA)

Menurut Rudianto (2006), "EVA adalah suatu sistem manajemen keuangan untuk mengukur laba ekonomi dalam suatu perusahaan yang menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat tercapai jika perusahaan mampu memenuhi semua biaya operasi (*operating cost*) dan biaya modal (*cost of capital*)". Hansen (2006) menyatakan bahwa "nilai tambah ekonomi (EVA) merupakan laba operasi setelah pajak dikurang total biaya modal".

Nilai perusahaan dapat dinyatakan sebagai penjumlahan dari total modal yang diinvestasikan ditambah dengan nilai sekarang dari total EVA perusahaan di masa yang akan datang. Semakin tinggi EVA berarti semakin tinggi kinerja perusahaan dan sebaliknya semakin rendah EVA berarti semakin rendah kinerja perusahaan. EVA juga dapat diartikan sebagai suatu estimasi terhadap keuntungan ekonomis perusahaan selama periode tertentu dan secara substansial berbeda dengan laba akuntansi, hal ini disebabkan oleh adanya elemen biaya modal yang diperhitungkan dalam EVA yang tidak diperhitungkan dalam laba akuntansi tradisional dan faktor-faktor lainnya yang berkaitan dengan *adjustments*, seperti *inventory valuations* (Bringham and Houston, 2001).

Menurut Gatot Wijayanto (1993) dalam Wibowo (2005) penilaian EVA dapat dinyatakan sebagai berikut:

Apabila  $EVA > 0$ , berarti nilai EVA positif yang menunjukkan telah terjadi proses nilai tambah pada perusahaan.

Apabila  $EVA = 0$  menunjukkan posisi impas atau Break Event Point.

Apabila  $EVA < 0$ , yang berarti EVA negatif menunjukkan tidak terjadi proses nilai tambah.

Sehingga hal diatas akan lebih mudah diterjemahkan sebagai berikut:

**Tabel I**  
**Economic Value Added**

| Nilai EVA | Pengertian  | Laba Perusahaan   |
|-----------|---|---|
| EVA > 0   | Ada nilai ekonomis lebih, setelah perusahaan membayarkan semua kewajiban pada para penyandang dana atau kreditur sesuai ekspektasinya.                                      | Positif   |
| EVA = 0   | Tidak ada nilai ekonomis lebih, tetapi perusahaan mampu membayarkan semua kewajibannya pada para penyandang dana atau kreditur sesuai ekspektasinya.                        | Positif   |
| EVA < 0   | Perusahaan tidak mampu membayarkan kewajiban pada para penyandang dana atau kreditur sebagaimana nilai yang diharapkan ekspektasi <i>return saham</i> tidak dapat tercapai. | Tidak dapat ditentukan, namun jika pun ada laba, tidak sesuai dengan yang diharapkan. |

Sumber : Wibowo (2005)

Dari uraian singkat diatas, dapat ditarik kesimpulan, bahwa pada dasarnya pendekatan EVA(Economic Value Added) berfungsi sebagai:

1. Indikator tentang adanya penciptaan nilai dari sebuah investasi.
2. Indikator kinerja sebuah perusahaan dalam setiap kegiatan operasional ekonomisnya.
3. Pendekatan baru dalam pengukuran kinerja perusahaan dengan memperhatikan secara adil para penyandang dana atau pemegang saham.

Langkah-langkah yang dilakukan untuk menghitung EVA adalah sebagai berikut:

**1. Menghitung Net Operating Profit After Tax (NOPAT)**

Sartono (2001) menyatakan bahwa NOPAT atau laba operasi bersih sesudah pajak merupakan sejumlah laba perusahaan yang akan dihasilkan jika perusahaan tersebut tidak memiliki hutang dan tidak memiliki asset financial.

NOPAT dapat dinyatakan dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{NOPAT} = \text{EAT} + \text{IAT}$$

**2. Menghitung Biaya Hutang (*cost of debt*) atau kd**

Biaya hutang (*cost of debt*) adalah tingkat pengembalian yang dikehendaki karena adanya risiko kredit (*credit risk*), yaitu risiko perusahaan dalam memenuhi kewajiban pembayaran bunga dan pokok hutang. Dengan kata lain, biaya hutang (*cost of debt*) atau Kd merupakan *rate* yang harus dibayar perusahaan didalam pasar pada saat ini untuk mendapatkan hutang jangka panjang baru. Adanya pembayaran bunga oleh perusahaan akan mengurangi besarnya pendapatan kena pajak (PKP), maka Kd harus dikoreksi dengan faktor tersebut (1-t) dengan t = tingkat pajak yang dikenakan. Sehingga dapat dirumuskan menjadi :

$$K_d = \frac{\text{biaya bunga tahunan}}{\text{total hutang jangka panjang}}$$

Menurut Brigham, (2001) biaya hutang berasal dari biaya hutang setelah pajak, Kd (1- t ). Biaya hutang ini merupakan biaya yang relevan dari hutang baru, mengingat kemampuan bunga mengurangi pajak digunakan untuk menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Perhitungan ini sama dengan Kd dikalikan dengan (1-t) , dimana t merupakan tarif pajak marjinal perusahaan, t dapat dihitung dengan biaya pajak dibagi dengan laba sebelum pajak. Secara matematis dihitung dengan rumus:

$$\begin{aligned} \text{Biaya komponen hutang setelah pajak} &= \text{suku bunga} - \text{penghematan pajak} \\ &= K_d - K_d t \\ &= K_d (1-t) \end{aligned}$$

Alasan penggunaan biaya hutang setelah pajak dalam menghitung biaya modal rata-rata tertimbang adalah sebagai berikut, nilai saham perusahaan yang ingin kita maksimalkan, bergantung pada arus kas setelah pajak. Karena bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan, maka bunga menghasilkan penghematan pajak yang mengurangi biaya hutang bersih, yang membuat biaya hutang setelah pajak lebih kecil dari biaya hutang sebelum pajak. Biaya hutang adalah suku bunga atas hutang baru , bukan atas hutang yang masih beredar, dengan kata lain biaya yang kita perlukan adalah biaya hutang marjinal (Wibowo, 2005).

### 3. Menghitung Biaya Ekuitas (*Cost of Equity*)

Biaya ekuitas atau *cost of equity* adalah tingkat pengembalian yang dikehendaki investor karena adanya ketidakpastian tingkat laba. Kewajiban membayar bunga dan pokok hutang membuat laba bersih perusahaan lebih bervariasi (naik turun) dari pada laba operasi sehingga menyebabkan timbulnya tambahan risiko. Jadi biaya ekuitas ini mencakup adanya risiko bisnis dan risiko finansial. Risiko bisnis adalah risiko yang berhubungan dengan titik stabilnya laba atau profit, sedangkan risiko finansial adalah risiko kesulitan finansial dalam hal pembayaran biaya bunga dan pokok pada hutang.

Menurut Brigham dan Gapenski (1996) dalam Wibowo (2005) ada tiga metode pendekatan untuk menentukan nilai  $K_e$  antara lain:

#### 1. CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)

Model yang populer adalah penetapan harga aktiva modal atau CAPM. Metode tersebut dapat dirumuskan:

$$K_e = \text{Risk free rate} + \text{Risk premium} \\ = K_{rf} + \beta (K_{rm} - K_{rf})$$

Model ini melihat tingkat hasil yang diharapkan investor dengan rumus  $K_{rf}$  = tingkat hasil pengembalian bebas risiko (*risk free rate*),  $K_{rm}$  = tingkat hasil pengembalian yang diharapkan dipasar, dan  $\beta$  = koefisien Beta saham yang merupakan Indeks risiko saham perusahaan ke  $i$ .

Komponen biaya ekuitas:

##### a. Risk Free rate = $K_{rf}$

Adalah tingkat bunga bebas risiko. Dimana penanaman modal pada instrumen bisnis yang mempunyai tahun bunga bebas risiko. Ini akan dapat dipastikan memperoleh keuntungan seperti yang diharapkan. Sebagai ukuran dipakai tingkat suku bunga obligasi dalam hal ini adalah Sertifikat Bank Indonesia. Data ini dapat diperoleh dari jurnal statistik keuangan dan pasar modal.

##### b. Market Return = $K_{rm}$

Adalah tingkat keuntungan portofolio pasar atau nilai keseluruhan pasar. Sebagai pengukur dipakai tingkat keuntungan rata-rata seluruh kesempatan investasi yang tersedia di indeks pasar. Indeks pasar yang dipakai adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Data diperoleh dari *Capital Market Directory* (CMD). Cara memperolehnya adalah dengan mengumpulkan nilai IHSG bulanan. Kemudian dihitung sebagai berikut:

$$\text{Return Pasar (} K_{rm} \text{)} = \frac{\text{indeks bulan } i - \text{indeks bulan } i-1}{\text{indeks bulan } i-1}$$

##### c. Beta = $\beta$

Beta suatu saham adalah suatu ukuran volatilitas saham tersebut terhadap rata-rata pasar saham. Hal tersebut mencerminkan risiko pasar sebagai lawan risiko spesifik perusahaan yang dapat dikurangi dengan diversifikasi. *Historical beta* ini diperoleh dengan melakukan regresi linier antara tingkat pengembalian (*stock return*) saham atau *excess return* saham yang akan dicari nilai betanya terhadap *excess return* portofolio pasar/indeks pasar (dalam hal ini indeks yang digunakan adalah IHSG).

Sedangkan *excess return* adalah selisih antara tingkat keuntungan dengan tingkat bebas risiko. Sehingga beta dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = \beta \cdot X$$

Dimana:

$$Y = \text{excess return saham individual (} K_{ri} - K_{rf} \text{)}$$

$$X = \text{excess return portofolio pasar (} K_{rm} - K_{rf} \text{)}$$

#### 2. Discounted Cash Flow Model (DCF)

Model ini melihat  $K_e$  sebagai nilai dividen atau harga saham ditambah dengan prosentase pertumbuhan dari dividen tersebut (asumsi pertumbuhan konstan), dimana:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

$$K_e = \text{dividen yield} + b(r)$$

$$P_0 = \text{harga saham periode ke } 0$$

$$r = \text{rate of return}$$

rasio antara  $D_1$  dan  $P_0$  dikenal dengan *dividen yield*

#### 3. Bond Yield Plus Risk Premium Approach

Memperkirakan tingkat return yang akan diperoleh dengan menambahkan premi risiko pada obligasi, dimana *company bond yield* diperoleh dari perusahaan yang memiliki obligasi ( $K_d$ ) dan *risk premium* pada pendekatan ketiga ini adalah premi yang diharapkan melebihi nilai *bond yield* perusahaan ( $K_d$ ) dengan maksud menarik investor untuk investasi pada obligasi yang lebih berisiko.

$$K_e = \text{Company own bond Yield} + \text{Risk Premium}$$

#### 4. Menghitung Struktur Modal

Menurut Wibowo (2005), struktur modal adalah pertimbangan atau perbandingan antara modal asing jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal merupakan hal yang penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek langsung terhadap posisi finansial perusahaan. Perhitungan struktur perusahaan dapat dilakukan dengan cara menjumlahkan komposisi hutang jangka panjang dengan komposisi modal saham. Kemudian untuk menghitung berapa komposisi hutang (%) adalah hutang jangka panjang dibagi jumlah struktur modal secara keseluruhan dan hasil pembagian tersebut dikalikan 100%. Demikian pula untuk komposisi modal saham. Proporsi atas hutang dan modal yang telah dihitung tersebut akan dijadikan komponen dalam perhitungan WACC.

#### 5. Menghitung *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)

WACC sama dengan jumlah biaya dari setiap komponen modal seperti hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan ekuitas pemegang saham yang ditimbang berdasarkan proporsi relatifnya dalam struktur modal perusahaan. Young dan O'Byrne (2002) berpendapat bahwa biaya modal suatu perusahaan tidak hanya bergantung pada biaya hutang dan pembiayaan ekuitas tetapi juga seberapa banyak dari masing-masing komponen biaya modal ini dimiliki dalam struktur modal. Hubungan ini digabungkan dalam biaya modal rata-rata tertimbang *weighted average cost of capital* (WACC) yang dihitung dengan rumus Brigham dan Houston (2001):

$$WACC = (Kd^* \times Pd) + (Ke \times Pe)$$

Dimana:

Kd\* = Biaya hutang setelah pajak

Ke = Biaya modal sendiri

Pd = Proporsi hutang

Pe = Proporsi modal sendiri

Di dalam perhitungan biaya modal tertimbang ini yang dipakai adalah modal yang tertanam dalam jangka panjang dalam perusahaan.

#### 6. Menghitung Modal yang Diinvestasikan (*Capital Employed*)

Modal yang diinvestasikan sama dengan jumlah ekuitas pemegang saham, seluruh hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang yang menanggung bunga, hutang dan kewajiban jangka panjang lain. Modal yang diinvestasikan terdiri dari jumlah hutang jangka pendek, pinjaman bank/sewa guna usaha/obligasi jangka panjang, kewajiban pajak tanggungan, kewajiban jangka panjang lainnya, hak minoritas atas aktiva bersih anak perusahaan dan ekuitas.

#### 7. Menghitung EVA

Eva dihitung dengan menggunakan rumus:

$$EVA = NOPAT - Capital\ charges$$

Dimana:

$$NOPAT = EBIT - (1 - \text{tarif pajak})$$

$$Capital\ charges = WACC \times Invested\ Capital$$

NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*) adalah sejumlah laba perusahaan yang akan dihasilkan jika perusahaan tersebut tidak memiliki utang dan tidak memiliki aset finansial. *Capital charges* (biaya modal) adalah aliran kas yang dibutuhkan untuk mengganti dana para investor atas risiko dari modal yang ditanamkannya (Tunggal, 2008).

#### Return Saham

*Return* yang diperoleh pemegang saham bisa berupa *capital gain* ataupun dividen. *Capital gain* diperoleh dari kegiatan jual beli saham. *Capital gain* akan tercipta bila terjadi kenaikan harga saham, dan *capital loss* tercipta bila terjadi penurunan harga saham. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa return realisasi yang sudah terjadi atau return ekspektasi yang belum terjadi tetapi diharapkan terjadi dimasa yang akan datang. (Hartono, 2003).

Investor akan mempertimbangkan tingkat imbalan yang diharapkan (*expected return*) dimasa yang akan datang untuk suatu investasi yang dilakukannya saat ini. *Return* yang direalisasikan belum tentu sesuai dengan yang diharapkan, ketidakpastian ini disebut risiko. Risiko dan *return* mempunyai hubungan positif, semakin tinggi risiko semakin tinggi return yang dihasilkan, begitu pula sebaliknya (Hartono, 2003)

Hartono (2003) dalam bukunya juga menjelaskan ada 3 cara untuk menghitung return realisasi (*realized return*), yaitu:

Return total (*total return*), yaitu *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang tertentu. Return total terdiri dari *capital gain(loss)* dan *yield*. *Capital gain (loss)* merupakan selisih harga investasi sekarang dan masa lalu. *Yield* merupakan presentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi. Bila dirumuskan secara matematis yaitu:

$$\text{Return saham} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Return relatif (*relative return*) yaitu total return ditambah 1.

Return kumulatif (*cumulative return*) yaitu akumulasi return dari return awal.

$$IKK = KK_0 (1+R_1)(1+R_2)\dots(1+R_n)$$

IKK = indeks kemakmuran kumulatif

KK<sub>0</sub> = kekayaan awal

R<sub>t</sub> = *return* periode t

## Kerangka pemikiran & Pengembangan Hipotesis

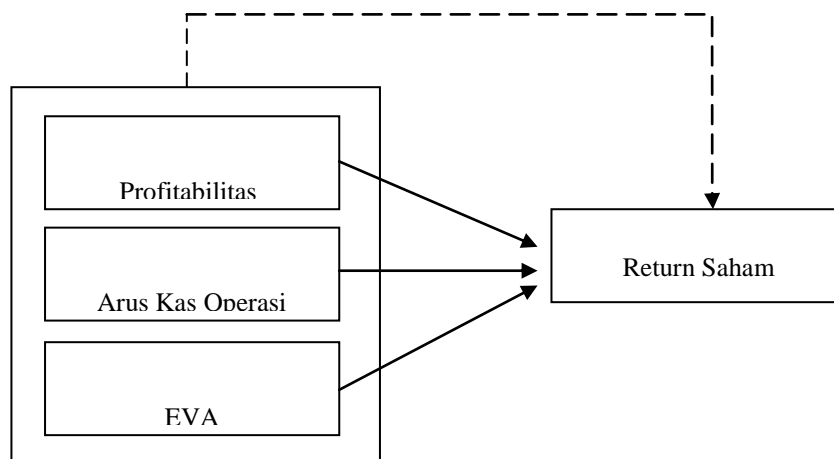
Motif utama seseorang menginvestasikan modal dalam bentuk saham adalah untuk mendapatkan keuntungan yang berupa *capital gain* dan *dividen* apabila investasi tersebut dilakukan untuk jangka panjang. Selain keuntungan, investasi dalam saham juga menimbulkan risiko. Risiko dan *return* mempunyai hubungan positif, yang berarti semakin tinggi risiko maka semakin tinggi pula *return* yang dihasilkan, begitu pula sebaliknya (Hartono, 2003). Investor perlu melakukan analisis kinerja terhadap perusahaan dalam menentukan kebijakan investasi yang dilakukan agar investasi tersebut memiliki suatu *return* yang diharapkan (*expected return*) dan risiko yang masih dapat ditoleransi. Dalam hal ini laporan keuangan perusahaan sangat bermanfaat sebagai sumber informasi untuk menilai kinerja perusahaan.

Kinerja perusahaan dapat dilihat dari rasio profitabilitas yang diwakili oleh ROA dan ROE sebagai ukuran efisiensi dan efektivitas pihak manajemen dalam memanfaatkan modal (saham) yang ditanamkan oleh investor untuk proses operasinya sehingga dapat menghasilkan *return* yang memuaskan bagi investor. EVA yang diperkenalkan oleh Stern dan Stewart adalah cara mengukur kinerja, dimana EVA positif identik dengan penciptaan nilai bagi pemegang saham. Nilai bagi pemegang saham adalah keuntungan yang ia peroleh dari investasi saham itu. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan nilai akan berdampak pada permintaan saham dan kemudian meningkatkan harga saham tersebut sehingga *return* yang diperoleh melalui *capital gain* pun besar. Kemampuan menciptakan nilai kemudian akan menarik investor untuk mengharapkan adanya pembagian *dividen*.

Mengenai *dividen*, arus kas operasi merupakan indikator atas adanya arus kas yang tersedia. Arus kas yang tersedia tersebut akan digunakan oleh manajemen untuk melunasi pinjaman dan membayar *dividen* sehingga akan menambah *return* pemegang saham.

Penelitian tentang *return* saham yang dilakukan oleh Yogi Marshal (2009), Mei Hotma Munte (2009), Wibowo (2005), serta Pradhono dan Yulius Jogi Christiawan (2004) menunjukkan adanya pengaruh yang berbeda antara EVA, profitabilitas maupun arus kas operasi atas *return* saham walaupun dalam kenyataannya dalam berbagai rumus, variabel tersebut berhubungan dengan *return* saham.

Gambar 1 Model Kerangka Pemikiran





Penelitian yang dilakukan oleh Wibowo (2005) menunjukkan bahwa rasio profitabilitas (ROE dan ROA) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap return saham, hasil ini berbeda dengan yang diperoleh oleh Munte (2009) yang menyatakan bahwa ROE memberikan pengaruh signifikan terhadap return saham. Untuk variabel arus kas operasi, penelitian yang dilakukan oleh Pradhono dan Yogi Marshal (2004) sama-sama menunjukkan adanya pengaruh arus kas operasi terhadap return saham, walaupun nilainya tidak signifikan. Sedangkan menurut Yogi Marshal (2009) EVA berpengaruh negative, tetapi tidak signifikan terhadap return saham. Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, maka dibentuklah hipotesis penelitian sebagai berikut:

**H1:** Profitabilitas, Arus Kas Operasi, dan EVA secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap return saham.

**H2:** Profitabilitas, Arus Kas Operasi, dan EVA secara simultan mempunyai pengaruh signifikan terhadap return saham.

## Metode Penelitian

### Populasi dan Sampel

Pada penelitian ini yang menjadi populasi adalah semua perusahaan pertambangan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009 sampai 2010 serta menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 2009 sampai 2010.

Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metoda *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representative sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria yang digunakan dalam memilih sampel adalah sebagai berikut:

1. Terdaftar di BEI sejak tahun 2009
2. Termasuk dalam sektor pertambangan sejak tahun 2009
3. Memiliki laporan keuangan lengkap dari tahun 2009 -2010

## Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

### Variabel Penelitian

Ada dua macam variabel yang diamati dalam penelitian ini yaitu Variabel dependen: Y, pada penelitian ini adalah *return* saham. Dan variabel independen: X, pada penelitian ini adalah:

1. EVA (*Economic Value Added*) =  $X_1$
2. Profitabilitas (ROA dan ROE) =  $X_2$
3. Arus kas operasi (*Operating Cash Flow*) =  $X_3$

### Definisi Operasional

Definisi Operasional Variabel adalah definisi dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, dan menunjukkan cara pengukuran dari masing-masing variabel tersebut, pada setiap indikator dihasilkan dari data sekunder dan dari suatu perhitungan terhadap formulasi yang mendasarkan pada konsep teori. Pengertian dari masing-masing variabel penelitian ini adalah :

#### 1. Return saham

Yang dimaksud dengan variabel *return* saham adalah rata-rata harga saham selama periode penelitian yaitu dari tahun 2009 sampai dengan 2010 atau sebanyak 104 minggu. *Return* mingguan digunakan untuk memperoleh kecukupan *time series* agar cukup valid dengan *return* mingguan digunakan maka terdapat 52 minggu dalam satu tahun. Jika *return* bulanan digunakan maka akan diperoleh 12 *return*. Selain itu *return* bulanan menghasilkan pengaruh yang kurang bagus untuk *return* untuk periode yang pendek (Brown dan Warner, 1980). *Return* harian tidak digunakan karena sebuah pasar modal yang berkembang dengan tingkat perdagangan yang tipis, menghasilkan bias (Brown dan Warner; Hartono, 1998). Rumusan penghitungan *Return* Saham mingguan sebagai berikut :

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

Dimana:

$R_{it}$  = keuntungan terhadap saham perusahaan ke-i pada minggu t

$P_{it}$  = harga saham penutupan pada hari Jumat minggu ke t untuk perusahaan i

$P_{it-1}$  = harga saham penutupan pada hari jumat minggu ke t-1 untuk perusahaan i

Jika terdapat dividen yang dibagikan ( $D_{it}$ ), maka persamaan menjadi:

$$R_{it} = \frac{P_{it} + P_{it-1} + (D_{it}/52)}{P_{it-1}}$$

## 2. Economic Value Added

EVA adalah laba operasional setelah pajak (NOPAT) dikurangi biaya modal dari investasi atau modal yang digunakan. NOPAT merupakan laba operasi perusahaan setelah pajak dan mengukur laba yang diperoleh perusahaan dari operasi berjalan. Biaya modal sama dengan modal yang diinvestasikan perusahaan dikalikan rata-rata tertimbang (*weighted average*) dari biaya modal (WACC). WACC sama dengan jumlah biaya dari setiap komponen modal (utang jangka pendek, utang jangka panjang dan ekuitas pemegang saham) ditimbang berdasarkan proporsi relatifnya dalam struktur modal perusahaan pada nilai pasar. Rumusan untuk menghitung EVA yang digunakan adalah:

$$EVA = NOPAT - Cost\ of\ capital$$

atau

$$EVA = (ROA - WACC) \times capital\ invested$$

## 3. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam kegiatan operasinya. Profitabilitas menyangkut efektifitas manajemen dalam menggunakan total aktiva maupun aktiva bersih seperti yang tercatat dalam neraca. Dalam penelitian ini rasio profitabilitas yang digunakan adalah ROE dan ROA, yang dijelaskan sebagai berikut:

### a. ROE (Return on Equity)

ROE adalah suatu rasio yang mengukur seberapa efektif perusahaan memanfaatkan kontribusi pemilik dan/atau seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber-sumber lain untuk kepentingan pemilik.

$$ROE = \frac{\text{Laba bersih sebelum pajak}}{\text{Total ekuitas}}$$

### b. ROA (Return on Asset)

Rasio ini sering juga disebut sebagai *Return on Investment*. Rasio ini mengukur seberapa efektif perusahaan dalam memanfaatkan sumber ekonomi yang ada untuk menghasilkan laba. Untuk menghitung ROA digunakan rumus:

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih sebelum pajak}}{\text{total aktiva}}$$

## 4. Arus kas operasi (Operating Cash Flow)

Arus kas operasi adalah selisih bersih antara penerimaan dan pengeluaran kas yang berasal dari aktivitas operasi selama satu tahun buku sebagaimana tercantum dalam Laporan Arus Kas. Arus kas operasi diukur dengan satuan rupiah per lembar saham

**Tabel IV**  
pengukuran variabel

| Variabel                         | Definisi variable   | Parameter   | Skala Pengukuran |
|----------------------------------|---|---|------------------|
| Keuntungan saham (Y)             | Adalah <i>return</i> yang diharapkan para investor dari kenaikan harga saham dan pembagian dividen                                | $R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$                           | Rasio            |
| EVA (X <sub>1</sub> )            | Pengukuran laba ekonomi dalam suatu perusahaan atau meningkatkan nilai dari modal investor atau pemegang saham tanamkan           | <i>Net Operating – Capital charge</i>                                   | Rasio            |
| Profitabilitas (X <sub>2</sub> ) | Efektifitas perusahaan memanfaatkan kontribusi pemilik<br>Efektifitas perusahaan dalam memanfaatkan sumber ekonomi yang ada untuk | $ROE = \frac{IBT}{total\ ekuitas}$<br>$ROA = \frac{IBT}{total\ aktiva}$ | Rasio            |

|                            |   |  |       |
|----------------------------|---|--|-------|
|                            | menghasilkan laba   |  |       |
| Arus Kas Operasi ( $X_3$ ) | Selisih bersih antara penerimaan dan pengeluaran kas yang berasal dari aktivitas operasi selama satu tahun buku | $OCF = \text{Operating cash inflow} - \text{operating cash outflow}$ | Rasio |

## Data, Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data sekunder adalah data yang diperoleh dalam bentuk jadi, dikumpulkan, dan diolah oleh pihak lain, biasanya dalam bentuk publikasi laporan keuangan tahunan. Data saham yang dipakai adalah data saham kategori pertambangan sbusketor logam dan mineral lainnya beserta laporan keuangannya. Data tersebut diperoleh dari *Yahoo!finance*, *JSX Statistics*, *homepage* BEI, dan pusat data ekonomi bisnis UGM.

Metode pengumpulan data dengan metode dokumentasi dan studi pustaka. Metode dokumentasi adalah merupakan pengumpulan data dengan cara mencatat dan mempelajari dokumen–dokumen atau arsip–arsip yang relevan dengan masalah yang diteliti. Studi pustaka adalah metode yang dilakukan dengan cara mencari teori–teori yang relevan dengan pokok bahasan dan telaah terhadap teori tersebut.

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis data kuantitatif, untuk memperkirakan secara kuantitatif pengaruh dari beberapa variabel Independen secara bersama-sama maupun secara sendiri-sendiri terhadap variabel dependen. Hubungan fungsional antara satu variabel dependen dengan variabel independen dapat dilakukan dengan regresi berganda dan menggunakan data gabungan antara *cross section* dan *time series*.

## Metode penelitian

Penelitian ini bersifat kausal komparatif, dimana karakteristik masalah berupa hubungan sebab akibat antara dua variabel atau lebih. Penelitian ini menjelaskan hubungan antara variabel-variabel penelitian yaitu variabel independen (*Economic Value Added*, profitabilitas dan arus kas operasi) dan variabel dependen (*return* saham) serta menguji hipotesis yang telah dirumuskan.

## Metode Analisis data

### Pengujian Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik digunakan untuk mengetahui kondisi data yang digunakan dalam penelitian. Hal ini dilakukan agar diperoleh model analisis yang tepat. Model analisis regresi linier penelitian ini mensyaratkan uji asumsi terhadap data yang meliputi : Uji multikolenieritas dengan matrik korelasi antara variabel-variabel bebas, Uji heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID), Uji normalitas menggunakan *scatter plot*, dan Uji autokorelasi melalui uji Durbin-Watson (DW test).

### Uji Multikolinearitas

Bertujuan menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Pada model regresi yang baik seharusnya antar variabel independen tidak terjadi korelasi. Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas dalam model regresi dapat dilihat dari *tolerance value* atau *variance inflation factor (VIF)*. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas didalam model ini adalah sebagai berikut :

- Nilai  $R^2$  sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel bebas banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel terikat.
- Menganalisa matrik korelasi antar variabel bebas. Jika terdapat korelasi antar variabel bebas yang cukup tinggi ( $> 0,9$ ), hal ini merupakan indikasi adanya multikolenaritas.
- Dilihat dari nilai VIF dan Tolerance. Nilai *cut off Tolerance*  $< 0.10$  dan  $VIF > 10$ , berarti terdapat multikolinearitas.

Jika terjadi gejala multikolinearitas yang tinggi, *standard error* koefisien regresi akan semakin besar dan mengakibatkan *confidence interval* untuk pendugaan parameter semakin lebar. Dengan demikian terbuka kemungkinan terjadinya kekeliruan yaitu menerima hipotesis yang salah. Uji multikolinearitas dapat dilaksanakan dengan jalan meregresikan model analisis dan melakukan uji korelasi antar independen variabel dengan menggunakan *variance inflating factor (VIF)*. Batas VIF adalah 10 apabila nilai VIF lebih besar dari pada 10 maka terjadi multikolinearitas.

### Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari *residual* satu pengamatan ke pengamatan lain. Model regresi yang baik adalah yang terjadi homokedastisitas

atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji *Glejser*. Dasar pengambilan keputusan uji heteroskedastisitas melalui uji *Glejser* dilakukan sebagai berikut:

- a. Apabila koefisien parameter beta dari persamaan regresi signifikan statistik, yang berarti data empiris yang diestimasi terdapat heteroskedastisitas.
- b. Apabila probabilitas nilai test tidak signifikan statistik, maka berarti data empiris yang diestimasi tidak terdapat heteroskedastisitas.

Bila terjadi gejala heteroskedastisitas akan menimbulkan akibat varians koefisien regresi menjadi minimum dan *confidence interval* melebar sehingga uji signifikansi statistik tidak valid lagi. Heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Deteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada atau tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi dan sumbu X adalah residual (Y prediksi – Y sesungguhnya) yang telah *di-studentized*. Apabila ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Apabila pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

### Uji Normalitas

Uji Normalitas data dilakukan untuk melihat apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan melihat normal *probability* plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari data yang sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk garis lurus diagonal dan plotting data akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data adalah normal, maka data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya.

Uji ini dilakukan dengan cara melihat penyebaran data (titik) pada diagonal atau grafik. Apabila data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Apabila data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas

### Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan periode  $t-1$  (sebelumnya). Jika terjadi korelasi maka dinamakan ada problem autokorelasi. Model regresi yang baik adalah yang bebas autokorelasi. Untuk mendeteksi autokorelasi, dapat dilakukan uji statistik melalui uji *Durbin-Watson* (DW test). Dasar pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi adalah sebagai berikut:

1. Bila nilai DW terletak diantara batas atas atau *upper bound* ( $du$ ) dan ( $4-du$ ) maka koefisien autokorelasi = 0, berarti tidak ada autokorelasi.
2. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau *lower bound* ( $dl$ ) maka koefisien autokorelasi  $> 0$ , berarti ada autokorelasi positif.
3. Bila nilai DW lebih besar dari ( $4-dl$ ) maka koefisien autokorelasi  $< 0$ , berarti ada autokorelasi negatif.
4. Bila nilai DW terletak antara  $du$  dan  $dl$  atau DW terletak antara ( $4-du$ ) dan ( $4-di$ ), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

### Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis yang telah ditentukan, maka teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda (*multiple regression*). Alat analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel EVA, ROE, ROA, dan arus kas operasi terhadap *return* saham perusahaan pertambangan subsektor logam dan mineral lainnya di Bursa Efek Indonesia.

Model regresi linier berganda yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + e$$

|                 |   |
|-----------------|---|
| Y               | = <i>return</i> per tahun atas saham perusahaan, dirata-ratakan dari periode 2003 sampai dengan 2010. |
| a               | = konstanta   |
| $b_1, b_2, b_3$ | = koefisien regresi   |
| $x_1$           | = <i>economic value added</i>   |
| $x_2$           | = <i>profitability</i>  |
| $x_3$           | = <i>operating cash flow</i>  |

$$e = error$$

Nilai koefisien regresi sangat berarti sebagai dasar analisis. Koefisien  $b$  akan bernilai positif (+) jika menunjukkan hubungan yang searah antara variabel independen dengan variabel dependen, Artinya kenaikan variabel independen akan mengakibatkan kenaikan variabel dependen, begitu pula sebaliknya jika variabel independen mengalami penurunan. Sedangkan nilai  $b$  akan negatif jika menunjukkan hubungan yang berlawanan. Artinya kenaikan variabel independen akan mengakibatkan penurunan variabel dependen, demikian pula sebaliknya.

### **Pengujian Terhadap Koefisien Regresi Secara Simultan (Uji F)**

Pengujian terhadap koefisien regresi secara simultan dilakukan dengan uji F. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh semua variabel independen yang terdapat di dalam model secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel dependen. Dengan tingkat signifikansi sebesar 5% nilai F ratio dari masing-masing koefisien regresi kemudian dibandingkan dengan nilai t tabel. Jika F rasio  $>$  F tabel atau prob-sig  $<$   $\alpha = 5\%$  berarti bahwa masing-masing variabel independen berpengaruh secara positif terhadap dependen. Uji F digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh suku bunga, inflasi, nilai tukar, dan pertumbuhan ekonomi terhadap *Return* saham secara simultan. Langkah-langkah yang dilakukan adalah :

1. Merumuskan Hipotesis ( $H_a$ )  
 $H_a$  diterima : berarti terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan.
2. Menentukan tingkat signifikansi yaitu sebesar 0.05 ( $\alpha=0.05$ )
3. Membandingkan F hitung dengan F tabel Nilai F hitung, jika :
  - a. Bila F hitung  $<$  F tabel, variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.  
PV hasil  $<$  PV Peneliti ( $\alpha < 0,05$ ) maka  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima.
  - b. Bila F hitung  $>$  1 tabel, variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.  
PV Hasil  $>$  PV Peneliti ( $\alpha > 0,05$ ) maka  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak.
4. Berdasarkan *probability value*  
Dengan menggunakan nilai probabilitas,  $H_a$  akan diterima dan  $H_0$  ditolak jika probabilitas kurang dari 0,05
5. Menentukan nilai koefisien determinasi,  
dimana koefisien menunjukkan seberapa besar variabel independen pada model yang digunakan mampu menjelaskan variabel dependennya.

### **Pengujian Dengan Koefisien Regresi Parsial (Uji T)**

Pengujian terhadap koefisien regresi secara parsial dilakukan dengan uji t. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui signifikansi peran secara parsial antara variabel independen terhadap variabel dependen dengan mengasumsikan bahwa variabel independen lain dianggap konstan. Dengan tingkat signifikansi sebesar 5%, nilai t hitung dari masing-masing koefisien regresi kemudian dibandingkan dengan nilai t tabel. Jika t-hitung  $>$  t-tabel atau prob-sig  $<$   $\alpha = 5\%$  berarti bahwa masing-masing variabel independen berpengaruh secara positif terhadap variabel dependen.

## **Hasil Penelitian & Pembahasan**

### **Uji Asumsi klasik**

#### **Uji Normalitas**

Pengujian menggunakan Kolmogorov-Smirnov dilakukan dengan membuat hipotesis:

$H_0$  : data residual berdistribusi normal

$H_a$  : data residual tidak berdistribusi normal

Apabila nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05 ( 5%) maka  $H_0$  diterima, sedangkan jika signifikansinya lebih kecil dari 0,05 (5%) maka  $H_0$  ditolak.

**Tabel VI Uji Normalitas  
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

|                                  |                | residual |
|----------------------------------|----------------|----------|
| N                                |                | 34       |
| Normal Parameters <sup>a,b</sup> | Mean           | -.1132   |
|                                  | Std. Deviation | .76805   |
| Most Extreme Differences         | Absolute       | .204     |
|                                  | Positive       | .204     |
|                                  | Negative       | -.102    |
| Kolmogorov-Smirnov Z             |                | 1.187    |
| Asymp. Sig. (2-tailed)           |                | .119     |

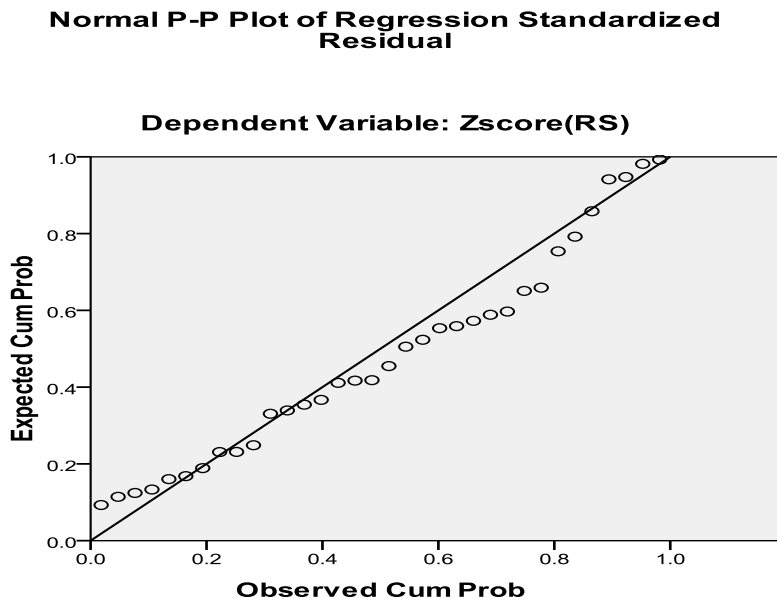
Sumber : Hasil olah data SPSS oleh Penulis, 2011

Dari hasil pengolahan data tersebut, besarnya nilai Kolmogorov-Smirnov menunjukkan angka 1,187 dan signifikan pada 0,119 maka dapat disimpulkan data terdistribusi secara normal karena  $p = 0,119 > 0,05$ . Data yang diuji adalah data residual, karena data digunakan dalam uji regresi sehingga harus memenuhi asumsi BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*) (Azwar Rhosyied, 2009).

### Pengujian Normalitas Data Dengan Grafik Normal Plot

Berdasar grafik 1 dibawah dapat dilihat titik-titik menyebar sepanjang garis diagonal, dengan demikian data merupakan data normal. Santoso (2005), menyatakan bahwa jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

**Grafik I**



## Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas dilakukan untuk melihat adanya keterikatan antara variabel independen, atau dengan kata lain setiap variabel independen dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Untuk melihat apakah ada kolinearitas dalam penelitian ini, akan dilihat dari nilai variance inflation factor (VIF). Batas nilai VIF yang diperkenankan adalah lebih dari 1 dan dibawah 10 ( $1 < VIF < 10$ ). Nilai VIF dapat dilihat dalam tabel dibawah ini:

**Tabel VII Uji Multikolinearitas  
Coefficients<sup>a</sup>**

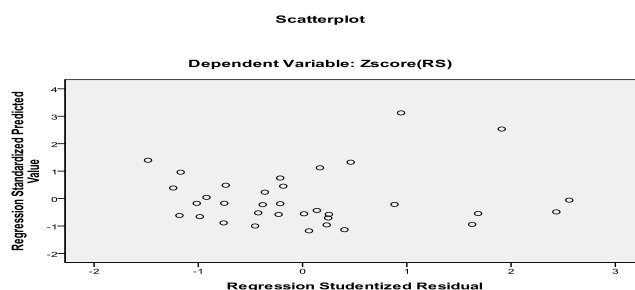
| Model        | Collinearity Statistics |       |
|--------------|-------------------------|-------|
|              | Tolerance               | VIF   |
| 1 (Constant) |                         |       |
| Zscore(OCF)  | .131                    | 7.654 |
| Zscore(ROA)  | .141                    | 7.109 |
| Zscore(ROE)  | .118                    | 8.452 |
| Zscore(EVA)  | .111                    | 9.032 |

Sumber : Hasil olah data SPSS oleh Penulis, 2011

## Uji Heterodiksitas

Hasil pengujian antara ZPRED dan SRESID dapat dilihat dalam grafik berikut.

**Grafik II**



Sumber : Hasil olah data SPSS oleh Penulis, 2011

Hasil pengujian *scatterplot* menunjukkan bahwa titik-titik yang ada terlihat menyebar secara acak serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas pada persamaan regresi yang akan diuji.

## Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menganalisis apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan tingkat kesalahan pada periode t-1. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang tahun yang berkaitan antara satu dengan yang lainnya, hal ini sering ditemukan pada time series.

Hasil pengujian pada tabel memperlihatkan nilai statistik Durbin – Watson sebesar 1,783. Nilai ini akan dibandingkan dengan nilai tabel Durbin – Watson dengan nilai signifikan 5%, jumlah sampel = 34, jumlah variabel independen 4 ( $k=4$ ). Maka ditabel Durbin – Watson akan didapat nilai  $d_l = 1,208$  dan  $d_u = 1,728$ . Nilai

DW sebesar 1,783 terletak diatas batas atas du dan lebih kecil dari 2,272 (4 – du atau 4 – 1,728), maka diperoleh kesimpulan bahwa dalam data yang akan diuji tidak terdapat autokorelasi antar variabel independen.

**Tabel VIII Uji Autokorelasi**  
**Model Summary<sup>b</sup>**

| Model | R                 | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1     | .435 <sup>a</sup> | .189     | .078              | .74869687                  | 1.783         |

Sumber : Hasil olah data SPSS oleh Penulis, 2011

a. Predictors: (Constant), Zscore(EVA), Zscore(ROA), Zscore(OCF), Zscore(ROE)

b. Dependent Variable: Zscore(RS)

## Pengujian Hipotesis

Hasil pengolahan data untuk regresi linier berganda adalah sebagai berikut:

**Tabel IX Persamaan Regresi**  
**Model Summary<sup>b</sup>**

| Model | R                 | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1     | .435 <sup>a</sup> | .189     | .078              | .74869687                  |

Sumber : Hasil olah data SPSS oleh Penulis, 2011

Pada tampilan output SPSS model summary, nilai koefisien korelasi (R) menunjukkan angka sebesar 0,435 yang berarti bahwa korelasi atau hubungan antara EVA, ROE, ROA dan OCF (variabel independen) terhadap *return* saham (variabel dependen) cukup kuat. Angka *adjusted R square* atau koefisien determinasi adalah 0,078. Angka ini menunjukkan bahwa 7,8% variasi atau perubahan dalam variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen, sedangkan sisanya sebesar 92,2% dijelaskan oleh faktor-faktor lain. *Standar Error of Estimate* (SEE) adalah 0,74869687, semakin kecil nilai SEE maka akan membuat model regresi semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

## Pengujian Secara Simultan (Uji F)

Untuk pengujian yang menunjukkan pengaruh EVA, ROA, ROE dan OCF terhadap *return* saham secara simultan digunakan uji-F. Kriteria pengujian yang digunakan adalah apabila  $F_{hitung} > F_{tabel}$  maka  $H_0$  ditolak; dan apabila  $F_{hitung} \leq F_{tabel}$  maka  $H_a$  dapat diterima.

Hasil pengolahan data melalui SPSS menunjukkan hasil sebagai berikut:

**Tabel X**  
**UJI -F**  
**ANOVA<sup>b</sup>**

| Model |            | Sum of Squares | df | Mean Square | F     | Sig.              |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1     | Regression | 3.800          | 4  | .950        | 1.695 | .178 <sup>a</sup> |
|       | Residual   | 16.256         | 29 | .561        |       |                   |
|       | Total      | 20.056         | 33 |             |       |                   |

Sumber : Hasil olah data SPSS oleh Penulis, 2011



ANOVA<sup>b</sup>

| Model |            | Sum of Squares | df | Mean Square | F     | Sig.              |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1     | Regression | 3.800          | 4  | .950        | 1.695 | .178 <sup>a</sup> |
|       | Residual   | 16.256         | 29 | .561        |       |                   |
|       | Total      | 20.056         | 33 |             |       |                   |

Sumber : Hasil olah data SPSS oleh Penulis, 2011

Tabel 10 menunjukkan bahwa F hitung adalah 1,695 dengan tingkat signifikansi 0,178. Sedangkan F tabel pada tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha = 0,05$ ) adalah 2,70. Oleh karena pada kedua perhitungan menunjukkan bahwa  $F_{hitung} < F_{tabel}$  ( $1,695 < 2,70$ ) dan pada nilai signifikan pengujian lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen secara simultan tidak mempengaruhi variabel *return* saham.

### Pengujian Secara Parsial (Uji T)

Pengujian secara parsial menggunakan uji T, yang menguji signifikansi konstanta dan setiap variabel independennya. Hasil pengolahan dapat dilihat pada tabel 11.

**Tabel XI**  
**UJI T**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

| Model |             | Unstandardized Coefficients |            | Standardized Coefficients | t      | Sig. |
|-------|-------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
|       |             | B                           | Std. Error | Beta                      |        |      |
| 1     | (Constant)  | -.351                       | .170       |                           | -2.063 | .048 |
|       | Zscore(OCF) | -.321                       | .421       | -.353                     | -.763  | .451 |
|       | Zscore(ROA) | .642                        | .321       | .891                      | 1.999  | .055 |
|       | Zscore(ROE) | -1.667                      | .716       | -1.132                    | -2.328 | .027 |
|       | Zscore(EVA) | .537                        | .454       | .594                      | 1.182  | .247 |

Sumber : Hasil olah data SPSS oleh Penulis, 2011

Dari tabel *coefficient* di atas maka model regresi yang dapat dibentuk adalah:

$$Y = -0,351 + -0,321Zscore(OCF) + 0,642Zscore(ROA) + -1,667(ROE) + 0,537Zscore(EVA)$$

Dengan hipotesis penelitian untuk pengujian secara parsial sebagai berikut:

$H_{0a}$  : OCF tidak berpengaruh terhadap *return* saham

$H_{1a}$  : OCF berpengaruh terhadap *return* saham

$H_{0b}$  : ROA tidak berpengaruh terhadap *return* saham

$H_{1b}$  : ROA berpengaruh terhadap *return* saham

$H_{0c}$  : ROE tidak berpengaruh terhadap *return* saham

$H_{1c}$  : ROA berpengaruh terhadap *return* saham

$H_{0d}$  : EVA tidak berpengaruh terhadap *return* saham

$H_{1d}$  : EVA berpengaruh terhadap *return* saham

Maka hasil output SPSS diatas dapat disimpulkan hasil pengujian secara parsial:

1. Nilai t hitung untuk variabel OCF adalah -0,763, sedangkan nilai t tabel dengan derajat kepercayaan 0,05 ( $\alpha = 0,05$ ) didapatkan nilai 2,04523. Dari hasil tersebut nilai t hitung variabel OCF terdapat pada daerah penerimaan  $H_{0a}$  yang berarti tidak ada pengaruh antara OCF dengan *return* saham.
2. Nilai t hitung untuk variabel ROA adalah 1,999, sedangkan nilai t tabel dengan derajat kepercayaan 0,1 ( $\alpha = 0,10$ ) didapatkan nilai 1,69913. Dari hasil tersebut nilai t hitung variabel ROA terdapat pada daerah penolakan  $H_{0b}$  yang berarti terdapat pengaruh antara ROA dengan *return* saham. Nilai beta sebesar 0,642 menunjukkan pengaruh yang diberikan oleh variabel ROA adalah pengaruh positif. Nilai Sig. Sebesar 0,055

- mengartikan bahwa variabel ROA secara signifikan akan berpengaruh positif terhadap *return* saham pada taraf 0,1 ( $\alpha = 0,10$ ).
3. Nilai t hitung untuk variabel ROE adalah -2,328, sedangkan nilai t tabel dengan derajat kepercayaan 0,05 ( $\alpha = 0,05$ ) didapatkan nilai 2,04523. Dari hasil tersebut nilai t hitung variabel ROE terdapat pada daerah penolakan  $H_{0c}$  yang berarti terdapat pengaruh antara ROE dengan *return* saham. Nilai beta sebesar -1.667 menunjukkan pengaruh yang diberikan oleh variabel ROE adalah pengaruh negatif. Nilai Sig. Sebesar 0,027 mengartikan bahwa variabel ROE secara signifikan akan berpengaruh negatif terhadap *return* saham pada taraf 0,05 ( $\alpha = 0,05$ ).
  4. Nilai t hitung untuk variabel EVA adalah 1.182, sedangkan nilai t tabel dengan derajat kepercayaan 0,05 ( $\alpha = 0,05$ ) didapatkan nilai 2,04523. Dari hasil tersebut nilai t hitung variabel EVA terdapat pada daerah penerimaan  $H_{0d}$  yang berarti tidak ada pengaruh antara EVA dengan *return* saham.

## **Pembahasan**

### **Pengaruh EVA, Profitabilitas dan *Operating Cash Flow* terhadap *return* saham**

Berdasarkan hasil uji statistik di atas menunjukkan bahwa secara simultan tolak ukur kinerja berdasarkan profitabilitas (melalui ROA dan ROE), EVA dan *operating cash flow* tidak mempunyai kontribusi yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa tolak ukur kinerja berdasarkan akuntansi yang lebih mengarah pada data historis bukanlah faktor utama yang menentukan harga saham ataupun pembagian dividen. Harga saham suatu perusahaan di bursa efek mencerminkan harapan atau ekspektasi pasar terhadap saham perusahaan yang bersangkutan. Harapan investor bisa dihasilkan dari informasi (proyeksi) yang diterimanya. Harapan ini seringkali jauh berbeda dengan data historis.

Kondisi makro ekonomi di Indonesia dan global, pada tahun 2009 juga mengakibatkan rendahnya harga saham di bursa efek yang kemudian akan berpengaruh pada *return* saham yang didasarkan pada *capital gain*, sedangkan OCF yang berasal dari proses operasi ikut terhambat dalam memberikan *return* saham berupa dividen karena adanya kelesuan pasar yang mengakibatkan penurunan pada angka penjualan. Selain itu, menurut Djawahir (2001) meningkatnya harga saham tidak beriringan dengan fundamental perusahaan, tetapi dipengaruhi adanya *corporate action* ataupun aksi goreng-menggoreng saham yang dilakukan oleh pihak tertentu. Di sisi lain, ada juga kekuranglengkapan dan keraguan terhadap data laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan.

### **Pengaruh *Economic Value Added* terhadap *return* saham**

Hasil pengujian menunjukkan bahwa EVA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pradhono dan Yulius Jogi Cristiawan (2004), Lucky Bani Wibowo (2005), Yogi Marshal (2009). Dengan sampel yang berbeda, hal ini makin menguatkan bahwa preferensi investor di Indonesia masih belum melihat EVA sebagai tolak ukur dalam penentuan kebijakan penanaman modalnya.

Secara fundamental, pada periode penelitian diketahui bahwa banyak perusahaan masih harus menanggung beban pokok dan bunga hutang yang besar, yang antara lain disebabkan akibat fluktuasi nilai tukar valuta asing pada masa sebelumnya yang disebabkan ketidakpastian akibat krisis global. Untuk menghitung EVA, beban bunga hutang ini masih harus ditambah dengan beban ekuitas, yang berikutnya akan menjadi komponen utama dari *capital charges*, yang akan dikurangkan dari *Adjusted NOPAT*. Untuk menanggung beban bunga dari hutang saja, banyak perusahaan hanya mampu menghasilkan laba yang minim atau bahkan menderita kerugian, sebagaimana tampak dalam laporan laba rugi, apalagi kalau harus memperhitungkan beban ekuitas. Inilah yang menyebabkan banyak perusahaan akhirnya menghasilkan EVA yang negatif.

Sebab lain yang bisa dikaitkan dengan hasil di atas adalah kenyataan mengenai kerumitan perhitungan EVA. Angka EVA tidak langsung tersedia di laporan keuangan perusahaan, berbeda dengan arus kas operasi yang bisa langsung diperoleh laporan arus kas maupun perhitungan rasio profitabilitas yang lebih mudah perhitungannya. Untuk menghitung EVA, diperlukan banyak data, terutama untuk penyesuaian akuntansi dan perhitungan WACC, yang berasal dari catatan atas laporan keuangan ataupun sumber lainnya. Sebagai akibat dari kerumitan ini, para pelaku pasar modal menghadapi kendala waktu untuk mengambil keputusan investasi jika harus melakukan perhitungan EVA terlebih dahulu.

### **Pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham**

Pengukuran profitabilitas perusahaan yang diwakili oleh ROA dan ROE menunjukkan pengaruh secara signifikan terhadap *return* saham, hasil ini sejalan dengan penelitian oleh Mei Hotma Mariati Munte (2009) tetapi berbeda dengan hasil penelitian Lucky Bani Wibowo (2005). Perbedaan dapat disebabkan periode dan sampel yang berbeda dan penggunaan perhitungan *return*, dimana dalam penelitian yang dilakukan oleh Wibowo yang digunakan adalah *return* total sedangkan pada penelitian ini menggunakan *return* rata-rata.

Variabel ROA pada dasarnya memperhitungkan kemampuan perusahaan menghasilkan suatu laba terlepas dari dana yang dipakai dan ROE yang memperhitungkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bagi pemegang saham setelah dikurangi biaya bunga atau saham preferen masih menjadi pilihan utama bagi para investor dalam perhitungan atas preferensi investasinya. ROA dan ROE sebenarnya berbeda, tetapi mereka secara bersama-sama memberikan gambaran yang jelas tentang efektivitas manajemen. Jika ROA menunjukkan tingkat utang wajar, ROE yang kuat adalah sinyal kuat bahwa manajer melakukan pekerjaan yang baik untuk menghasilkan keuntungan dari investasi para pemegang sahamnya. ROE sendiri menjadi petunjuk bahwa manajemen akan memberikan pemegang saham lebih dari uang yang mereka investasikan. Di sisi lain, jika ROA rendah atau perusahaan membawa banyak utang, ROE tinggi dapat memberikan kesan palsu investor tentang aset perusahaan.

### **Pengaruh *Operating Cash Flow* terhadap return saham**

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *operating cash flow* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap return yang diterima oleh pemegang saham. Penelitian yang dilakukan oleh Pradhono dan Yulius Jogi Cristiawan (2004) menunjukkan arus kas operasi memberikan suatu pengaruh signifikan, sedangkan penelitian Yogi Marshal (2009) memberikan simpulan bahwa arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap return saham, walaupun arah korelasinya positif.

Tidak terdapatnya pengaruh antara arus kas operasi dengan return saham didasarkan pemikiran bahwa *operating cash flow* yang tinggi tidak selalu mendukung bahwa perusahaan akan membagikan dividen yang tinggi pula, karena hal itu tergantung atas kebijakan perusahaan dalam mengontrol keuangannya. *Operating cash flow* yang positif akan dikurangkan terlebih dahulu dengan *investing cash flow* dan kemudian akan jika ada kelebihan maka akan dialokasikan kepada pembayaran hutang dan bunga terlebih dahulu sehingga menjadikan kas yang tersedia akan berkurang, bahkan tidak mencukupi sehingga perusahaan harus menambah kasnya dari pendanaan sumber-sumber eksternal. Kemungkinan lain yang menyebabkan tidak berpengaruhnya arus kas operasi adalah perbedaan antara pendapatan operasi dengan laba bersih dimana investor akan lebih dahulu melihat laporan laba rugi dibanding laporan arus kas. Sentiman negatif dari pelaku pasar juga akan ikut mempengaruhi harga saham suatu perusahaan

## **Simpulan dan Saran**

### **Simpulan**

Berdasarkan hasil penelitian di atas, maka diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Secara simultan tolok ukur kinerja berdasarkan profitabilitas (melalui ROA dan ROE), EVA dan *operating cash flow* tidak mempunyai kontribusi yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Hal ini dipengaruhi adanya kecenderungan investor dalam mempertimbangkan investasi berdasarkan ekspektasi pasar tanpa melakukan analisis fundamental secara lebih jauh.
2. Secara parsial hanya ukuran profitabilitas, diwakili oleh ROA dan ROE, yang memberikan pengaruh signifikan. Sedangkan untuk arus kas operasi (*operating cash flow*) dan *economic value added* belum memberikan suatu kontribusi signifikan bagi peningkatan return saham walaupun. Tidak berpengaruhnya variabel EVA lebih dikarenakan perhitungan yang rumit dan memakan waktu sehingga tidak banyak investor yang menghitung EVA sebelum menanamkan modalnya sedangkan dalam variabel *operating cash flow* dinilai masih mengandung ketidakpastian pembayaran dividen dikarenakan arus kas operasi bersih akan dialokasikan terlebih dahulu untuk proses investasi, pengembangan usaha dan pembayaran hutang serta bunga kepada pihak eksternal.

### **Saran**

Berdasarkan simpulan tersebut maka disarankan sebagai berikut:

1. Bagi peneliti lainnya, pengukuran berdasar variabel arus kas operasi tidak memberikan pengaruh signifikan, maka dalam penelitian selanjutnya penambahan variabel atau penggantian penggunaan variabel arus kas operasi menjadi arus kas bebas dinilai akan memberikan hasil lebih baik. Penambahan periode penelitian serta sampel juga akan mendukung proses analisa data sehingga hasil penelitian dapat lebih tergeneralisasi.
2. Bagi investor, sebaiknya juga lebih mempertimbangkan faktor-faktor fundamental dibandingkan hanya mengikut harapan atau ekspektasi pasar, pada saat menginvestasikan dananya dalam saham.
3. Bagi manajemen, diperlukan peningkatan efektifitas dan efisiensi karena adanya kecenderungan investor dalam mempertimbangkan investasi berdasar rasio profitabilitas.

## Daftar Pustaka

- Agus Sartono. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPEF-Yogyakarta.
- Brigham Dan Houston. (2001). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Diterjemahkan Oleh Herman Wibowo. Salemba Empat. Jakarta.
- Djawahir, Kusnan M. (2006). Tak Henti Memperkenalkan EVA. *SWA* 25/XXII/30November-10 Desember 2006, hal 33.
- Hanafi, Mamduh M., dan Abdul Halim. (2003). *Analisis Laporan Keuangan*, AMP-YKPN, Yogyakarta.
- Hansen & Mowen. (2006). *Akuntansi Manajemen, Accounting Management*. Jakarta: Salemba Empat.
- Harahap, Sofyan Syafri. (2004). *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. Edisi Pertama. Cetakan Keempat. PT. Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- Hartono, Jogyianto. (2003). *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, Edisi Ke-3, BPFE-Yogyakarta, Yogyakarta.
- Helfert, Erick A. (2000). *Technique Of Financial Analysis, A Guide To Value Creation*, Mc Graw-Hill, International Edition.
- Hossein Panahian, Dan Mehdi Zolfaghari (2010). *Investigation of Relationship between Accrual Items of Operating Income and Cash Flows from Operations with Stock Returns: Evidence from I. R. Iran, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 27, 2010.
- Indonesian Commercial Newsletter .(2010). Fokus Outlook Ekonomi Indonesia 2011. Diakses dari [Http://www.Datacon.Co.Id/Outlook-2011ekonomi.html](http://www.datacon.co.id/outlook-2011/ekonomi.html).
- Laksono, Bagus. (2006). *Analisis Pengaruh Return on Assets, Sales Growth, Assets Growth, Cash Flow dan Likuiditas terhadap Dividend Payout Ratio pada Perusahaan yang Listed di Bursa Efek Jakarta*. Tesis. Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang (Tidak Dipublikasikan).
- Marshal, Yogi. (2009). *Pengaruh Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA) dan Arus Kas Operasi Terhadap Return Saham*. Skripsi S1, Fakultas Ekonomi, Universitas Sumatera Utara, Medan, 2009.
- Martani Dwi., Mulyono, dan Rahfiani Khairurizka. (2009). *The effect of financial ratios, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return*. *Chinese Business Review*, Volume 8, no.6 (Serial no.72), hal. 44-54.
- Miswanto., Agus., Adjat Sudrajat., Harta Haryadi., Darsa Permana. Dan Anim Lukman. (2008). Perkembangan Pertambangan Logam Di Indonesia, *M&E* Vol.6 No.4, Desember 2008, Hal 57-68
- Munawir S. (2002). *Analisa Laporan Keuangan*, Edisi Keempat. Cetakan Ketigabelas, Yogyakarta: Liberty.
- Munte, Mei Hotma Mariati. (2009). *Pengaruh faktor fundamental terhadap return saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Tesis. Fakultas Ekonomi, Universitas Sumatera Utara.
- Pradhono., Dan Yulius Jogi Christiawan. (2004). Pengaruh *Economic Value Aded, Residual Income, Earnings Dan Arus Kas Operasi Terhadap Return Yang Diterima Pemegang Saham (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta)*, *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan* Vol.6 No.2, November 2004, Hal 140-166
- Rudianto. (2006). *Akuntansi Manajemen Informasi Untuk Pengambilan Keputusan Manajemen*, Edisi Pertama, PT Grasindo, Jakarta.
- Taufik. (2007). Pengaruh Pendekatan Traditional Accounting dan Economic Value Added Terhadap Stock Return Perusahaan Sektor Perbankan. *Jurnal Manajemen & Bisnis Indonesia* .5 (10) Desember 2007.
- Tunggal, Amin Widjaja. (2008). *Memahami Economic Value Added*. Harvando, Jakarta
- Wibowo, Lucky Bani. (2005). *Pengaruh Economic Value Added Dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Return Pemegang Saham*. Skripsi. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta (tidak dipublikasikan).