

PENGARUH ECONOMIC VALUE ADDED, DEGREE OF OPERATING LEVERAGE, DEGREE OF FINANCIAL LEVERAGE, DEGREE OF COMBINED LEVERAGE, RETURN ON EQUITY, DAN RETURN ON ASSETS TERHADAP RETURN SAHAM LQ 45 TAHUN 2005, 2006, 2007, DAN 2009.

Akromul Ibad*

Paulus*

Program Studi Manajemen, Institut Bisnis dan Informatika Indonesia, Jl. Yos Sudarso Kav. 87, Jakarta 14350

Abstract

The purpose of this study is to examine the influence of the economic value added (EVA), degree of operating leverage (DOL), degree of financial leverage (DFL), degree of combined leverage (DCL), return on equity (ROE), and return on assets (ROA) toward the stock return included in LQ45 on the Indonesia Stock Exchange. Every company has a permanent burden in terms of both operational and financial leverages, so it has a risk due to fixed expenses. It is hypothetically predicted that the leverage and financial performance would affect the stock return. By implementing purposive sampling method, sample of this study consist of 18 listed companies for the period of 2005, 2006, 2007, and 2009. Data analysis of this study employs multiple linear regression and classic assumption test. This study concludes that there are enough evidence that ROE and ROA influence stock return but EVA, DOL, DFL, and DCL do not have any sufficient evidence to influence stock return.

Keywords: *economic value added, operating leverage, financial leverage, combined leverage, return on equity, return on assets, stock return.*

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh *economic value added, degree operating leveraged, degree financial leveraged, degree combined leveraged, return on equity*, dan *return on assets* terhadap return saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2005, 2006, 2007, dan 2009. Setiap perusahaan memiliki beban tetap dalam kaitannya dengan *leverage* operasi dan *leverage* keuangannya, sehingga perusahaan menanggung risiko dikarenakan oleh biaya dan beban tetap yang harus dikeluarkan. Secara hipotetik penelitian ini menduga bahwa tingkat *leverage* dan kinerja keuangan dapat berpengaruh terhadap *return* saham. Dengan menerapkan metode *purposive sampling*, sampel penelitian ini meliputi 18 perusahaan emiten yang terdaftar di BEI pada tahun 2005, 2006, 2007, dan 2009. Analisis data yang pada studi ini menggunakan metode regresi linier berganda dan uji asumsi klasik. Penelitian ini menyimpulkan bahwa ROE dan ROA berpengaruh terhadap *return* saham, sedangkan EVA, DOL, DFL, dan DCL tidak memiliki cukup bukti mempengaruhi *return* saham.

Kata kunci: *economic value added, operating leverage, financial leverage, combined leverage, return on equity, return on assets, return saham.*

* Alamat kini Institut Bisnis dan Informatika Indonesia, Jln Yos Sudarso Kav. 8 Sunter , Jakarta 14350
Penulis untuk Korespondensi: Telp. (021) 65307062 Ext. 707. E-mail: akromul@ibii.ac.id.

Pendahuluan

Saat ini perusahaan dihadapkan pada berbagai masalah ekonomi yang semakin rumit seiring dengan semakin ketatnya persaingan antar perusahaan. Perusahaan diharapkan tidak hanya *wealth-creating institution*, melainkan juga harus mampu melipatgandakan kekayaan perusahaan dengan sumberdaya yang terbatas, sehingga perusahaan memiliki keunggulan daya saing yang berkelanjutan. Perhatian utama perusahaan yang telah menjadi emiten yaitu harus mampu menunjukkan kepada masyarakat (investor) bahwa efek (surat berharga) yang diterbitkan memang layak diperdagangkan di bursa dan memperoleh kepercayaan publik. Bagi investor kinerja keuangan emiten merupakan fokus utama dalam penilaian prestasi perusahaan, karena dari kinerja keuangan perusahaan akan dapat diketahui kemampuan perusahaan dalam pemenuhan kewajiban bagi para debitur dan juga merupakan elemen penting dalam penciptaan nilai perusahaan yang menunjukkan prospeknya pada masa yang akan datang. Hal tersebut akan mendorong emiten untuk menjaga kinerja keuangan perusahaan yang pada akhirnya mendorong investor untuk berinvestasi pada efek yang diterbitkan emiten, sehingga investor dapat berespektasi dalam mendapatkan imbal hasil (*return*).

Pengukuran kinerja keuangan dikelompokkan menjadi dua, yaitu pengukuran berbasis akuntansi (*accounting-based measure*) dan pengukuran berbasis pasar (*market-based measure*). Pengukuran berbasis akuntansi meliputi pertumbuhan penjualan, profitabilitas, imbalhasil aset, laba per saham dan lainnya. Pengukuran berbasis pasar adalah total imbalhasil saham dan harga saham.

Kinerja keuangan merupakan salah alat ukur kemampuan perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasinya, terdapat rasio-rasio keuangan seperti rasio likuiditas, profitabilitas, *leverage* dan aktivitas yang digunakan untuk melihat kemampuan operasi manajemen.

Rasio profitabilitas, seperti ROE dan ROA, merupakan rasio keuangan yang sering digunakan oleh investor untuk mengukur kemampulabaan perusahaan. Ini tercermin pada *Indonesian Capital Market Directory* yang hanya mencantumkan rasio ROE dan ROA dibandingkan rasio profitabilitas lainnya. ROE dan ROA merupakan alat ukur kemampuan manajemen perusahaan dalam menciptakan laba melalui efisiensi operasional dengan keterbatasan modal atau aset. Tetapi dengan perkembangan zaman yang semakin maju, banyak perusahaan menggunakan ukuran kinerja yang lebih menekankan nilai (*Value Based Management/ VBM*).

Konsep VBM mendorong manajemen lebih termotivasi dan fokus pada penciptaan arus kas di masa mendatang bagi para pemegang saham. VBM memiliki dua elemen kunci, yaitu penciptaan nilai bagi pemegang saham (*shareholder value*) sebagai tujuan utama perusahaan dan sebagai ukuran kinerja internal perusahaan yang mampu memotivasi manajemen mengejar tujuan maksimiliasi nilai bagi pemegang saham.

Economic Value Added (EVA) adalah salah satu bagian dari VBM dan tolak ukur baru yang digunakan investor dan perusahaan dalam menentukan perkembangan perusahaan. EVA memiliki pendekatan yang berbeda dari pendekatan tradisional, hal ini dikarenakan EVA telah memasukkan biaya modal sedangkan pendekatan tradisional (PER, EPS, ROE, dan lainnya) mengabaikan adanya biaya modal sehingga sulit untuk mengetahui apakah perusahaan telah mampu menciptakan nilai atau tidak sehingga pendekatan tradisional dianggap tidak lagi memadai untuk mengevaluasi efektivitas dan efisiensi perusahaan (Chen dan Dood dalam Siti Resmi, 2002).

Biaya tetap merupakan hal yang tak dapat dilepaskan oleh perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasinya. Perusahaan menanggung risiko usaha (kebangkrutan) sebagai akibat dsri beban tetap yang ditimbulkan. Hal

ini berpengaruh bagi investor dalam menentukan keputusan investasinya. Secara umum terdapat dua jenis biaya tetap yaitu biaya tetap yang berasal dari kegiatan operasional perusahaan yang disebut *Degree of Operating Leverage* (DOL) dan biaya tetap yang berasal dari keuangan perusahaan akibat beban bunga yang terjadi *Degree Financial Leverage* (DFL). Selain itu terdapat biaya tetap yang timbul baik dari sisi operasional maupun keuangan perusahaan disebut *Degree of Combined Leverage* (DCL).

Mengingat banyaknya alat ukur yang dapat digunakan oleh investor dalam menentukan investasi, maka dalam penelitian ini penulis ingin mengetahui metode apa yang lebih baik digunakan investor dalam menentukan investasi. Penelitian ini menggunakan beberapa alat ukur dan rasio keuangan perusahaan yang mencerminkan kinerja perusahaan yang diduga mempengaruhi *return* saham. Alat ukur dan rasio keuangan yang digunakan antara lain adalah *Economic Value Added* (EVA), *Degree Operating Leveraged* (DOL), *Degree Financial Leveraged* (DFL) *Degree Combined Leveraged* (DCL), *Return on Equity* (ROE), dan *Return on Assets* (ROA). Pengaruh dari keenam alat ukur tersebut akan dibandingkan langsung dengan *return* saham.

Masalah Penelitian

Chen dan Dood dalam Siti Resmi (2002) menyatakan bahwa pengukuran kinerja tradisional tidak efektif dan tidak efisien karena mengabaikan biaya modal, tetapi pada hasil penelitian terdahulu disimpulkan bahwa pengukuran kinerja tradisional lebih mampu mempengaruhi *return* saham di Indonesia. Hal ini tentu saja bertolak belakang dengan pernyataan Chen dan Dood.

Rumusan Masalah Penelitian

Setiap investor menilai suatu perusahaan dari kemampuan manajemen meningkatkan kekayaan bagi pemegang saham dan tingkat risiko yang dialami oleh perusahaan. hal ini akan mempengaruhi tingkat imbal hasil yang diha-

rapkan oleh investor, maka permasalahan penelitian yang diajukan dalam penelitian ini, adalah apakah terdapat pengaruh signifikan antara *economic value added*, *degree of operating leverage*, *degree of financial leverage*, *degree combined leverage*, *return on equity*, dan *return on assets* terhadap *return* saham dari sudut pandang investor.

Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris bahwa *Economic Value Added* (EVA), *Degree of Operating Leverage* (DOL), *Degree of Financial Leverage* (DFL) *Degree of Combined Leverage* (DCL), *Return on Equity* (ROE), dan *Return on Assets* (ROA) berpengaruh terhadap perubahan *return* saham pada kategori LQ 45 di Bursa Efek Indonesia.

Tinjauan Pustaka dan Hipotesis

Hubungan EVA terhadap *Return* Saham

EVA merupakan penilai kinerja perusahaan dengan fokus penciptaan nilai. Menurut Rudiyanto (2006) jika EVA positif ($EVA > 0$) terdapat penambahan nilai ekonomis pada perusahaan dan menciptakan nilai tambah bagi pemegang saham sehingga akan direspon baik oleh investor dengan membeli saham tersebut yang berakibat harga saham meningkat. Bila EVA negatif ($EVA < 0$) maka tidak terdapat nilai tambah bagi perusahaan karena dana yang tersedia tidak memenuhi harapan-harapan kreditor dan terutama para pemegang saham sehingga akan direspon negatif oleh pasar (investor) dengan menjual saham yang dimiliki.

Ha₁: EVA berpengaruh positif terhadap perubahan harga saham kategori LQ 45.

Hubungan DOL terhadap Return Saham

Degree of Operating Leverage (DOL) merupakan kinerja perusahaan yang mengukur tingkat risiko dari sisi operasional perusahaan dengan membandingkan EBIT (*earning before interest and tax*) dengan penjualan selama periode tertentu. Perusahaan menanggung beban tetap (beban gaji, beban penyusutan, dan lainnya) yang harus dibayarkan dan harus digunakan semaksimal mungkin untuk menciptakan efisiensi dalam proses produksi. Semakin besar DOL maka risiko operasional perusahaan juga semakin besar sehingga akan direspon oleh investor pada umumnya dengan menjual saham yang dimilikinya.

Ha₂: DOL berpengaruh negatif terhadap perubahan harga saham kategori LQ 45.

Hubungan DFL terhadap Return Saham

Degree of Financial Leverage (DFL) merupakan kinerja perusahaan yang mengukur tingkat risiko dari sisi keuangan perusahaan dengan membandingkan EPS (*Earning per Share*) dengan EBIT selama periode tertentu. Dalam *trade off theory* semakin tinggi hutang maka semakin tinggi beban kebangkrutan yang ditanggung perusahaan, sehingga akan direspon oleh investor pada umumnya dengan menjual saham yang dimilikinya. Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan. Semakin besar hutang, semakin besar pula kemungkinan terjadinya perusahaan tidak mampu membayar kewajiban tetap berupa bunga dan pokoknya.

Ha₃: DFL berpengaruh negatif terhadap perubahan harga saham kategori LQ 45.

Hubungan DCL terhadap Return Saham

Degree of Combined Leverage (DCL) merupakan kinerja perusahaan yang mengukur tingkat risiko dari sisi operasional dan keuangan perusahaan dengan membandingkan EPS (*Earning per Share*) dengan penjualan

yang dilakukan perusahaan selama periode tertentu. Perusahaan menanggung beban tetap (beban gaji, beban penyusutan, beban bunga dan lainnya) sehingga perusahaan harus mampu memaksimalkan setiap sumber daya yang dimiliki untuk proses produksi. Semakin besar DCL maka risiko perusahaan juga semakin besar akibat beban tetap yang besar sehingga direspon oleh investor pada umumnya dengan menjual saham yang dimilikinya.

Ha₄: DCL berpengaruh negatif terhadap perubahan harga saham kategori LQ 45

Hubungan ROE terhadap Return Saham

Return on Equity (ROE) merupakan rasio yang membandingkan antara *earning after tax* (EAT) dan total modal (*equity*). ROE menunjukkan kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari modal yang digunakan untuk operasional perusahaan. Menurut Harahap (2007) ROE memiliki hubungan yang positif dengan harga saham, sehingga semakin besar ROE semakin besar pula harga saham karena besarnya ROE memberikan indikasi bahwa pengembalian yang akan diterima investor akan tinggi sehingga investor akan tertarik untuk membeli saham tersebut dan hal itu menyebabkan harga pasar saham cenderung naik. Menurut Johan dan Achmad (2007) rasio ini digunakan sebagai alat untuk mengukur kemampuan modal sendiri dalam menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham preferen dan biasa. Sedangkan menurut Ross, dkk (2009) ROE adalah sebagai alat ukur kemampuan manajemen dalam menghasilkan laba bagi para pemegang saham dengan modal yang tersedia. ROE yang tinggi menunjukkan kinerja keuangan yang baik karena manajemen melakukan efisiensi dalam menghasilkan keuntungan dari modal yang tersedia. Semakin besar ROE, maka investor akan tertarik untuk membeli saham tersebut karena manajemen perusahaan mampu mengoptimalkan laba bagi pemegang saham dengan modal yang terbatas.

Ha₅: ROE berpengaruh positif terhadap perubahan harga saham kategori LQ 45.

Hubungan ROA terhadap Return Saham

Return on Assets (ROA) merupakan rasio antara *earning after tax* (EAT) terhadap total aset. ROA menunjukkan kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari aktiva yang digunakan untuk operasional perusahaan. Menurut Gill dan Charton dalam Dhita (2009) menyatakan *return on assets* berguna untuk mengukur keuntungan investasi dan sebagai evaluasi akhir untuk menentukan keputusan investasi dalam perusahaan. Menurut Pancawati (2001) *return on assets* yang semakin tinggi menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik dan para investor akan memperoleh keuntungan dari deviden yang diterima semakin meningkat Menurut Husnan (1998) apabila ROA meningkat berarti profitabilitas perusahaan meningkat sehingga dampak akhirnya adalah peningkatan profitabilitas yang dinikmati oleh pemegang saham. Dapat disimpulkan bahwa semakin besar ROA semakin baik, karena tingkat *return* semakin besar dan menjadi daya tarik bagi investor untuk membeli saham tersebut karena manajemen perusahaan mampu mengoptimalkan laba bagi pemegang saham dengan aset yang dimiliki oleh perusahaan.

Ha₆: ROA berpengaruh positif terhadap perubahan harga saham kategori LQ 45.

Metodologi Penelitian

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan *non-profitability sampling* pada tipe *purposive sampling* yaitu sampel dipilih berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Adapun kriteria dalam pengambilan sampel adalah:

- Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang masuk dalam kategori LQ 45 selama periode Januari 2005 hingga Desember 2009.

- Emiten memiliki laporan keuangan per 31 Desember yang telah diaudit, jika tidak terdapat laporan keuangan maka emiten tersebut akan dikeluarkan dalam penelitian.
- Emiten memiliki informasi tentang harga saham (*closing price*) per tahun serta memiliki data laporan keuangan yang diperlukan.

Variabel Penelitian

Variabel terikat pada penelitian ini adalah perubahan *return* saham perusahaan. Variabel bebas pada penelitian ini meliputi *Economic Value Added* (EVA), *Degree of Operating Leverage* (DOL), *Degree of Financial Leverage* (DFL), dan *Degree of Combined Leverage* (DCL), *Return on Equity* (ROE), dan *Return on Assets* (ROA).

1. Return Saham

Menurut Sjahrial (2009) tingkat pengembalian (*rate of return*) merupakan total keuntungan atau kerugian yang dialami investor dalam suatu periode tertentu. Secara umum dinyatakan sebagai perubahan nilai atau pengeluaran / investasi sejumlah uang tertentu yang dinyatakan dalam persentase dari investasi awal.

$$PH = \frac{HS_t - HS_{t-1}}{HS_{t-1}} \times 100\%$$

PH : Perubahan harga saham

HS_t : harga saham t

HS_{t-1} : harga saham t-1

2. EVA (Economic Value Added)

Menurut Manurung (2006) EVA adalah alat pengukur hasil perusahaan atas tindakan investasi yang dilakukan dan ukurannya adalah investasi yang dilakukan harus dapat memenuhi seluruh biaya dikeluarkan perusahaan.

Sedangkan menurut Rudianto (2006) EVA adalah sebuah sistem manajemen keuangan untuk mengukur laba ekonomi dalam suatu perusahaan, yang menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat tercipta jika perusahaan mampu memenuhi semua biaya operasi

(operating cost) dan biaya modal (cost of capital). Menurut Said (2010) EVA merupakan metode valuasi yang menunjukkan berapa tambahan manfaat yang diterima oleh para pemegang saham setelah mempertimbangkan biaya kesempatan dari dana yang dikeluarkan.

Untuk menghitung EVA menurut Said menggunakan rumus sebagai berikut:

$$EVA = (EAT + Bunga) - ((Utang \times k_d (1 - Pajak) + (Ekuitas \times k_e)))$$

- a. Menghitung biaya hutang (k_d)

Biaya hutang yang digunakan adalah hutang jangka panjang perusahaan.

$$K_d = \frac{\text{Beban Bunga}}{\text{Utang Jangka Panjang}}$$

- b. Menghitung tax (pajak)

Tax pada EVA dihitung menggunakan rumus sebagai berikut:

$$Tax = \frac{\text{Beban Pajak Penghasilan Bersih}}{\text{Earning Before Tax}}$$

- c. Biaya modal diperoleh dengan rumus:

$$CAPM = R_{f_t} + \beta (R_m - R_{f_t})$$

R_{f_t} : Suku bunga sertifikat BI periode t

β : Risiko Saham

R_{m_t} : Return pasar periode t (per tahun)

- d. Menghitung risk free (R_f)

Dalam penelitian ini risk free menggunakan data bulanan sertifikat BI pada tahun terkait dengan rumus berikut:

$$R_f = \frac{\sum SBI \text{ bulan}}{n}$$

- e. Menghitung return market (R_m)

Return market per tahun menggunakan total expected return bulanan IHSG pada tahun terkait dengan rumus:

$$R_m = \sum \text{expected return per bulan}$$

Penulis menggunakan rumus berikut:

$$\beta = \frac{\text{Covar}_{\text{Saham, IHSG}}}{\sigma_{\text{IHSG}}}$$

3. Degree of Operating Leverage (DOL)

Ambarwati (2010) menyatakan “degree of operating leverage adalah persentase perubahan laba operasional (EBIT) akibat dari 1% perubahan penjualan”. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan menggunakan aktiva tetap dalam operasi sehingga menyebabkan perusahaan menanggung biaya tetap. Multiplier effect menurut Sjahrial (2009: 151) adalah hasil penggunaan biaya operasi tetap terhadap laba sebelum bunga dan pajak disebut dengan tingkat leverage operasi (Degree of Operating Leverage). Multiplier effect yang dihasilkan karena penggunaan dana dengan biaya tetap (beban bunga).”

$$DOL = \frac{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}}{\frac{\Delta \text{Penjualan}}{\text{Penjualan}}}$$

4. Degree of Financial Leverage (DFL)

Pendapat Ambarwati (2010) DFL adalah perubahan persentase EPS perusahaan yang dihasilkan dari 1% perubahan dalam laba operasional (EBIT). Leverage financial menurut Sjahrial adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan memperoleh tambahan keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya sehingga meningkatkan keuntungan

pemegang saham. Alasan yang kuat untuk menggunakan dana dengan beban tetap adalah untuk meningkatkan pendapatan yang tersedia bagi pemegang saham.

$$DFL = \frac{\frac{\Delta EPS}{EPS}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}}$$

5. Degree of Combined Leverage (DCL)

Menurut Sjahrial(2009) DCL adalah gabungan antara *leverage* operasi dan finansial dalam usahanya untuk meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham biasa. *Multiplier effect* atas perubahan laba per lembar saham (EPS) karena perubahan penjualan.” DCL merupakan persentasi antara perubahan EPS dan penjualan. Sedangkan menurut Ambarwati (2010) DCL adalah pengaruh perubahan penjualan terhadap laba setelah pajak. Ukuran kuantitatif dari sensitivitas adalah EPS perusahaan terhadap perubahan dalam penjualan perusahaan.

$$DCL = DOL * DFL$$

6. Return on Equity (ROE)

Arief (2009) menyatakan bahwa ROE merupakan rasio yang mengukur tingkat pengembalian dari bisnis atas modal yang ada. Rasio ini menjadi salah satu alat ukur keberhasilan bisnis yang dijalankan. Rasio ini sering disebut pula dengan rentabilitas modal sendiri. ROE menurut Johan dan Achmad (2007) digunakan sebagai alat untuk mengukur kemampuan modal sendiri dalam menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham preferen dan biasa. Menurut Ross, dkk. (2009) pengertian ROE adalah “a mesure of how the stockholders fared during the year”. Dapat disimpulkan bahwa ROE adalah ukuran dari bagaimana kondisi pemegang saham selama tahun berjalan.

$$R_{shm} = b_0 + b_1EVA + b_2DOL + b_3DFL + b_4DCL + b_5ROE + b_6ROA + \epsilon$$

$$ROE = \frac{EAT}{Equity} \times 100\%$$

7. Return on Assets (ROA)

Arief (2009) menyatakan bahwa ROA mengukur tingkat pengembalian bisnis atas seluruh aset yang ada. Rasio ini menggambarkan efisiensi pada dana yang digunakan dalam perusahaan, oleh karena itu rasio ini sering disebut pula dengan *return on investment*. ROA menurut Johan dan Achmad (2007) adalah rasio yang mengukur kemampuan modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bersih. Menurut Ross, dkk (2009) pengertian ROA adalah “is a measure of profit per dollar of assets”. Dapat disimpulkan bahwa ROA merupakan ukuran dari keuntungan per dollar aset. ROA menurut Johan dan Achmad (2007) adalah rasio yang mengukur kemampuan modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bersih. Secara sistematis ROA dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{EAT}{Assets} \times 100\%$$

Teknis Analisis Data

Data yang siap diolah akan dilakukan pengujian statistik yang meliputi:

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linear berganda merupakan analisis regresi yang dilakukan antara satu variabel dependen dengan beberapa variabel independen. Analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh antara variabel terikat dengan variabel bebas digunakan regresi linier berganda dengan rumus persamaan sebagai berikut:

R_{shm} = Return Saham
 EVA = *Economic Value Added*
 DOL = *Degree Operating Leveraged*
 DFL = *Degree Financial Leveraged*
 DCL = *Degree Combined Leveraged*
 ROE = *Return on Equity*
 ROA = *Return on Assets*
 ε = residu

Keandalan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (OLS) sebagai alat estimasi sangat ditentukan oleh signifikansi parameter-parameter yang ada dalam hal ini adalah koefisien determinasi (R^2), pengujian koefisien regresi parsial (uji t), dan pengujian koefisien regresi serentak (uji F).

Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik diperlukan untuk mendeteksi ada / tidaknya penyimpangan asumsi klasik atas persamaan regresi berganda yang digunakan. Pengujian ini terdiri atas uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

Obyek Penelitian

Perusahaan yang dimasukkan kedalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan

LQ 45 yang ada di BEI pada tahun 2005, 2006, 2007, dan 2009. Periode 2008 dikeluarkan dari penelitian karena terjadinya anomali akibat krisis keuangan dunia, sehingga tidak mencerminkan keadaan kondisi perusahaan dan pasar yang sesungguhnya, serta risiko market yang negative sehingga berpengaruh pada k_e (biaya modal dalam perhitungan EVA).

Pada tahun 2005 peneliti tidak memasukkan PTBA dan PGAS karena covar yang negatif sehingga β (beta/risiko) saham menjadi negatif sedangkan pada tahun 2006 perusahaan yang tidak dimasukkan ke dalam penelitian adalah UNSP. Pengeluaran ketiga perusahaan tersebut dikarenakan dalam teori keuangan bahwa risiko paling rendah adalah 0 (*risk free*) sehingga tidak ada risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan *risk free*.

Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data saham yang dipakai adalah data saham kategori LQ 45 beserta laporan keuangannya. Data tersebut diperoleh dari PDPM (Pusat Data Pasar Modal) IBII, *IDX Statistic*, *homepage* BEI, pusat data BEI, dan *homepage* Bank Indonesia.

Analisis dan Pembahasan

Hasil Regresi Linear Berganda

Tabel 1
Hasil Regresi Linear Berganda

Variabel	Sig	β	R Square .208	F uji 2.711	Sig. Persamaan .021 ^a
(Constant)	.000	55.598			
EVA	.169	-.001			
DOL	.371	2.369			
DFL	.251	-1.832			
DCL	.864	-.170			
ROE	0.089	-1.226			
ROA	0.004	2.800			

Sumber: Output SPSS

a. Uji F-test

Berdasarkan tabel 1 diketahui hasil analisis pada uji – F di atas diperoleh adalah 2,771 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,021 dan nilai α yang digunakan adalah sebesar 0,05, hal ini menandakan bahwa nilai $\text{sig} < \alpha$ sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi linear berganda yang dipakai untuk memprediksi *return* saham dapat

digunakan atau dengan kata lain variabel bebas (EVA, DOL, DFL, DCL, ROE, dan ROA) berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen (*return* saham perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2005, 2006, 2007, dan 2009).

b. Uji t

Persamaannya dituliskan sebagai berikut:

$$R_{\text{Shm}} = 55,598 - 0,001 \text{ EVA} + 2,369 \text{ DOL} - 1,832 \text{ DFL} - 0,170 \text{ DCL} - 1,226 \text{ ROE} + 2,800 \text{ ROA}$$

R_{Shm}	= <i>Return Saham</i>
EVA	= <i>Economic Value Added</i>
DOL	= <i>Degree Operating Leverage</i>
DFL	= <i>Degree Financial Leverage</i>
DCL	= <i>Degree Combined Leverage</i>
ROE	= <i>Return on Equity</i>
ROA	= <i>Return on Assets</i>

1. Pengaruh Economic Value Added (EVA) terhadap return saham

EVA berpengaruh negatif dan tidak signifikan ($\alpha = 0,0845$ / one-tailed) terhadap *return* saham LQ 45 tahun 2005, 2006, 2007, dan 2009. Bila EVA naik satu satuan, maka akan memberikan pengaruh yang negatif terhadap *return* saham sebesar 0,001. Hal ini sesuai dengan penelitian Noer Sasongko dan Nila Wulandari yang menyatakan bahwa EVA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hal ini dipertegas dengan penelitian yang dilakukan oleh Pradhona dan Yulius yang menyatakan bahwa EVA tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, tetapi tidak sesuai dengan korelasi antara EVA terhadap *return* saham. Sedangkan untuk penelitian Vania Jonatan yang menyatakan EVA memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham, hal ini disebabkan pada penelitian tersebut *return market* untuk perhitungan biaya modal (k_e) pada IHSG dalam bulan, sedangkan *risk free* dalam satu tahun sehingga mengakibatkan *risk premium* menjadi negatif. Pengaruh negatif pada penelitian ini dikarenakan oleh ke-

naikkan IHSG yang tinggi selama 1 tahun (16,57% pada tahun 2005; 46,43% tahun 2006; 46,27% tahun 2007; dan 67,17% tahun 2009) sedangkan *risk free rate* (Sertifikat Bank Indonesia) yang jauh lebih rendah (9,21% tahun 2005; 11,83% tahun 2006; 8,66% tahun 2007; dan 7,34% tahun 2009) dibandingkan *return market*. Hal ini berakibat pada k_e sehingga WACC sebagai pengkali beban modal menjadi besar. Ini tidak terlepas dengan masuknya *hot money* dari negara-negara maju ke negara *emerging market* sehingga *risk premium* menjadi sangat besar.

2. Pengaruh Degree Operating Leverage (DOL) terhadap return saham

DOL memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan ($\alpha = 0,1855$) terhadap *return* saham LQ 45 tahun 2005, 2006, 2007, dan 2009. Bila DOL naik satu satuan, maka *return* saham akan meningkat sebesar 2,369. Korelasi antara DOL dan *return* saham bertentangan dengan teori yang seharusnya. Meningkatnya DOL akan menurunkan *return* saham akibat risiko operasional (beban tetap) perusahaan yang harus ditanggung. Hal ini dikarenakan DOL merupakan alat ukur efisiensi operasional perusahaan yang secara tidak langsung memengaruhi kekayaan bagi pemegang saham akhir melalui tingkat efisiensi dalam menjalankan operasional perusahaan, ini dikarenakan DOL hanya membandingkan EBIT dengan *sales* sehingga tidak mempengaruhi kekayaan bagi pemegang saham secara langsung.

3. Pengaruh *Degree Financial Leverage* (DFL) terhadap *return* saham

DFL memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan ($\alpha = 0,1255$) terhadap *return* saham LQ 45 tahun 2005, 2006, 2007, dan 2009. Bila DFL naik satu satuan, maka akan memberikan pengaruh negatif terhadap *return* saham sebesar 1,832. Hal ini sesuai dengan penelitian Munasiron dan Rina yang menyatakan bahwa DFL berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Pengaruh negatif DFL terhadap *return* saham sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa tingkat *leverage* suatu perusahaan menunjukkan tingkat penggunaan utang sebagai pembiayaan perusahaan. Besaran DFL menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan dengan membandingkan perubahan EPS dengan perubahan EBIT. Risiko keuangan yang terjadi karena adanya penggunaan beban tetap (utang) dalam struktur modal perusahaan, yang berakibat perusahaan harus menanggung beban tetap secara periodik berupa beban bunga. Hal ini berakibat pada ketidakpastian imbal hasil bagi pemegang saham, karena perusahaan harus membayar beban bunga sebelum memutuskan pembagian laba kepada pemegang saham.

Signifikansi yang rendah dikarenakan dalam penelitian ini penulis menggunakan sampel berupa saham-saham LQ 45 yang sebagian besar merupakan saham *blue chip*, sehingga risiko kebangkrutan dan keuangan perusahaan dapat diminimalisir mengingat saham-saham *blue chip* merupakan saham unggulan yang memiliki ketahanan terhadap dinamika dunia (ekonomi, politik, dan sosial) dan jika kondisi pasar kondusif maka saham-saham tersebut menjadi pilihan utama investor.

4. Pengaruh *Degree Combined Leveraged* (DCL) terhadap *return* saham

DCL memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan ($\alpha = 0,432$) terhadap *return* saham LQ 45 tahun 2005, 2006, 2007, dan 2009. Bila DCL naik satu satuan, maka akan *return* saham akan turun sebesar 0,017. DCL ber-

kaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengolah pendanaan (struktur modal) untuk mencapai tingkat efisiensi perusahaan dalam memaksimalkan penggunaan sumberdaya yang dimiliki selain itu DCL juga mencerminkan tingkat resiko operasional dan keuangan perusahaan akibat beban tetap yang ditanggung perusahaan.

Korelasi negatif DCL terhadap *return* saham sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa tingkat peluang kebangkrutan perusahaan yang dilihat dari sisi operasional dan keuangan akibat penggunaan beban tetap sebagai pembiayaan perusahaan. Sehingga dengan semakin besar DCL maka risiko terjadinya kebangkrutan perusahaan semakin besar akibat ketidakpastian imbal hasil bagi pemegang saham karena perusahaan harus menanggung beban dan risiko perusahaan secara keseluruhan. Hal ini akan memengaruhi kekayaan pemegang saham secara langsung karena rumus DCL membandingkan *Earning per Share* (EPS) terhadap *sales*.

Signifikansi yang rendah dikarenakan penulis menggunakan sampel saham-saham LQ 45 yang sebagian besar merupakan saham *blue chip*, sehingga risiko perusahaan dapat diminimalkan mengingat saham-saham *blue chip* memiliki ketahanan terhadap dinamika dunia (ekonomi, politik, dan sosial) dan jika kondisi pasar dalam keadaan kondusif maka saham-saham tersebut menjadi bidikan utama investor.

5. Pengaruh *Return on Equity* (ROE) terhadap *return* saham

ROE memiliki pengaruh negatif dan signifikan ($\alpha = 0,0445$) terhadap *return* saham LQ 45 tahun 2005, 2006, 2007, dan 2009. Bila ROE naik, maka akan *return* saham akan turun sebesar 1,226. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Noer Sasongko, Nila Wulandari, Njo Anastasia, Yanny Widiastuty Gunawan, Imelda Wijiyanti yang menyatakan bahwa ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan

hasil penelitian Yossi dan Vania Jonatan menyatakan bahwa ROE berpengaruh signifikan dan positif terhadap *return* saham. Pengaruh negatif ini dapat disebabkan oleh berbagai macam factor seperti *inside information* yang menyebabkan harga saham yang terbentuk di pasar tidak mencerminkan seluruh informasi yang ada. Saat laba bersih turun dan modal naik, maka ROE akan turun, begitu juga sebaliknya jika laba bersih meningkat dan modal turun maka ROE akan naik. Dengan jumlah *equity* yang tinggi, maka mengakibatkan banyak dana yang kurang produktif sehingga perlu adanya pengalokasian dana yang dapat menghasilkan keuntungan, seperti memperluas lahan usaha atau menambah peralatan pabrik.

6. Pengaruh *Return on Assets* (ROA) terhadap *return* saham

ROA berpengaruh positif dan signifikan ($\alpha = 0,002$) terhadap *return* saham LQ 45 tahun 2005, 2006, 2007, dan 2009. Bila ROA naik satu satuan, maka akan mengakibatkan *return* saham naik 2,8. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Noer Sasongko-Nila Wulandari, Njo Anastasia-Yanny Widiastuty Gunawan-Imelda Wijiyanti, yang menyatakan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return*

saham. Tetapi hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pieter dan Jogi-yanto Hartono-Chendrawati yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini sesuai dengan teori Modigliani & Miller (MM) yang menyatakan nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan, semakin tinggi *earning power* semakin tinggi *profit margin* yang diperoleh perusahaan sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

a. Uji R^2

Pengujian R^2 digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel-variabel bebas dapat memengaruhi variabel terikat.

Nilai R sebesar 0,456 menunjukkan bahwa korelasi antara *return* saham dan 6 variabel bebas adalah lemah karena berada di bawah 0,5.

Data R^2 sebesar 20,8% menunjukkan bahwa besaran proporsi dari variasi (naik-turunnya) EVA, DOL, DFL, DCL, ROE, dan ROA adalah sebesar 20,8% dan sisanya sebesar 79,2% dijelaskan oleh variabel lainnya yang mempengaruhi harga saham tetapi tidak dijelaskan dalam persamaan regresi linear dengan tingkat keyakinan 95%.

Pengujian Asumsi Klasik

Tabel 2

Variabel	Tolerance	VIF	Durbin_Watson 2.056	Kolmogorov-Smirnov Z Asymp. Sig. (2-tailed) .760
EVA	.906	1.104		
DOL	.302	3.307		
DFL	.857	1.167		
DCL	.290	3.445		
ROE	.263	3.809		
ROA	.256	3.899		

Sumber: Output SPSS

a. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, error atau residualnya mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi dikatakan baik jika memiliki error atau residual yang terdistribusi normal atau mendekati normal. Berikut adalah hasil pengujian normalitas .Hasil pengujian bahwa *Asymp. Sig. (2-tailed)* untuk variabel sebesar 0,760 dan hasil tersebut lebih besar dari α (0.05). Maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen dalam penelitian ini berdistribusi normal, dengan demikian, berdasarkan pengujian normalitas yang dilakukan di atas, maka model regresi layak digunakan karena memenuhi asumsi klasik normalitas.

b. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas berguna untuk mengetahui apakah pada model regresi yang diajukan telah ditemukan korelasi kuat antara variabel independen. Pengujian untuk mengetahui ada atau tidaknya multikolinearitas dapat dilakukan dengan melihat besar VIF (*Variance Inflation Factor*). Jika nilai VIF < 10 dan mempunyai angka tolerance mendekati angka 1 maka model tersebut tidak mengalami multikolinearitas.

Dalam tabel di atas terlihat bahwa hasil VIF variabel independen EVA, DOL, DFL, DCL, ROE, dan ROA yaitu 1,104; 3,307; 1,167; 3,445, 3,809; dan 3,899 dimana semua VIF

variabel independen berada di bawah 10. Nilai tolerance mendekati 1, yaitu 0,906; 0,302; 0,857; 0,290; 0,263, dan 0,256. Maka dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan tidak terdapat multikolinearitas.

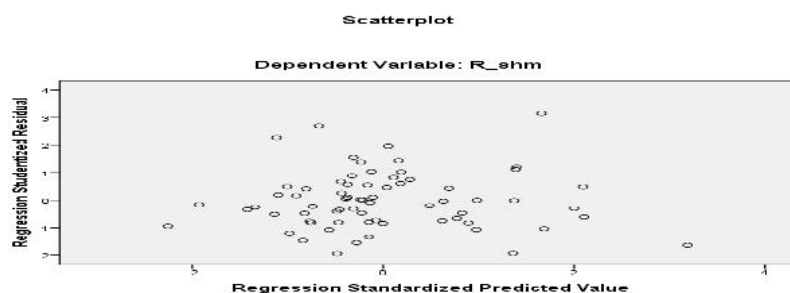
c. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi berguna untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi ada korelasi antara kesalahan penggunaan pada periode t dengan kesalahan periode t-1. Model regresi yang baik tidak mengandung autokorelasi. Autokorelasi dapat dideteksi oleh tabel Durbin-Watson pada tabel di bawah ini. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 69 dan variabel independen sebanyak enam (EVA, DOL, DFL, DCL, ROE, dan ROA) sehingga nilai Du yang diperoleh adalah 1,837. Maka nilai Durbin-Watson yang diperoleh dengan rumus $Du < Dw < 4-Du$ adalah $1,837 < 2,056 < 2,163$.

d. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari residual pengamatan ke pengamatan yang lain tetap maka terjadi homokedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah homokedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas. Heterokedastisitas dapat dideteksi oleh grafik berikut.

Grafik 1
Grafik Uji Heterokedastisitas



Sumber: Output SPSS

Dari grafik scatterplots terlihat titik-titik menyebar secara acak (random) baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

Simpulan

1. EVA berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *returns* saham kategori LQ 45, DOL berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham, DFL berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return* saham, DCL berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return* saham, ROE berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *returns* saham, ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *returns* saham.
2. ROA merupakan variabel bebas yang paling berpengaruh terhadap *return* saham, terlihat dari tingkat signifikansi ROA yaitu $0,002 < \alpha (0,05)$.

Saran

1. Bagi investor disarankan agar dalam melakukan kegiatan investasi di pasar modal memperhatikan ROE dan ROA perusahaan, selain itu investor juga perlu memperhatikan faktor ekonomi secara makro seperti keadaan ekonomi dan politik berbagai negara maju.
2. Bagi penelitian selanjutnya hendaknya membandingkan pengaruh EVA, DOL, DFL, DCL, ROE, dan ROA terhadap *return* saham jika industri bank dipisahkan dari penelitian. Hal ini dikarenakan Industri bank merupakan industri yang berbeda dengan industri lainnya dan teregulasi oleh Bank Indonesia.

Selain itu penelitian berikutnya dapat mempertimbangkan variabel lainnya seperti *residual income*, arus kas operasi, inflasi dan GDP pada negara Amerika Serikat dan sampel perusahaan yang non-LQ 45 untuk

melihat pengaruh *degree leverage* terhadap *return* saham yang kurang diminati pasar. Di samping itu perlu pula dilakukan proyeksi menggunakan laporan tahun lalu untuk melihat pengaruh akibat diterbitkannya laporan keuangan.

Daftar Pustaka

- Alexander Suryo, 2002, "Lagi, Metodologi Penghitungan EVA", SWA No.22/XVII, 14 Oktober-4 Nov.: 26-27.
- Alder Haymans Manurung, 2006, *Cara Menilai Perusahaan*, Jakarta: PT Alex Media Komputindo.
- Apollo Daito, 2005, *Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Risiko Saham*. Jurnal Balance, Maret, Vol. 2, No.1
- Arief Sugiono, 2009, *Manajemen Keuangan Untuk Praktisi Keuangan*. Jakarta: Grasindo.
- Arief Sugiono dan Edy Untung, 2008, *Panduan Praktis Dasar Analisa Laporan Keuangan*, Jakarta: Grasindo.
- Bursa Efek Indonesia, 2009, *Indonesia Directory Exchange*. Jakarta: PT Aksara Grafika Pratama.
- _____, 2008, *Indonesian Capital Market Directory*, Institute For Economic And Financial Research.
- _____, 2009, *Indonesian Capital Market Directory*, Institute For Economic And Financial Research.
- _____, 2010, *Indonesian Capital Market Directory*, Institute For Economic And Financial Research

Dermawan Sjahrial, 2009, *Manajemen Keuangan*, Edisi ke-3, Jakarta: Mitra Wacana Media.

Handoyo Mardiyanto, 2008, *Inti Sari Manajemen Keuangan*. Jakarta: Grasindo.

Imam Ghozali, 2009, *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Edisi 4, Cetakan 4, Semarang: Universitas Diponegoro.

Jogiyanto Hartono dan Chendrawati, 1999, *ROA and ROE: A Comparative Empirical Study*, Gajah Mada International Journal of Business, May Vol.1

