

AKRUAL

Jurnal Akuntansi

<http://fe.unesa.ac.id/ojs/index.php/akrl>

PROFITABILITAS, INVESTASI DAN ARUS KAS SEBAGAI PREDIKTOR TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM

Rowland Bismark Fernando Pasaribu
ABFI Institute Perbanas Jakarta
E-mail: rowland.pasaribu@gmail.com

Artikel diterima: 25 Oktober 2011

Terakhir direvisi: 10 Januari 2012

Abstract

This research aim to calculate influence from some financial performance (B/M ratio, market capitalization, earning position, investment, accrual value, company strength measurement, dividend policy, and profitability) to stock return. Multiregression model follow Fama and French procedure. Result of first hypothesis confirmed statistically, that the difference of stock of return pursuant to finance performance not automatically own significant influence in stock return prediction itself. Other result confirmed that all the predictor used has no significant influence to stock return both simultaneously and partial.

Keyword: Profitability, Investment, Cashflow, Accrual value, Stock return.

PENDAHULUAN

Teori valuasi mengatakan bahwa tingkat pengembalian saham yang diharapkan berhubungan dengan 3 variabel, yakni rasio *book to market equity*, profitabilitas yang diharapkan, dan investasi yang diharapkan. Dengan mengetahui rasio B/M dan profitabilitas yang diharapkan, suku bunga investasi yang tinggi akan menyebabkan rendahnya tingkat pengembalian saham yang diharapkan (Fama dan French, 2005).

Mengenai asosiasi tingkat pengembalian saham dengan rasio B/M perusahaan, cukup banyak bukti penelitian terdahulu yang mengkonfirmasi bahwa perusahaan dengan rasio B/M yang tinggi memiliki tingkat pengembalian saham yang lebih tinggi (Rosenberg, Reid, and Lanstein 1985, Chan, Hamao, and Lakonishok 1991, Fama and French 1992, Capaul, Rowley, and Sharpe 1993, Lakonishok, Shleifer, and Vishny 1994). Haugen dan Baker (1996) serta Cohen, Gompers, and Vuolteenaho (2002) menemukan bukti bahwa sebagai alat kontrol terhadap B/M ekuitas, rata-rata tingkat pengembalian berhubungan positif terhadap profitabilitas.

Di sisi lain, Fairfield, Whisenant, dan Yohn (2003), Richardson dan Sloan (2003), serta Titman, Wei, dan Xie (2005) menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara rata-rata tingkat pengembalian dan investasi. Dimulai oleh Sloan

(1996), terdapat banyak literatur yang menyatakan bahwa *accrual* berhubungan negatif terhadap profitabilitas mendatang, dan semakin tinggi prediksi akrual maka semakin rendah tingkat pengembalian saham (Xie, 2001; Fairfield, Whisenant, dan Yohn, 2003; Richardson, Sloan, Soliman, dan Tuna, 2004, 2005; serta Chan, Chan, Jegadeesh, dan Lakonishok; 2006).

Abarbanell and Bushee (1998), Frankel dan Lee (1998), Dechow, Hutton, dan Sloan (2000), serta Lee, Ng, dan Swaminathan (2004) mengkombinasikan analisis peramalan *earning* dengan asumsi mengenai investasi mendatang untuk mengestimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan. Hasil yang diperoleh adalah semakin tinggi arus kas bersih relatif yang diharapkan (profitabilitas yang diharapkan dikurangi investasi yang diharapkan) terhadap ramalan nilai pasar saat ini maka semakin tinggi tingkat pengembalian saham. Jegadeesh dan Titman (1993) bahkan menambahkan proksi *Winner Minus Looser* (WML) untuk menjelaskan tingkat pengembalian saham, hasil penelitiannya menunjukkan terdapat asosiasi antara tingkat pengembalian dan kinerja saham periode sebelumnya yang tidak terdeteksi oleh portfolio pasar, ukuran perusahaan, dan faktor *distress-relative*. Terakhir, Piotroski (2000), Griffin dan Lemmon (2002) menunjukkan bahwa komposisi pengukuran kekuatan perusahaan yang merupakan proksi untuk arus kas bersih yang diharapkan memiliki hubungan positif terhadap tingkat pengembalian saham mendatang.

Mengenai asosiasi akrual dan tingkat pengembalian saham, Sloan (1996) berpendapat bahwa investor tidak menyadari bahwa rata-rata akrual berbalik arah lebih cepat daripada komponen kas pada *earning*. Ia juga menyatakan bahwa investor cenderung memiliki preferensi *over-estimate* terhadap *earning* mendatang pada perusahaan dengan nilai akrual yang tinggi dalam *earning* saat ini dan *underestimate* pada *earning* mendatang perusahaan dengan nilai akrual rendah. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa tingkat pengembalian saham mendatang yang rendah untuk perusahaan dengan akrual yang tinggi dan tingkat pengembalian saham yang tinggi untuk perusahaan dengan akrual yang rendah, pada saat tingkat pembalikan rata-rata pada akrual yang lebih cepat terjadi pada *earning* mendatang. Sebahagian besar penelitian empiris terdahulu menyetujui hasil penelitian Sloan untuk nilai akrual dan tingkat pengembalian saham. Meski rata-rata pembalikan akrual lebih cepat dibanding bagian kas pada *earning*, perbedaan yang terjadi tidak terlihat cukup signifikan untuk menjelaskan semakin tingginya rata-rata tingkat pengembalian saham yang dikonfirmasi untuk strategi portfolio untuk membeli saham perusahaan yang akrualnya rendah dan menjual saham perusahaan yang akrualnya tinggi.

Fama dan French (2005) menggabungkan seluruh prediktor pada penelitian terdahulu sebagai proksi penjas tingkat pengembalian saham yang diharapkan ke dalam beberapa model multivariate. Hasil penelitian tersebut kembali mengkonfirmasi arah hubungan prediktor terhadap tingkat pengembalian saham yang diharapkan.

Berdasarkan uraian diatas, penelitian ini berusaha mengimplementasikan multivariate model dalam penelitian Fama dan French (2005) mengenai implikasi

persamaan valuasi untuk tingkat pengembalian saham yang diharapkan secara *cross-section* di bursa efek Indonesia.

Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan tersebut diatas maka, rumusan permasalahan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah rasio B/M dan kapitalisasi pasar berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham?
2. Apakah posisi *earning* dan investasi perusahaan berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham?
3. Seberapa besar kontribusi nilai akrual terhadap tingkat pengembalian saham perusahaan?
4. Apakah pengukuran kekuatan perusahaan berhubungan positif terhadap tingkat pengembalian saham mendatang?
5. Apakah kebijakan dividen mempengaruhi tingkat pengembalian saham perusahaan?
6. Apakah profitabilitas mempengaruhi tingkat pengembalian saham perusahaan?

Tujuan Penelitian

Adapun penelitian ini adalah untuk mengklarifikasi beberapa hal yang telah dirumuskan diatas yaitu untuk menghitung:

1. Pengaruh rasio B/M dan kapitalisasi pasar terhadap tingkat pengembalian saham.
2. Pengaruh posisi *earning* dan investasi perusahaan terhadap tingkat pengembalian saham.
3. Pengaruh nilai akrual terhadap tingkat pengembalian saham perusahaan.
4. Pengaruh kekuatan perusahaan terhadap tingkat pengembalian saham mendatang.
5. Pengaruh kebijakan dividen terhadap tingkat pengembalian saham perusahaan.
6. Pengaruh profitabilitas terhadap tingkat pengembalian saham perusahaan

KAJIAN PUSTAKA

Persamaan Valuasi

Dalam model *discount dividend*, nilai pasar pada saham perusahaan adalah *present value* pada dividen yang diharapkan:

$$(1) \quad M_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} E(D_{t+\tau}) / (1+r)^\tau,$$

Dimana M_t adalah harga saham pada saat t , $E(D_{t+\tau})$ adalah dividen yang diharapkan pada periode $t+\tau$ dan r adalah (aproksimasi) rata-rata tingkat pengembalian jangka panjang saham yang diharapkan, atau tingkat pengembalian internal dalam dividen yang diharapkan. Dengan tambahan perhitungan pada periode tertentu (t), dividen (D_t) adalah *earning* ekuitas per lembar saham (Y_t) dikurang perubahan dalam nilai buku ekuitas per lembar saham ($dB_t = B_t - B_{t-1}$). Maka model *discount dividend* kemudian menjadi:

$$(2) \quad \frac{B_t}{M_t} = \frac{E_t}{r + g}$$

Atau dibagi dengan nilai buku ekuitas periode (t) tertentu,

$$(3) \quad \frac{B_t}{M_t} = \frac{E_t}{r + g}$$

Persamaan (3) menciptakan prediksi yang menarik mengenai tingkat pengembalian saham yang diharapkan; a) dengan mengontrol *earning* dan perubahan nilai buku ekuitas yang diharapkan (secara relatif terhadap nilai buku ekuitas saat ini), semakin tinggi rasio B/M ekuitas (B_t/M_t) mengakibatkan tingginya tingkat pengembalian saham yang diharapkan (r). Hal ini tentu saja motivasi untuk menggunakan rasio B/M sebagai proksi untuk pengembalian yang diharapkan; b) Dengan mengontrol B_t/M_t dan tingkat pertumbuhan nilai buku ekuitas yang diharapkan dalam kaitannya dengan re-investasi *earning*, semakin *profitable* perusahaan khususnya perusahaan dengan *earning* yang diharapkan secara relatif lebih tinggi dibanding nilai buku ekuitas saat ini, maka semakin tinggi tingkat pengembalian yang diharapkan; c) Dengan B_t/M_t , *earning* yang diharapkan secara relatif terhadap nilai buku ekuitas, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan nilai buku yang diharapkan tinggi dalam kaitannya dengan re-investasi pada *earning* memiliki tingkat pengembalian yang diharapkan rendah.

Pengujian Persamaan Valuasi: Kekuatan dan Kelemahan

Campbell dan Shiller (1988) menyatakan bahwa persamaan valuasi (1) adalah tautologi yang hanya menjelaskan tingkat pengembalian internal (r). Dengan harga saham yang diketahui dan estimasi pada dividen yang diharapkan, terdapat tingkat diskon (r) yang menyelesaikan persamaan (1). Persamaan (3) dihasilkan dari membagi persamaan (2) dengan nilai buku ekuitas. Dengan tambahan perhitungan yang jelas, persamaan (3) menghasilkan ketajaman dalam pengujian dugaan tingkat diskon (r). Contoh: selama perusahaan melakukan perhitungan tambahan yang jelas di masa mendatang, aturan perhitungan masa lalu yang menghasilkan nilai buku ekuitas (B_t) tidak mempengaruhi kesimpulan mengenai r . Misalkan 2 ekuitas perusahaan yang memiliki nilai pasar saat ini, *earning* masa depan serta investasi yang identik. Dengan tambahan perhitungan yang jelas, dapat menggunakan persamaan (2) untuk menyimpulkan bahwa perusahaan harus memiliki tingkat pengembalian (r) yang sama. Karena persamaan (3) secara sederhana dihasilkan dari persamaan (2) dibagi dengan nilai buku ekuitas saat ini, implikasinya kedua perusahaan memiliki r yang sama, bahkan meski *asset* kedua perusahaan dihitung dengan nilai buku yang berbeda. Fakta bahwa kedua perusahaan memiliki B_t yang berbeda diabaikan dalam persamaan (3), yang menghasilkan tingkat diskon (r) tidak terpengaruh. Implikasi penting adalah kalau perusahaan menggunakan tambahan perhitungan yang jelas, uji secara *cross-section* untuk mengestimasi bagaimana validitas variasi tingkat pengembalian yang diharapkan dengan rasio B_t/M_t , profitabilitas dan investasi yang diharapkan selama pengujian melakukan kontrol

terhadap ketiga variabel. Dimana hal ini dilakukan untuk menekankan pentingnya kontrol bersama dilakukan untuk ketiga variabel yang secara tipikal menghilang pada penelitian terdahulu.

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan kerangka teoritis yang telah diuraikan diatas, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis Pertama

Perbedaan posisi *earning*, arus kas operasional, tingkat pengembalian aset, perbandingan antara jumlah aktiva terhadap jumlah kewajiban, perbandingan antara posisi arus kas operasional dan posisi *earning*, leverage, likuiditas, *gross margin ratio*, laba bersih, *turn over*, memiliki pengaruh terhadap tingkat pengembalian saham.

Hipotesis Kedua

Ha1 : Rasio B/M, kapitalisasi pasar memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham.

Ha2 : Rasio B/M, kapitalisasi pasar, posisi *earning*, dan investasi memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham.

Ha3 : Rasio B/M, kapitalisasi pasar, posisi *earning*, investasi, dan nilai akrual memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham.

Ha4 : Pengukuran kekuatan perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham.

Ha5 : Rasio B/M, kapitalisasi pasar, posisi *earning*, investasi, nilai akrual, nilai dividen, dan kekuatan perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham.

Ha6 : Rasio B/M, kapitalisasi pasar, posisi *earning*, investasi, nilai akrual, nilai dividen, profitabilitas, dan kekuatan perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham.

METODE PENELITIAN

Metode Pengumpulan Data

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Adapun pengambilan sampel menggunakan metode *judgment sampling*, yaitu pemilihan sampel berdasarkan pada kriteria-kriteria tertentu. Kriteria tersebut adalah merupakan emiten dari jenis industri berikut: a) industri dasar dan kimia; b) aneka industri; c) industri barang konsumsi; d) industri perdagangan. perusahaan yang sahamnya selalu terdaftar dan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) minimal sejak tahun 2002 serta selalu menyajikan informasi keuangan selama periode pengamatan (Siagian, 2000). Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder untuk periode tahun 2002-2006, yang diperoleh dari www.jsx.co.id, www.yahoo.com, dan www.reuters.com.

Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian adalah menggunakan prosedur Fama dan French (2005), yakni model regresi linier berganda sebagai berikut:

$$Y1 = \alpha + \beta1Bt/Mt + \beta2\lnMC$$

$$Y2 = \alpha + \beta1Bt/Mt + \beta2\lnMC + \beta3\text{NegYt} + \beta4dAt/At$$

$$Y3 = \alpha + \beta1Bt/Mt + \beta2\lnMC + \beta3\text{NegYt} + \beta4dAt/At + \beta5ACt/Bt$$

$$Y4 = \alpha + \beta1Bt/Mt + \beta2\lnMC + \beta7OHt + \beta8PTt$$

$$Y5 = \alpha + \beta1Bt/Mt + \beta2\lnMC + \beta3\text{NegYt} + \beta4dAt/At + \beta5Act/Bt + \beta6Dt/Bt + \beta7OHt + \beta8PTt$$

$$Y6 = \alpha + \beta1Bt/Mt + \beta2\lnMC + \beta3\text{NegYt} + \beta4dAt/At + \beta5Act/Bt + \beta6Dt/Bt + \beta7Yt/Bt + \beta7OHt + \beta8PTt$$

Dimana:

Y1-6 : Tingkat pengembalian saham perusahaan

Yt/Bt : Profitability = earning / book equity

dAt /At : Asset growth

ACt : Nilai akrual

lnMCit : Ukuran perusahaan; (Log natural kapitalisasi pasar emiten i periode t)

OHit : Probabilitas gagal bayar hutang perusahaan i periode t yang dihasilkan oleh regresi logit Ohlson (1980).

PTit : Indeks Piotroski untuk mengukur kekuatan perusahaan

NegYit : Variabel dummy; 1 untuk perusahaan i yang memiliki earning negatif dan 0 untuk sebaliknya pada periode t.

Yt = Earning per lembar saham perusahaan i periode t;
(Net Income Before Extra. Items / Jumlah saham beredar)

At = Total Asset per lembar saham perusahaan i periode t

Mt = Harga penutupan per lembar saham perusahaan i periode t

ACit = Akrual per lembar saham perusahaan i periode t;
[aktiva lancar – jumlah kas dan setara kas – kewajiban lancar) + *notes payable*]

Dit = Dividen per lembar saham perusahaan i periode t;
(jumlah dividen perlembar x jumlah saham beredar).

Bit = Nilai buku ekuitas per lembar saham perusahaan i periode t;
(Total aktiva – total kewajiban)

OHt dan PTit adalah 2 pengukuran mengenai kekuatan perusahaan.

$$OHt = -4.07 \ln At + 6.03 Lt/At - 1.43 (CA_t - CL_t) / At + 0.0757 CL_t / CA_t - 2.37 NI_t / At + 0.285 Losst - 1.72 \text{NegBook}_t - 0.521 \Delta NI_t - 1.83 Opt / Lt,$$

Keterangan:

InAt	= Log natural Total Aktiva
Lt	= liabilities;
CA _t	= current assets;
CL _t	= current liabilities;
NI _t	= net income;
Losst	= 1 kalau net income negatif pada periode t, dan 0 hal sebaliknya;
NegBook _t	= 1 kalau liabilities melebihi assets dan 0 hal sebaliknya;
ΔNI _t	= perubahan dalam net income dari t-1 kepada t dibagi nilai absolut jumlah net income pada t-1 and t, $(NI_t - NI_{t-1})/(NI_{t-1} + NI_t)$;
Opt	= pendapatan operasional; earnings before extraordinary items

PT_t adalah jumlah 9 variabel binary, dimana masing-masing bernilai 1 kalau persyaratan kondisi terpenuhi, dan 0 hal sebaliknya. 9 kondisi tersebut adalah:

- (i) income before extraordinary items, Y_t, positif;
- (ii) arus kas operasional (CFO_t), positif;
- (iii) perubahan ROA(Y_t/B_t), is positif;
- (iv) arus kas operasional melebihi income before extraordinary items;
- (v) perubahan leverage (hutang jangka panjang/total aktiva) negatif;
- (vi) perubahan likuiditas (CA_t/CL_t) positive;
- (vii) perubahan gross margin ratio (1 - rasio cost of goods sold terhadap penjualan) positif;
- (viii) perubahan dalam turnover, (penjualan / total aktiva) positif;
- (ix) perusahaan memiliki arus kas operasional dari penjualan saham positif.

Tahapan Analisis Data

Untuk menjawab hipotesis pertama maka akan dilakukan uji beda rata-rata (Uji t) dari kuantifikasi seluruh variabel dummy yang digunakan: NegY_{it}, NoDt (1 untuk perusahaan i yang tidak membayar dividen dan 0 untuk sebaliknya pada periode t), indeks Piotroski (pernyataan 1-9), indeks Ohlson (Losst dan NegBook_t),

Selanjutnya, untuk menjawab hipotesis kedua, digunakan uji F dan uji t dengan pendekatan signifikansi. Adapun sistematikanya adalah sebagai berikut:

1. Uji Hipotesis

1) Uji Significancy F

Uji ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan dengan hipotesis sebagai berikut:

Ho : Variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

Ha : Variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

Dengan ketentuan, apabila:

Sig.F > α 0,05 : Ho diterima

Sig.F ≤ α 0,05 : Ha diterima

2) Uji Significancy t

Uji ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial dengan hipotesis sebagai berikut:

Ho : Variabel independen (Xi) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

Ha : Variabel independen (Xi) berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

Dengan ketentuan, apabila:

Sig.t > α 0,05 : Ho diterima

Sig.t \leq α 0,05 : Ha diterima

2. Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik ini bermaksud untuk memastikan bahwa model yang diperoleh benar-benar memenuhi asumsi dasar dalam analisis regresi yang meliputi asumsi: tidak terjadi multikolinieritas, tidak terjadi autokorelasi, dan tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 1. Hasil Uji Multikolinieritas dan Uji Heteroskedastisitas

Model	Prediktor	Uji Multikolinier		Uji Heteros
		Tolerance	VIF	Sig.t
1	BtMt	0.99	1.01	0.074
	InMC	0.99	1.01	0.021
2	BtMt	0.97	1.03	0.084
	InMC	0.9	1.11	0.079
	NegYt	0.88	1.13	0.138
	Asset Growth	0.99	1.01	0.028
3	BtMt	0.94	1.07	0.809
	InMC	0.85	1.17	0.03
	NegYt	0.88	1.14	0.013
	Asset Growth	0.99	1.01	0.008
4	ACtBt	0.88	1.13	0.933
	OHt	0.91	1.1	0.087
	Pit	0.91	1.1	0.062
	BtMt	0.92	1.09	0.119
5	InMC	0.38	2.61	0.421
	NegYt	0.76	1.31	0.308
	Asset Growth	0.97	1.03	0.051
	ACtBt	0.86	1.16	0.783
	DtBt	0.8	1.25	0.726
	OHt	0.37	2.69	0.793
	Pit	0.81	1.23	0.246
6	BtMt	0.91	1.09	0.122
	InMC	0.38	2.62	0.437
	NegYt	0.75	1.33	0.3
	Asset Growth	0.97	1.03	0.052
	ACtBt	0.86	1.16	0.777
	DtBt	0.8	1.25	0.711
	OHt	0.37	2.69	0.769
	Pit	0.81	1.23	0.238
Profitability	0.97	1.03	0.863	

1) Uji Multikolinearitas

Pengujian terhadap ada tidaknya multikolinearitas dilakukan dengan menggunakan metode VIF (Gujarati, 1995; 339). Pemenuhan terhadap asumsi non-multikolinieritas dilakukan dengan kriteria nilai VIF < 10 dan Nilai *Tolerance* mendekati 1 (Santoso, 2002:206).

2) Uji Autokorelasi

Deteksi adanya Autokorelasi dengan menggunakan besaran Durbin-Watson, yaitu dengan membandingkan nilai d-hitung dengan d-tabel, dengan ketentuan :

Ho: tidak terjadi autokorelasi kalau $dU \leq d \leq 4-dU$

H1 : terjadi autokorelasi positif $d < dL$

3) Uji Heteroskedastisitas

Uji gejala heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji Glejser dengan langkah sebagai berikut :

- (a) Mencari nilai *unstandardized* residual variabel *dependen* dan kemudian mengabsolutkannya.
- (b) Nilai absolut tersebut kemudian diregress kembali terhadap variabel *independen*.
- (c) Dari hasil regresi yang didapatkan dilihat signifikan t-nya. Apabila tidak ada yang yang signifikan maka dapat disimpulkan tidak terjadi gejala heteroskedastisitas.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Frekuensi

Tabel 2. Karakteristik Sampel 2003-2006

	Kinerja Keuangan Perusahaan	%	Frequency
Posisi Earning	Positif	67.81	377
	Negatif	32.19	179
Dividend Policy	Membayar Dividen	14.03	78
	Tidak Membayar Dividen	85.97	478
NI<0	Net Income Positif	70.68	393
	Net Income Negatif	29.32	163
Liabilities > Asset	Lower	91.37	508
	Higher	8.63	48
Arus Kas Operasional	Negatif	28.96	161
	Positif	71.04	395
Perubahan ROA	Negatif	67.45	375
	Positif	32.55	181
AKO>IBEI	Negatif	35.61	198
	Positif	64.39	358
Perubahan Leverage	Negatif	29.14	162

	Positif	70.86	394
Perubahan Likuiditas	Negatif	54.32	302
	Positif	45.68	254
Perubahan Gross Margin Ratio	Negatif	57.91	322
	Positif	42.09	234
Perubahan Turnover	Negatif	37.77	210
	Positif	62.23	346
AKO Penjualan Saham	Negatif	62.95	350
	Positif	37.05	206

Dari tabel 2, dapat diperoleh gambaran singkat karakteristik perusahaan yang menjadi sampel penelitian:

- Mayoritas sampel memiliki *earning* positif (67,81%) sedangkan sisanya (32,19%) memiliki *earning* negatif.
- Hanya 14,03% dari total sampel yang membayar dividen selama periode penelitian.
- Sebahagian besar sampel (67,45%) mengalami tingkat pengembalian aset yang negatif,
- Arus kas operasional sampel sebahagian besar (71,04%) positif, tapi bila dibandingkan dengan perolehan laba bersih jumlah ini menurun menjadi 64,39%.
- Sebahagian besar sampel meningkatkan modal dalam bentuk peningkatan hutang. Ini terlihat dari hampir 71% total sampel mengalami perubahan *leverage* positif.
- Hanya sejumlah 45,68% dari total sampel yang berhasil mempertahankan perubahan likuiditas yang positif.

Uji Hipotesis Pertama

Berdasar uji beda rata-rata, diperoleh informasi berikut mengenai tingkat pengembalian saham emiten berdasarkan kinerja keuangan yang pada periode penelitian:

- Tingkat pengembalian saham emiten dengan *earning* yang negatif justru lebih tinggi (9,36%) dibanding emiten yang memiliki *earning* yang positif (7,45%);
- Tingkat pengembalian saham emiten yang tidak membayar dividen, justru lebih tinggi (8,41%) dibanding emiten yang tidak membayar dividen (5,92%);
- Dilihat dari posisi laba bersih, tingkat pengembalian saham emiten dengan laba bersih negatif lebih tinggi sebesar 0,73% dibanding emiten dengan laba bersih positif;
- Emiten dengan jumlah kewajiban lebih tinggi dari asset justru memiliki tingkat pengembalian saham yang lebih tinggi (9,98%) dibanding tingkat pengembalian saham emiten dengan jumlah kewajiban yang lebih rendah dibanding total asset (7,88%);
- Tingkat pengembalian saham emiten yang memiliki arus kas operasional yang positif lebih tinggi (8,13%) dibanding emiten dengan arus kas operasionalnya negatif (7,91%);

- f) Dilihat dari sisi tingkat pengembalian *asset*, justru emiten dengan perubahan ROA positif memiliki tingkat pengembalian yang lebih rendah dibanding emiten dengan perubahan ROA negatif (5,81%);
- g) Dilihat dari perubahan *leverage*, emiten yang mengurangi hutangnya memiliki tingkat pengembalian yang lebih tinggi (9,33%) dibanding emiten yang meningkatkan hutangnya (7,54%);
- h) Tingkat pengembalian saham pada emiten yang mengurangi likuiditasnya juga lebih tinggi (8,78%) dibanding mereka yang meningkatkan likuiditas keuangannya (7,21%);
- i) Emiten dengan perubahan rasio laba kotor yang negatif justru memiliki tingkat pengembalian saham yang lebih tinggi (8,81%) dibanding emiten dengan perubahan rasio laba kotor yang positif (7,04%);
- j) Dalam hal *turn over*, tingkat pengembalian saham yang mengalami *turn over* negatif justru lebih tinggi (8,38%) dibanding emiten dengan *turn over* yang positif (7,87%);

Meski terjadi perbedaan return secara rata-rata, namun hal tersebut tidak otomatis memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham itu sendiri. Hal ini dapat dilihat berdasarkan nilai signifikansi-t yang lebih besar dari nilai alpha 0,05.

Uji Hipotesis Kedua

Tabel 3. Hasil Uji Hipotesis II

Model	Prediktor	β	Sig.t	Sig.F	R ²
1	(Constant)	0.1213	0.369	0.21	0.0056
	BtMt	-0.0026	0.087		
	InMC	-0.0015	0.768		
2	(Constant)	0.0867	0.548	0.383	0.0076
	BtMt	-0.0026	0.095		
	InMC	-0.0004	0.937		
	NegYt	0.0145	0.52		
	Asset Growth	0.0088	0.398		
3	(Constant)	0.0994	0.501	0.502	0.0078
	BtMt	-0.0027	0.087		
	InMC	-0.0009	0.865		
	NegYt	0.0152	0.503		
	Asset Growth	0.0089	0.395		
4	(Constant)	0.0000	0.689	0.354	0.0038
	OHt	0.1381	0.381		
	Pit	0.0002	0.921		
5	(Constant)	-0.0084	0.179	0.701	0.01
	BtMt	0.0882	0.631		
	BtMt	-0.0027	0.091		
	InMC	-0.0008	0.92		
	NegYt	0.0075	0.759		
	Asset Growth	0.0075	0.475		
	ACtBt	0.0000	0.767		
	DtBt	0.0000	0.861		
	OHt	-0.0004	0.858		
Pit	-0.0071	0.288			
6	(Constant)	0.0902	0.624	0.756	0.0106
	BtMt	-0.0027	0.094		
	InMC	-0.0011	0.895		
	NegYt	0.0092	0.71		
	Asset Growth	0.0075	0.479		
	ACtBt	0.0000	0.76		
	DtBt	0.0000	0.873		
	OHt	-0.0005	0.844		
	Pit	-0.0071	0.283		
Profitability	0.0035	0.568			

Berdasarkan tabel 3 diperoleh hasil sebagai berikut:

- a) Secara simultan dan parsial, seluruh variabel yang menjadi prediktor pada ke 6 model tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham ($\text{Sig.F} > \alpha 0,05$; $\text{Sig.t} > \alpha 0,05$). Dengan demikian dapat diambil kesimpulan bahwa seluruh hipotesis null (H_01-H_06) diterima dan H_a ditolak.
- b) Kemampuan rasio B/M, kapitalisasi pasar ($\ln MC$), posisi *earning* (NegYt), *asset growth*, nilai akrual (AcBt), kebijakan dividen (DtBt), ukuran kekuatan perusahaan (Oht dan PIt), dan *profitability* (Yt/Bt) dalam menjelaskan variansi tingkat pengembalian saham tidak signifikan dengan kisaran koefisien determinasi 1%-7,8%.
- c) Nilai konstanta pada keenam model adalah positif, ini berarti *ceteris paribus*, prediksi tingkat pengembalian saham akan selalu positif dengan rentang nilai 0,0867-0,1381.

Berdasarkan hasil uji hipotesis, nilai koefisien beta dari rasio B/M pada lima model (model 1, 2, 3, 5, dan 6) adalah negatif, ini berarti, *ceteris paribus*, prediksi tingkat pengembalian saham yang dihasilkan adalah rendah. Hasil empiris ini tidak mendukung penelitian sebelumnya (Rosenberg, Reid, dan Lanstein 1985; Chan, Hamao, dan Lakonishok 1991; Fama dan French 1992; Capaul, Rowley, dan Sharpe 1993; Lakonishok, Shleifer, dan Vishny 1994) yang menyatakan arah yang positif mengenai korelasi rasio B/M dan tingkat pengembalian saham.

Dari model 6, diperoleh nilai koefisien beta *profitability* sebesar 0,0035. Hal ini berarti, *ceteris paribus*, prediksi tingkat pengembalian saham adalah positif. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Haugen dan Baker (1996) serta Cohen, Gompers, dan Vuolteenaho (2002).

Seluruh proksi investasi (*asset growth*) yang terdapat pada 4 model (model 2, 3, 5, dan 6) memiliki koefisien beta positif dengan *range* 0,0075-0,0089. Ini berarti, *ceteris paribus* semakin tinggi investasi yang dilakukan akan semakin tinggi prediksi tingkat pengembalian saham. Berdasarkan hasil empiris tersebut, penelitian ini tidak mendukung penelitian Fairfield, Whisenant, dan Yohn (2003), Richardson dan Sloan (2003), serta Titman, Wei, dan Xie (2005) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara rata-rata tingkat pengembalian dan investasi.

Nilai akrual adalah salah satu prediktor yang digunakan pada model 3, 5, dan 6. Nilai koefisien beta prediktor ini meski positif tapi tidak cukup signifikan ($< 0,0000$). Meskipun demikian nilai koefisien tersebut secara tegas menyatakan arah positif terhadap tingkat pengembalian saham. Dengan demikian secara empiris, hasil penelitian ini tidak sependapat dengan penelitian Sloan (1996), Xie (2001), Fairfield, Whisenant, dan Yohn, (2003), Richardson, Sloan, Soliman, dan Tuna, (2004, 2005), serta Chan, Chan, Jegadeesh, dan Lakonishok (2006) yang menyatakan semakin tinggi prediksi akrual maka semakin rendah tingkat pengembalian saham.

Komposisi pengukuran kekuatan perusahaan yang merupakan proksi untuk arus kas bersih menggunakan indeks Ohlson dan indeks Piotroski (Oht dan PIt).

Ohlson (1980) menyatakan bahwa semakin tinggi nilai indeksnya, maka semakin besar probabilitas perusahaan untuk gagal untuk membayar hutangnya. (*default on debt*). Fama dan French (2005) menggunakan indeks ini sebagai proksi arus kas mendatang, dimana jika nilai indeks semakin kecil ekspektasi arus kas atas perusahaan tersebut besar. Dengan kata lain, pernyataan ini baru sesuai bila koefisien betanya positif.

Hasil empiris menyatakan bahwa kecuali untuk model 5 dan 6, penelitian ini mendukung hasil penelitian Abarbanell dan Bushee (1998), Frankel dan Lee (1998), Dechow, Hutton, dan Sloan (2000), serta Lee, Ng, dan Swaminathan (2004) yang menyatakan semakin tinggi arus kas bersih relatif yang diharapkan terhadap ramalan nilai pasar saat ini maka semakin tinggi tingkat pengembalian saham. Sementara untuk indeks Piotroski, hasil empiris yang diperoleh tidak mendukung dengan penelitian yang dilakukan Piotroski (2000), Griffin dan Lemmon (2002), dimana koefisien beta PIT pada model 4, 5, dan 6 adalah negatif.

Uji Asumsi Klasik

Tabel 4. Hasil Uji Autokorelasi

Model	dU	d-Hit	(4-dU)	Keterangan
1	1.789	2.15	2.211	Tidak terjadi autokorelasi
2	1.81	2.15	2.19	Tidak terjadi autokorelasi
3	1.82	2.15	2.18	Tidak terjadi autokorelasi
4	1.789	2.17	2.211	Tidak terjadi autokorelasi
5	1.852	2.16	2.148	Tidak terjadi autokorelasi
6	1.863	2.16	2.137	Tidak terjadi autokorelasi

Berdasarkan hasil pengujian dengan kriteria indikator nilai VIF dan Tolerance pada tabel 4 dapat disimpulkan tidak terjadi gejala multikolinearitas karena nilai VIF < 10 dan Nilai Tolerance mendekati 1 pada variabel independen. Gejala heteroskedastisitas masih terjadi pada model 1, 2, dan 3 karena hasil regresi antara nilai *unstandardized* yang diabsolutkan terhadap variabel independen masih menghasilkan signifikansi t yang lebih kecil dari nilai alpha 0,05. Dari tabel 4 dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi pada 6 model persamaan multiregresi, karena nilai $dU \leq d \leq 4-dU$.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menghitung pengaruh dari beberapa proksi keuangan (rasio B/M, kapitalisasi pasar, posisi *earning*, investasi, nilai aktual, kekuatan perusahaan, kebijakan dividen, dan profitabilitas) terhadap tingkat pengembalian saham emiten yang tergabung dalam 3 industri (industri dasar dan kimia, aneka industri, dan industri perdagangan). Model multiregresi mengikuti prosedur Fama dan French. Dari hasil uji hipotesis pertama dapat disimpulkan bahwa perbedaan tingkat pengembalian saham berdasarkan kinerja keuangan sampel, tidak

secara otomatis memiliki pengaruh yang signifikan dalam memprediksi tingkat pengembalian saham itu sendiri. Hasil empiris uji hipotesis kedua menyatakan bahwa proksi keuangan yang digunakan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham secara simultan dan parsial. Selain itu kemampuan proksi dalam menjelaskan variansi *return* juga tidak signifikan dengan nilai koefisien determinasi 1%-7,8%.

DAFTAR PUSTAKA

- Abarbanell, Jeffrey S., and Victor L. Bernard, 1992, Tests of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior, *Journal of Finance* 47, 1181-1207.
- Abarbanell, Jeffrey S., and Brian J. Bushee, 1998, Abnormal returns to a fundamental analysis strategy, *The Accounting Review* 73, 19-45.
- Ahmed, Anwer S., S. M. Khalid Nainar, and X. Frank Zhang, 2003, Further evidence on analyst and investor mis-weighting of prior period cash flows and accruals, working paper, University of Chicago.
- Ali, Ashiq, April Klein, and James Rosenfeld, 1992, Analysts' use of information about permanent and transitory earnings components in forecasting annual EPS, *The Accounting Review* 67, 183-198.
- Campbell, John, and Robert J. Shiller, 1988, The dividend-price ratio and expectations for future dividends and discount factors, *Review of Financial Studies* 1, 195-228.
- Capaul, Carlo, Ian Rowley, and William F. Sharpe, 1993, International value and growth stock returns, *Financial Analysts Journal*, January-February, 27-36.
- Chan, Konan, Louis K. C. Chan, Narasimhan Jegadeesh, and Josef Lakonishok, 2006, Earnings quality and stock returns, *Journal of Business* 79.
- Chan, Louis K.C., Yasushi Hamao, and Josef Lakonishok, 1991, Fundamentals and stock returns in Japan, *Journal of Finance* 46, 1739-1789.
- Cohen, Randolph B., Paul A. Gompers, and Tuomo Vuolteenaho, 2002, Who underreacts to cash-flow news? Evidence from trading between individuals and institutions, *Journal of Financial Economics*, 66, 409-462.
- Collins, Daniel W., and Paul Hribar, 2000, Earnings-based and accrual-based market anomalies: one effect or two?, *Journal of Accounting and Economics* 29, 101-123.
- Dechow, Patricia M., Amy P. Hutton, and Richard G. Sloan, 2000, An empirical assessment of the residual income valuation model, *Journal of Accounting and Economics*, 26, 1-34.
- Easterwood, John C., and Stacy R. Nutt, 1999, Inefficiency in analysts' earnings forecasts: Systematic misreaction or systematic optimism?, *Journal of Finance* 54, 1777-1797.
- Fairfield, Patricia M., Scott Whisenant, and Terry Lombardi Yohn, 2002, The differential persistence of accruals and cashflows for future operating income versus future return on assets, working paper, Georgetown University.
- Fairfield, Patricia M., Scott Whisenant, and Terry Lombardi Yohn, 2003, Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing, *The Accounting Review* 78, 353-371.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1992, The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance* 47, 427-465.

- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1993, Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1995, Size and book-to-market factors in earnings and returns, *Journal of Finance* 50, 131-155.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 2001, Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay, *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Fama, Eugene F., and James MacBeth, 1973, Risk, return, and equilibrium: Empirical tests, *Journal of Political Economy* 81, 607-636.
- Frankel, Richard, and Charles M. C. Lee, 1998, Accounting valuation, market expectation, and crosssectional stock returns, *Journal of Accounting and Economics*, 25, 283-319.
- Griffin, John M., and Michael L. Lemmon, 2002, Does book-to-market equity proxy for distress risk or mispricing?, *Journal of Finance*, 57, 2317-2336.
- Haugen, Robert A., and Nardin L. Baker, 1996, Commonality in the determinants of expected stock returns, *Journal of Financial Economics*, 41, 401-439.
- Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1994, Contrarian investment, extrapolation, and risk, *Journal of Finance* 49, 1541-1578.
- Lee, Charles, David Ng, Bhaskaran Swaminathan, 2004, International Asset Pricing: Evidence from the Cross Section of Implied Cost of Capital, working paper, Cornell University.
- Mitchell, Mark L, and Erik Stafford, 2000, Managerial decisions and long-term stock price performance, *Journal of Business* 73, 287-329.
- Ohlson, James A., 1980, Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy, *Journal of Accounting Research*, 18, 109-131.
- Penman, Stephen H., 1991, An evaluation of accounting rate of return, *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 6, 233-255.
- Piotroski, Joseph D., 2000, Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers, *Journal of Accounting Research*, 38 (Supplement), 1-42.
- Richardson, Scott A., Richard G. Sloan, 2003, External financing and future stock returns, working paper, University of Pennsylvania.
- Richardson, Scott A., Richard G. Sloan, Mark T. Soliman, and Irem Tuna, 2004, The implications of accounting distortions and growth for accruals and profitability, working paper, University of Pennsylvania.
- Richardson, Scott A., Richard G. Sloan, Mark T. Soliman, and Irem Tuna, 2005, Accrual reliability, earnings persistence, and stock prices, *Journal of Accounting and Economics* 39.
- Rosenberg, Barr, Kenneth Reid, and Ronald Lanstein, 1985, Persuasive evidence of market inefficiency, *Journal of Portfolio Management* 11, 9-17
- Sloan, Richard G., 1996, Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?, *The Accounting Review* 71, 289-315.

Titman, Sheridan, K.C. John Wei, and Feixue Xie, 2005, Capital investments and stock returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39, 677-700.
Xie, Hong, 2001, The mispricing of abnormal accruals, *The Accounting Review* 76, 357-373.