PENGARUH *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA), *MARKET VALUE ADDED* (MVA) DAN ARUS KAS OPERASI TERHADAP *RETURN* SAHAM PERUSAHAAN LQ-45[1]

Rahma Dona[2]
Wita Juwita Ermawati[3]

ABSTRACT

Buying and selling shares in the capital market is one method to overcome problems of liquidity and as a means of investment for those who have excess funds. Investment in capital markets is one of high liquidity category investments and convertible (easily converted) so it is important for issuers to consider the interests of capital owners that is to maximize firm value.

This study intended to determine how the value of Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), operating cash flow and stock return and the influence of EVA, MVA and operating cash flow on stock return in 33 companies LQ-45 index period of August 2009-January 2010 at the BEI. As for investors can be used as recommendation for investment.

The results indicate that the companies have value of positive and negative EVA, positive and negative MVA, all positive operating cash flow, and positive, 0, and negative stock returns. From the regression equation, EVA has a regression coefficient value 0.122, the regression coefficient of MVA has value – 0.227, and the regression coefficient of operating cash flow has value 0.221. Test results show that the value of EVA, MVA, and operating cash flow have no effect significantly on stock returns. This is due to the absence of capital market efficiency over the stock price, that investors have not fully use the available information to analyze a particular company's stock. Thus stock prices that occurred, did not reflect actual corporate performance.

Key words: *Economic Value Added, Market Value Added, operating cash flow, stock return*

---

[1] Ringkasan hasil penelitian
[2] Asisten direktur PT. Efektifika Informasi Lingkungan
[3] Dosen Dept. Manajemen Fakultas Ekonomi dan Manajemen IPB

No	Kode	EVA	MVA	AKO	*Return* Saham
			0	0	
27	TINS	60,589,000,000	-2,078,731,652,425	772,837,000,000	-3.09%
28	TRUB	-363,851,707,000	-409,518,474,562	919,147,400,000	9.46%
29	UNVR	2,285,264,000,000	126,009,881,000,000	1,984,151,000,000	-2.35%
30	UNTR	-2,019,744,857,000	62,212,604,512,850	2,258,399,000,000	1.05%
31	SMCB	-11,654,716,691,000	-3,382,328,700,000	1,127,831,000,000	-2.15%
32	GGRM	1,183,216,000,000	67,920,306,400,000	2,259,985,000,000	-0.83%
33	ELTY	-4,371,951,843,176	-2,410,260,947,300	170,252,914,097	0.99%

Dari hasil yang ditampilkan pada Tabel 1 terlihat bahwa tidak semua perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ-45 pada tahun 2009 memiliki nilai EVA yang positif. Dari 33 perusahaan, terdapat 17 perusahaan yang memiliki nilai EVA negatif. Nilai EVA positif menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh perusahaan melebihi biaya modal atau tingkat pengembalian yang diminta oleh investor atas investasi yang dilakukannya. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal dan memaksimumkan nilai perusahaan. Sedangkan nilai EVA negatif menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang sebagai akibat pengembalian yang dituntut investor. Nilai EVA negatif juga dapat disebabkan oleh biaya yang harus dikeluarkan untuk pembiayaan modal yang terukur dengan *capital charge* lebih besar dibandingkan dengan *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT) yang diperoleh perusahaan. Penyebab lain yaitu karena perusahaan pada tahun tersebut tidak mampu menghasilkan laba atau mengalami kerugian, sehingga nilai NOPAT menjadi negatif. Hasil perhitungan pada periode penelitian menunjukkan bahwa lebih dari separuh perusahaan dalam sampel memiliki nilai EVA yang negatif. Kenyataan ini menunjukkan bahwa walaupun perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ-45 adalah 45 perusahaan terbaik hasil pemeringkatan yang dilakukan oleh BEI berdasarkan tingginya likuiditas dan jumlah transaksi serta memenuhi kriteria seleksi lain yang ditentukan oleh BEI, tetapi ternyata tidak semua perusahaan tersebut mampu menciptakan nilai bagi pemegang saham.

Nilai MVA yang ditampilkan pada Tabel 1 juga menunjukkan bahwa terdapat 9 perusahaan dari total sampel yang memiliki nilai MVA yang negatif, sedangkan 24 perusahaan lainnya memiliki nilai MVA yang positif. MVA yang positif menandakan bahwa nilai pasar perusahaan lebih tinggi daripada nilai buku perusahaan tersebut. Sedangkan nilai MVA negatif menandakan nilai pasar perusahaan tersebut lebih rendah daripada nilai buku perusahaan sehingga investor tidak tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Adanya perusahaan yang memiliki nilai MVA negatif menunjukkan bahwa tidak semua perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ-45 memiliki nilai pasar perusahaan yang lebih tinggi daripada nilai bukunya. Oleh karena itu, investor yang akan menanamkan investasinya pada perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam LQ-45 juga perlu memperhatikan nilai pasar perusahaan, dan tidak hanya memperhatikan tingkat

likuiditas serta frekuensi transaksi perusahaan. Karena berdasarkan Tabel 1, tidak ada jaminan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi pasti memiliki nilai pasar yang tinggi pula.

Untuk arus kas operasi perusahaan, seluruh perusahaan sampel yang tergabung dalam indeks LQ-45 pada Tabel 1 menunjukkan nilai yang positif. Nilai arus kas dari aktivitas operasi ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari aktivitas operasional perusahaan. Jumlah arus kas dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah operasi perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk membayar bunga pinjaman, memelihara kemampuan operasional perusahaan dan membayar deviden. Nilai arus kas operasi yang positif semuanya sesuai dengan predikat perusahaan yang masuk dalam kelompok indeks LQ-45, dimana indeks LQ-45 ini merupakan peringkat perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi.

Untuk nilai *return* saham, tidak semua perusahaan sampel memiliki nilai *return* saham yang positif. Dari total 33 perusahaan, 19 perusahaan memiliki *return* saham positif, 10 perusahaan memiliki *return* saham negatif, dan 4 perusahaan memiliki *return* saham 0. *Return* saham negatif menunjukkan bahwa harga saham perusahaan mengalami penurunan dibandingkan dengan harga saham awal periodenya. Nilai *return* saham positif diartikan telah terjadi kenaikan harga saham untuk tahun 2009 dibandingkan dengan harga saham awal periodenya. Sedangkan *return* saham 0 menunjukkan bahwa harga saham perusahaan tidak berubah dibandingkan dengan harga saham pada awal periodenya. Dari hasil ini juga terlihat bahwa tidak semua perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ-45 memiliki *return* saham yang positif, dimana hal ini harus menjadi pertimbangan para investor yang ingin berinvestasi di perusahaan tersebut.

Pengaruh EVA, MVA, dan Arus kas operasi terhadap *Return* Saham

Dengan menggunakan uji F, diketahui bahwa EVA, MVA dan arus kas operasi secara simultan tidak mempengaruhi *return* saham secara signifikan. Hal ini ditunjukkan dengan nilai F hitung sebesar 0,714 dengan tingkat signifikan 0,551, sedangkan F tabel sebesar 2,79. Selain pengujian dengan uji F, dilakukan juga pengujian dengan uji t untuk melihat pengaruh EVA, MVA dan arus kas operasi terhadap *return* saham secara parsial. Hasil pengujian menunjukkan nilai t hitung variabel EVA, MVA, dan arus kas operasi (berturut-turut adalah 0,620; -1,101; dan 1,101) yang lebih kecil daripada nilai t tabel yaitu 2,0117. Selain itu nilai signifikansinya (masing-masing adalah 0,540; 0,280;dan 0,280) juga lebih tinggi daripada level signifikansi yang ditentukan yaitu 5% atau 0,05. Nilai tersebut menunjukkan bahwa EVA, MVA, dan arus kas operasi secara parsial juga tidak mempengaruhi *return* saham signifikan. Hasil uji F dan uji t sesuai dengan hasil dari penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa EVA dan MVA tidak mempengaruhi *return* saham secara signifikan.

Hasil persamaan regresi yang diperoleh dari 33 perusahaan yang menjadi objek penelitian menunjukkan bahwa EVA mempunyai koefisien regresi bernilai positif 0,122, artinya apabila terjadi perubahan variabel EVA sebesar 1% akan menaikkan *return* saham sebesar 12,2%. Koefisien regresi MVA bernilai negatif 0,227, artinya apabila terjadi perubahan variabel MVA sebesar 1% maka akan menurunkan nilai *return* saham sebesar 22,7%. Koefisien regresi arus kas operasi bernilai positif 0,221, artinya apabila terjadi perubahan variabel arus kas operasi sebesar 1% maka akan menaikkan *return* saham sebesar 22,1%. Pengaruh negatif variabel MVA terhadap *return* saham, menunjukkan hasil yang tidak konsisten dengan pemahaman dan rumus perhitungan untuk variabel MVA dan *return* saham, oleh karena itu diperlukan penelitian lanjutan yang dapat mengkonfirmasi hasil penelitian ini.

Tidak terdapatnya pengaruh yang signifikan antara variabel independen (EVA, MVA, dan arus kas operasi) dengan variabel dependennya yaitu *return* saham dapat disebabkan tidak adanya efisiensi pasar modal atas harga saham, dimana investor belum sepenuhnya menggunakan infomasi yang tersedia untuk menganalisis saham suatu perusahaan. Dengan demikian harga saham yang terjadi belum mencerminkan kinerja perusahaan yang sesungguhnya.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

1. Nilai EVA, MVA, dan *return* saham perusahaan-perusahaan sampel yang tergabung dalam indeks LQ-45 memiliki nilai yang bervariasi yaitu negatif, nol, dan positif. Sedangkan nilai arus kas operasi semua perusahaan sampel menunjukkan nilai yang positif. Adanya nilai EVA, MVA dan *return* saham yang negatif menunjukkan bahwa tidak semua perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi memiliki nilai tambah ekonomis, nilai tambah pasar, dan *return* saham yang tinggi atau positif.
2. Uji statistik menunjukkan bahwa baik secara simultan maupun secara parsial, variabel EVA, MVA, dan arus kas operasi tidak secara signifikan mempengaruhi *return* saham. Walaupun demikian, hasil analisis regresi berganda menunjukkan bahwa variabel EVA dan arus kas operasi memiliki arah pengaruh yang positif yaitu meningkatkan *return* saham walaupun tidak signifikan, sedangkan variabel MVA memiliki arah pengaruh yang negatif yaitu menurunkan *return* saham walaupun tidak signifikan.

Saran

1. Bagi investor, agar menggunakan seluruh informasi yang tersedia mengenai kinerja perusahaan sebelum melakukan investasi, termasuk diantaranya adalah tingkat likuiditas perusahaan, nilai tambah ekonomis perusahaan, nilai tambah pasar perusahaan, dan *return* saham, sehingga dapat mengambil keputusan investasi dengan tepat.
2. Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk menguji kembali khususnya pengaruh MVA terhadap *return* saham untuk dapat mengkonfirmasi hasil temuan dalam penelitian ini.

PENDAHULUAN

Proses jual beli saham di pasar modal merupakan salah satu cara untuk mengatasi permasalahan likuiditas perusahaan sekaligus sebagai salah satu sarana investasi bagi pihak-pihak yang memiliki kelebihan dana. Salah satu instrumen utama dalam menganalisis kondisi fundamental perusahaan adalah informasi keuangan, karena didalamnya mencerminkan kondisi kesehatan serta prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Investasi pada pasar modal termasuk dalam kategori investasi yang likuiditasnya tinggi serta *convertible* (mudah dikonversikan) sehingga penting bagi emiten untuk memperhatikan kepentingan pemilik modal yaitu dengan memaksimalkan nilai perusahaan, karena nilai perusahaan merupakan ukuran keberhasilan atas operasional perusahaan.

Informasi mengenai saham dan kinerja keuangan suatu perusahaan harus diketahui terlebih dahulu oleh investor sebelum melakukan investasi, sehingga investor dapat mengambil keputusan pemilihan perusahaan yang tepat yang memiliki kinerja paling baik. Informasi yang paling sederhana dan mudah dipahami oleh masyarakat adalah informasi akuntansi dalam bentuk laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan setiap tahunnya. Salah satu bentuk laporan keuangan perusahaan adalah laporan arus kas. Laporan arus kas menyediakan informasi tentang kegiatan perusahaan yang meliputi kegiatan operasi, investasi dan pendanaan perusahaan atas dasar kas. Investor, kreditor maupun pengguna laporan keuangan lainnya dapat menggunakan laporan arus kas untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas untuk operasional perusahaan, investasi maupun melunasi pinjaman dan membayar dividen (Warren, et al, 1999). Pada penelitian ini hanya dianalisis arus kas operasi saja dengan pertimbangan bahwa arus kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi lebih menggambarkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan kas karena berasal dari kegiatan operasional perusahaan.

Selain kemampuan dalam menghasilkan kas, penting bagi investor untuk mengetahui apakah perusahaan dapat memaksimalkan nilainya atau tidak. Peningkatan nilai tambah secara ekonomis dapat diketahui dengan metode *Economic Value Added* (EVA). Penilaian kinerja perusahaan dengan EVA dapat membuat perusahaan lebih memfokuskan perhatian pada usaha penciptaan nilai perusahaan. Pengertian nilai diartikan sebagai nilai daya guna maupun *benefit* yang dinikmati oleh *stakeholder* (karyawan, investor, pemilik, pelanggan). Kinerja perusahaan juga dapat dilihat dari nilai tambah pasarnya atau *market value added* (MVA). MVA adalah selisih antara nilai pasar perusahaan dengan modal keseluruhan yang diinvestasikan dalam perusahaan. EVA secara teoritis dan empiris memiliki korelasi yang erat dengan setiap perubahan dan penciptaan nilai MVA pada pasar modal. Oleh karena itu Young dan O'Byrne (2001) berkeyakinan bahwa EVA adalah kunci untuk penciptaan nilai perusahaan dan maksimalisasi MVA.

Bila perusahaan mampu mengelola dana investor dengan baik dengan memperoleh laba sebesar-besarnya, maka akan menarik perhatian dan meningkatkan permintaan investor yang mengharapkan dividen yang dibagikan dari laba tersebut. Adanya dividen yang besar menunjukkan perusahaan mampu memberikan tingkat pengembalian dan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Terciptanya nilai bagi pemegang saham akan direspon dengan meningkatnya permintaan saham yang akhirnya menaikkan harga saham. Dengan demikian kinerja yang positif akan memberi pengaruh yang positif bagi *return* saham.

Investor harus tepat dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi saham. Dalam penelitian ini saham yang dianalisis adalah saham perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia (BEI). LQ-45 adalah kumpulan 45 saham-saham yang

mempunyai likuiditas yang tinggi atau sering ditransaksikan dan biasanya manajer investasi akan menempatkan dananya pada saham-saham yang termasuk dalam LQ-45 untuk mengurangi risiko likuiditas. Saham-saham yang termasuk dalam LQ-45 terus dipantau dan di*review* setiap 6 bulan yaitu awal bulan Februari dan Agustus.

Hasil pemeringkatan yang dilakukan oleh BEI terhadap 45 perusahaan yang tergabung dalam LQ-45 mendorong penulis untuk mengetahui apakah perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam LQ-45 seluruhnya dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham. Selain itu juga adanya beberapa penelitian terdahulu yang memberikan kesimpulan bahwa tidak terdapat pengaruh yang nyata dari variabel *Economic Value Added* dan *Market Value Added* terhadap *return* saham.

Dari uraian di atas, perumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam LQ-45 seluruhnya dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham dilihat dari nilai EVA, MVA, arus kas operasi, dan *return* saham, serta apakah EVA, MVA dan arus kas operasi berpengaruh terhadap *return* saham. Dengan demikian penelitian ini bertujuan untuk :

1. Menganalisis nilai *Economic Value Added*, *Market Value Added*, arus kas operasi dan *return* saham pada perusahaan LQ-45 periode Agustus 2009 – Januari 2010.
2. Menguji pengaruh *Economic Value Added, Market Value Added* dan arus kas operasi terhadap *return* saham.

TINJAUAN PUSTAKA

Economic Value Added

Suatu sistem pengukuran kinerja dalam perusahaan harus dapat membedakan antara aktivitas yang bernilai tambah (*value added)* dan aktivitas yang tidak bernilai tambah (*non value added)*. Analisis ini diperlukan sehingga manajemen organisasi dapat fokus untuk mengurangi biaya-biaya yang timbul akibat aktivitas yang tidak menambah nilai. Dengan mengkomunikasikan secara awal bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai dan bukan laba, membuat para manajer menjadi lebih terfokus pada penciptaan nilai dan bukan mengejar laba besar (Young & O'Byrne, 2001).

EVA adalah nilai tambah ekonomis yang diciptakan perusahaan dari kegiatan atau strateginya selama periode tertentu. Prinsip EVA memberikan sistem pengukuran yang baik untuk menilai suatu kinerja dan prestasi keuangan manajemen perusahaan karena EVA berhubungan langsung dengan nilai pasar sebuah perusahaan (Steward *dalam* Lisa, 1993). Hal yang sama juga dikemukakan oleh Hanafi, (2008). EVA merupakan metode penilaian kinerja yang sesuai dengan tujuan perusahaan yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. EVA merupakan ukuran kinerja yang menggabungkan perolehan nilai dengan biaya untuk memperoleh nilai tambah tersebut. Kelebihan konsep EVA adalah bermanfaat sebagai penilai kinerja yang berfokus pada penciptaan nilai (value creation), membuat perusahaan lebih memperhatikan struktur modal, dan dapat digunakan untuk mengidentifikasikan kegiatan atau proyek yang memberikan pengembalian lebih tinggi daripada biaya modal. Manajemen juga dipaksa untuk mengetahui berapa *the true cost of capital* dari bisnisnya sehingga tingkat pengembalian bersih dari modal yang merupakan hal yang sesungguhnya menjadi perhatian para investor dapat diperlihatkan secara jelas.

Menurut Brigham dan Houston (2010), EVA merupakan estimasi laba ekonomi usaha yang sebenarnya untuk tahun tertentu, dan sangat jauh berbeda dari laba bersih akuntansi, dimana laba akuntansi tidak dikurangi dengan biaya ekuitas, sementara dalam penghitungan EVA biaya ini akan dikeluarkan. Jika nilai EVA positif, maka laba operasi setelah pajak melebihi biaya modal yang

dibutuhkan untuk menghasilkan laba tersebut, dan tindakan manajemen menambah nilai bagi pemegang saham. Nilai EVA yang positif setiap tahunnya dapat membantu memastikan nilai MVA yang positif. Jika MVA berlaku bagi keseluruhan perusahaan, EVA dapat ditentukan untuk tingkat divisi sekaligus juga perusahaan secara keseluruhan. Jadi nilai ini berguna sebagai panduan untuk menghitung kompensasi yang "wajar" bagi manajer divisi sekaligus manajer puncak perusahaan.

Market Value Added (MVA)

Menurut Brigham dan Houston (2010), laporan akuntansi tidak mencerminkan nilai pasar sehingga laporan tersebut tidak memadai untuk tujuan evaluasi kinerja manajer. Untuk mengatasi hal tersebut, terdapat dua ukuran kinerja tambahan, yaitu Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA). MVA adalah perbedaan antara nilai pasar ekuitas suatu perusahaan dengan nilai buku seperti yang disajikan dalam neraca. Nilai pasar dihitung dengan mengalikan harga saham dengan jumlah saham yang beredar. Semakin tinggi nilai MVA, semakin baik pekerjaan yang telah dilakukan manajemen bagi pemegang saham perusahaan. Tetapi sebagian besar harga saham perusahaan akan naik di saat bursa saham mengalami kenaikan. Jadi angka MVA yang positif mungkin tidak sepenuhnya diakibatkan oleh manajemen.

Sasaran utama dari kebanyakan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Tunggal (2008) menyebutkan bahwa MVA menyatakan seberapa besar kemakmuran yang diciptakan atau dihilangkan oleh perusahaan. MVA menunjukkan berapa besar kekayaan atau keuntungan yang mampu dihasilkan perusahaan bagi pemegang saham, apabila ia menjual sahamnya pada saat itu. Sedangkan Hanafi (2008) menyebutkan bahwa MVA adalah selisih antara nilai pasar dengan nilai buku saham awal. Dengan demikian MVA mengukur prestasi perusahaan sejak perusahaan tersebut berdiri. MVA hanya digunakan untuk perusahaan secara keseluruhan, sedangkan EVA dapat digunakan untuk divisi di samping juga untuk perusahaan secara keseluruhan.

Arus Kas Operasi

Laporan aliran kas meringkas aliran kas masuk dan keluar perusahaan untuk jangka waktu tertentu. Laporan kas diperlukan karena dalam beberapa situasi, laporan laba rugi tidak cukup akurat menggambarkan kondisi keuangan perusahaan. Laporan aliran kas mempunyai dua tujuan, yaitu (1) memberikan informasi mengenai penerimaan dan pembayaran kas perusahaan selama periode tertentu, dan (2) memberikan informasi mengenai efek kas dari kegiatan invetasi, pendanaan, dan operasi perusahaan selama periode tertentu. *Item-item* dalam laporan arus kas dikelompokkan ke dalam tiga kelompok besar, yaitu : (1) arus kas dari kegiatan operasional, (2) arus kas dari kegiatan investasi, (3) arus kas dari kegiatan pendanaan (Hanafi, 2008).

Menurut Brigham dan Houston (2010), arus kas bersih mencerminkan kas yang dihasilkan oleh suatu usaha dalam tahun tertentu. Namun, fakta bahwa suatu perusahaan menghasilkan arus kas yang tinggi tidak selalu berarti kas yang dilaporkan di dalam neraca juga tinggi. Arus kas biasanya tidak digunakan untuk meningkatkan akun kas, melainkan digunakan untuk membayar dividen, menambah persediaan, mendanai piutang usaha, berinvestasi pada aset tetap, melunasi utang, dan membeli kembali saham biasa. Laporan arus kas memisahkan aktivitas menjadi tiga kategori, yaitu aktivitas operasi (meliputi laba bersih, penyusutan, dan perubahan dalam modal kerja selain kas dan utang jangka pendek), aktivitas investasi (meliputi pembelian atau penjualan asset tetap), dan aktivitas pendanaan (meliputi penerimaan kas melalui penerbitan utang jangka pendek, utang jangka panjang, saham, menggunakan kas untuk membayar dividen, membeli kembali

saham atau obligasi yang beredar. Manajer keuangan menciptakan nilai dengan mendapatkan dana dan menginvestasikannya dalam aset operasi, dan arus kas yang dihasilkan melalui operasi akan menentukan nilai perusahaan.

Return Saham

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* saham adalah pengembalian yang diterima oleh para pemegang saham atas investasi yang telah dilakukan, yang bisa berupa deviden kas dan selisih perubahan harga saham (*capital gain/loss*). Deviden kas yang digunakan adalah deviden yang dibagikan setelah tanggal laporan keuangan tahunan dipublikasikan sampai dengan tanggal publikasi laporan keuangan tahun berikutnya. Demikian juga dengan harga saham, mengikuti tanggal publikasi laporan keuangan. *Return* diukur dengan satuan persen. *Return* dapat berupa *return* realisasi (*realized return*) yang sudah terjadi dan *return* ekspektasi (*expected return*) yang belum terjadi namun diharapkan dapat terjadi di masa mendatang. *Realized return* penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan dan dihitung berdasarkan data hitoris. *Expected return* adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang (Hartono, 2003).

Selain memperhatikan *return*, investor juga harus memperhatikan risiko yang dapat terjadi dari investasinya. Konsep risiko dan *return* tersebut pertama kali diperkenalkan oleh Markowitz, dimana *return* adalah keuntungan yang diharapkan dari suatu asset, sedangkan risiko dapat dilihat melalui standar deviasi dari *return asset* tersebut (Hanafi, 2008). Menurut Sharpe *dalam* Hanafi (2008), pergerakan *return* saham dipengaruhi oleh *return* pasar. Berdasarkan observasi, jika kondisi pasar baik, maka *return* saham individual pada umumnya juga akan baik, dan begitu pula sebaliknya.

Menurut Brigham dan Houston (2010), investor menginginkan premi atau keuntungan karena menanggung risiko. Semakin tinggi tingkat risiko suatu efek atau surat berharga maka pengembalian yang diharapkan juga harus semakin tinggi untuk menarik investor supaya membeli (atau memiliki) efek tersebut. Namun, investor yang rasional khususnya berkepentingan dengan tingkat risiko portfolio mereka dan bukan tingkat risiko setiap saham di dalam portofolio. Jadi tingkat risiko setiap saham seharusnya dinilai pengaruhnya pada tingkat risiko portofolio yang memilikinya. Jenis risiko ini akan dilihat oleh Model Penetapan Aset Modal (Capital Asset Pricing Model-CAPM) yang menjelaskan hubungan antara risiko dengan tingkat pengembalian (*return*). Menurut CAPM, tingkat risiko setiap saham yang relevan merupakan kontribusinya pada tingkat risiko portofolio yang terdiversifikasi dengan baik.

METODE PENELITIAN

Investasi dalam saham adalah untuk mendapatkan keuntungan berupa dividen atau keuntungan lain yaitu *capital gain*. Investasi saham juga mengandung risiko. Risiko dan *return* mempunyai hubungan positif, semakin tinggi risiko semakin tinggi *return* yang dihasilkan, begitu pula sebaliknya (Hartono, 2003). Pemegang saham perlu melakukan analisis kinerja terhadap perusahaan terlebih dahulu untuk menentukan kebijakan investasinya, sehingga dapat mengambil keputusan investasi sesuai dengan *return* yang diharapkannya (expected *return*) dan risiko yang ia toleransi. Pemegang saham dapat memanfaatkan laporan keuangan sebagai sumber informasi untuk menilai kinerja perusahaan.

Selain penilaian kinerja dari laporan keuangan, investor perlu juga mengetahui *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) perusahaan. Sehingga dapat diketahui apakah perusahaan dapat memberikan nilai tambah baik secara ekonomis maupun secara pasar bagi pemegang saham. Nilai secara ekonomis bagi

saham atau obligasi yang beredar. Manajer keuangan menciptakan nilai dengan mendapatkan dana dan menginvestasikannya dalam aset operasi, dan arus kas yang dihasilkan melalui operasi akan menentukan nilai perusahaan.

Return Saham

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* saham adalah pengembalian yang diterima oleh para pemegang saham atas investasi yang telah dilakukan, yang bisa berupa deviden kas dan selisih perubahan harga saham (*capital gain/loss*). Deviden kas yang digunakan adalah deviden yang dibagikan setelah tanggal laporan keuangan tahunan dipublikasikan sampai dengan tanggal publikasi laporan keuangan tahun berikutnya. Demikian juga dengan harga saham, mengikuti tanggal publikasi laporan keuangan. *Return* diukur dengan satuan persen. *Return* dapat berupa *return* realisasi (*realized return*) yang sudah terjadi dan *return* ekspektasi (*expected return*) yang belum terjadi namun diharapkan dapat terjadi di masa mendatang. *Realized return* penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan dan dihitung berdasarkan data hitoris. *Expected return* adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang (Hartono, 2003).

Selain memperhatikan *return*, investor juga harus memperhatikan risiko yang dapat terjadi dari investasinya. Konsep risiko dan *return* tersebut pertama kali diperkenalkan oleh Markowitz, dimana *return* adalah keuntungan yang diharapkan dari suatu asset, sedangkan risiko dapat dilihat melalui standar deviasi dari *return asset* tersebut (Hanafi, 2008). Menurut Sharpe *dalam* Hanafi (2008), pergerakan *return* saham dipengaruhi oleh *return* pasar. Berdasarkan observasi, jika kondisi pasar baik, maka *return* saham individual pada umumnya juga akan baik, dan begitu pula sebaliknya.

Menurut Brigham dan Houston (2010), investor menginginkan premi atau keuntungan karena menanggung risiko. Semakin tinggi tingkat risiko suatu efek atau surat berharga maka pengembalian yang diharapkan juga harus semakin tinggi untuk menarik investor supaya membeli (atau memiliki) efek tersebut. Namun, investor yang rasional khususnya berkepentingan dengan tingkat risiko portfolio mereka dan bukan tingkat risiko setiap saham di dalam portofolio. Jadi tingkat risiko setiap saham seharusnya dinilai pengaruhnya pada tingkat risiko portofolio yang memilikinya. Jenis risiko ini akan dilihat oleh Model Penetapan Aset Modal (Capital Asset Pricing Model-CAPM) yang menjelaskan hubungan antara risiko dengan tingkat pengembalian (*return*). Menurut CAPM, tingkat risiko setiap saham yang relevan merupakan kontribusinya pada tingkat risiko portofolio yang terdiversifikasi dengan baik.

METODE PENELITIAN

Investasi dalam saham adalah untuk mendapatkan keuntungan berupa dividen atau keuntungan lain yaitu *capital gain*. Investasi saham juga mengandung risiko. Risiko dan *return* mempunyai hubungan positif, semakin tinggi risiko semakin tinggi *return* yang dihasilkan, begitu pula sebaliknya (Hartono, 2003). Pemegang saham perlu melakukan analisis kinerja terhadap perusahaan terlebih dahulu untuk menentukan kebijakan investasinya, sehingga dapat mengambil keputusan investasi sesuai dengan *return* yang diharapkannya (expected *return*) dan risiko yang ia toleransi. Pemegang saham dapat memanfaatkan laporan keuangan sebagai sumber informasi untuk menilai kinerja perusahaan.

Selain penilaian kinerja dari laporan keuangan, investor perlu juga mengetahui *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) perusahaan. Sehingga dapat diketahui apakah perusahaan dapat memberikan nilai tambah baik secara ekonomis maupun secara pasar bagi pemegang saham. Nilai secara ekonomis bagi

pemegang saham adalah keuntungan yang ia peroleh dari investasi saham itu. Kemampuan perusahaan untuk menciptakan nilai pemegang saham akan berdampak pada permintaan saham. Permintaan saham akan meningkatkan harga saham yang berarti akan menciptakan *return* bagi pemegang saham. Sedangkan nilai tambah secara pasar menunjukkan berapa besar kekayaan yang diciptakan oleh perusahaan. MVA positif menunjukkan kemampuan perusahaan menciptakan kekayaan bagi pemegang saham dan menghasilkan *return* bagi pemegang saham.

Kemampuan perusahaan menghasilkan kas untuk kelancaran operasional perusahaan termasuk melunasi bunga pinjaman dan menghasilkan laba sehingga memungkinkan perusahaan membayar dividen kepada pemegang saham merupakan indikator dari arus kas operasi. Dengan adanya pembayaran dividen kepada pemegang saham berpotensi untuk meningkatkan permintaan saham dan menaikkan harga saham. Oleh karena itu arus kas operasi cukup penting dalam menentukan *return* bagi pemegang saham.

Penelitian dilakukan pada perusahaan yang tergabung dalam saham Indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia periode Agustus 2009 sampai Januari 2010 dengan menggunakan data laporan keuangan tahun 2009. Data yang digunakan adalah data sekunder, yaitu data yang dikumpulkan oleh lembaga pengumpul data (Kuncoro, 2003). Data yang digunakan yaitu laporan keuangan tahunan dari setiap perusahaan yang merupakan sampel penelitian, yaitu data laporan keuangan tahun 2009, Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan harga saham. Data dalam penelitian ini diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia dan Bank Indonesia, yaitu www.idx.co.id, www.finance.co.id dan www.bi.go.id. Data yang dibutuhkan dalam penelitian adalah laporan laba rugi, neraca, laporan arus kas, SBI, dan harga saham.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia periode Agustus 2009 sampai Januari 2010 yaitu sebanyak 45 perusahaan. Teknik penentuan sampel dari populasi dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling,* yaitu teknik pengambilan sampel dengan beberapa kriteria tertentu. Adapun kriteria yang ditentukan oleh penulis adalah:

1) Perusahaan tersebut masuk dalam indeks LQ-45 di BEI periode Agustus 2009 – Januari 2010
2) Perusahaan tersebut telah melaporkan laporan keuangannya ke Bursa Efek Indonesia
3) Perusahaan tersebut melaporkan keuangannya dalam mata uang rupiah.

Dengan demikian, berdasarkan kriteria tersebut didapat 33 sampel perusahaan.

Perhitungan Economic Value Added (EVA)

EVA dapat dihitung dengan rumus :

EVA = NOPAT – *Capital charges*

NOPAT = EBIT (1-Tarif Pajak)

Capital charges = WACC x *Invested capital*

$WACC = W_dK_d (1-T) + W_eK_e$

Keterangan :

NOPAT : *Net Operation Profit After Tax*

EBIT : Earning Before Interest and Tax

WACC : Weighted Average Cost of Capital

W_dK_d (1-T) : Biaya hutang setelah pajak dikalikan persentase hutang dalam struktur modal

W_eK_e : Biaya ekuitas dikalikan persentase ekuitas dalam struktur modal

Perhitungan biaya ekuitas dapat menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Menurut Husnan (1993), CAPM merupakan model yang menggambarkan hubungan antara risiko dengan tingkat pengembalian yang diharapkan. Tingkat pengembalian yang diharapkan investor merupakan biaya ekuitas bagi perusahaan. Rumus yang digunakan adalah:

$E(R_i) = R_f + \beta [E(R_m) - R_f]$

Keterangan :

$E(R_i)$: Tingkat pengembalian yang diharapkan dari saham i

R_f : Tingkat pengembalian dari aktiva bebas risiko (menggunakan suku bunga Bank Indonesia)

$E(R_m)$: Tingkat pengembalian yang diharapkan dari pasar saham

β : Ukuran dari hubungan tingkat keuntungan suatu saham dengan pasar.

$$\beta = \frac{n \sum xy \quad \sum x \sum y}{n \sum x^2 - (\sum x \sum y)^2}$$

Keterangan :

n : Jumlah observasi

x : Tingkat pengembalian pasar (R_m)

y : Tingkat pengembalian saham individu (R_i)

$$Ri = \frac{P_{it} - P_{it-1} + D_t}{P_{it-1}}$$

$$Rm = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan :

R_i : Tingkat pengembalian (*return*) saham perusahaan tahun ke-t

P_{it} : Harga saham per lembar tahun t

P_{it-1} : Harga saham per lembar tahun sebelumnya

D_t : Dividen pada tahun ke-t

R_m : Tingkat pengembalian pasar

IHSG : Indeks Harga Saham Gabungan

Perhitungan Market Value Added (MVA)

MVA dapat dihitung dengan rumus:

MVA = Nilai pasar saham – Ekuitas modal yang diberikan oleh pemegang saham

MVA = (saham beredar)(harga saham) – Total ekuitas saham

Perhitungan Arus Kas Operasi

Arus Kas Operasi adalah selisih antara penerimaan dan pengeluaran kas dan setara kas yang berasal dari aktivitas operasi selama satu tahun buku, sebagaimana tercantum dalam Laporan Arus Kas.

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi digunakan untuk melihat bagaimana variasi variabel dari beberapa variabel bebas dalam mempengaruhi variabel terikat dalam suatu fenomena yang kompleks. Pengujian dalam penelitian ini menggunakan model regresi linier berganda, yaitu:

$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e$

Keterangan :

Y = *return* saham

α = intersep atau konstanta

X_1 = EVA

X_2 = MVA

X_3 = Arus kas operasi

$\beta_{1,2,3}$ = koefisien regresi

e = *error*

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan uji-F dan uji-t. Uji-F dilakukan untuk menguji pengaruh variabel bebas yaitu EVA, MVA dan arus kas operasi secara simultan terhadap variabel terikat yaitu *return* saham yang diterima pemegang saham. Uji-t dilakukan untuk mengetahui signifikan tidaknya pengaruh masing-masing variabel bebas tersebut terhadap variabel terikat secara parsial.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Nilai EVA, MVA, Arus kas operasi, dan *Return* saham

Perhitungan nilai *Economic Value Added*, *Market Value Added*, arus kas operasi (AKO) dan *return* saham dari 33 perusahaan yang menjadi sampel penelitian didapat hasil sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Perhitungan EVA, MVA, AKO dan *Return* Saham Tahun 2009

No	Kode	EVA	MVA	AKO	*Return* Saham
1	ADRO	395,879,000,000	48,469,056,300,263	5,139,472,015,210	-29.27%
2	ANTM	-9,693,039,214,000	11,953,955,660,175	893,592,787,000	27.71%
3	AALI	-7,710,959,000,000	25,492,162,500,000	1,481,271,000,000	9.45%
4	ASII	-116,569,000,000	193,511,561,666,200	7,383,000,000	38.20%
5	UNSP	-4,359,096,568,000	606,079,509,060	413,230,355,000	13.46%
6	BBCA	10,840,899,525,000	101,393,728,750,000	6,390,956,000,000	41.31%
7	BDMN	3,950,357,250,000	32,317,091,276,500	3,783,590,000,000	18.89%
8	BMRI	12,898,255,150,000	66,869,545,686,100	8,619,046,000,000	62.16%
9	BBNI	-8,631,613,950,000	22,456,625,408,130	3,124,983,000,000	70.16%
10	PNBN	-3,617,921,900,000	-30,832,187,277,640	1,001,660,000,000	1.69%
11	BBRI	-2,465,561,000,000	78,843,296,793,100	10,140,424,000,000	33.33%
12	BLTA	7,538,561,000,000	-16,788,679,706,000	75,365,000,000	2.00%
13	BISI	-1,528,426,000,000	3,790,767,000,000	12,673,000,000	0.00%
14	ELSA	353,676,900,000	-3,065,370,000,000	148,018,000,000	1.56%
15	INDY	531,127,405,000	16,826,861,500,000	22,278,482,000,000	0.00%
16	ISAT	-6,413,322,000,000	6,677,583,082,975	3,902,754,000,000	0.55%
17	JSMR	611,587,955,000	19,036,600,000,000	725,536,341,000	-5.36%
18	KLBF	-335,802,120,113	-23,358,833,170,600	922,655,574,288	2.22%
19	LPKR	-59,344,226,484	7,093,882,194,950	21,290,630,866	0.00%
20	MIRA	262,173,080,601	326,954,669,155	414,637,431,376	-0.75%
21	PGAS	3,815,931,300,964	95,753,957,374,087	5,385,961,405,140	1.23%
22	LSIP	185,691,000,000	12,144,698,254,200	506,857,000,000	0.53%
23	SGRO	-1,960,142,191,000	-6,554,288,186,000	54,625,740,000	0.00%
24	SMGR	-884,671,894,000	42,983,945,582,000	2,507,507,949,000	1.14%
25	PTBA	-2,561,782,000,000	37,096,522,693,400	170,325,000,000	-0.90%
26	TLKM	4,921,395,332,000	168,335,993,799,40	22,262,387,000,00	-0.58%