

PENGARUH *ECONOMIC VALUE ADDED*, *ARUS KAS OPERASI*, *RESIDUAL INCOME*, *EARNINGS*, *OPERATING LEVERAGE* DAN *MARKET VALUE ADDED* TERHADAP *RETURN SAHAM*

ITA TRISNAWATI

STIE Trisakti
itrisnawati@stietrisakti.ac.id

Abstrak: *This research is conducted to analyze the influence of Economic value added, cash flow from operations, residual income, earnings, operating leverage and Market value added to the stockholders' return. This study was also intended to know which performances measures have the most significant effect to the return on shares. The samples of this research are consisting of 23 manufacturing companies that have been listed in the Jakarta's Stock Exchange (JSX) for period 2003-2005 that has been selected by purposive sampling method. This study uses multiple regression method to see the contribution of each variable influence stockholders' return. The empiric result indicates that all of the independent variables (Economic value added, cash flow from operations, residual income, earnings, operating leverage and Market value added) do not have significant influence to the return on shares.*

Keywords: Economic value added, operating cash flow, residual income, earnings, market value added, operating leverage, stockholders' return.

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan suatu pasar yang terdiri atas instrumen keuangan jangka panjang yang diterbitkan oleh pemerintah atau perusahaan

swasta dan dapat diperdagangkan dalam bentuk hutang maupun modal. Sehubungan dengan perkembangan pasar modal di Indonesia, banyak analisa yang muncul berkaitan dengan efisiensi informasi. Hal ini disebabkan pasar modal memiliki karakteristik dan daya pikat tertentu. Salah satu karakteristik pasar modal adalah adanya ketidakpastian nilai perusahaan di masa yang akan datang, sedangkan daya pikat yang dimiliki pasar modal adalah merupakan suatu media untuk pengumpulan dana selain perbankan dan para investor dapat memilih jenis investasi berdasarkan preferensi yang diinginkan. Tujuan utama yang diinginkan oleh para investor adalah saat mereka setuju untuk menginvestasikan dananya dalam pasar modal, mereka mendapatkan *return* dari hasil investasinya yang aman dan terjamin. Rasa aman tersebut diperoleh ketika para investor memperoleh informasi yang terbuka, adil, tepat waktu dan dapat dipercaya sebagai dasar untuk pengambilan keputusan dalam berinvestasi.

Para investor yang ingin mempertahankan investasinya harus memiliki perencanaan investasi yang efektif. Perencanaan investasi yang efektif dimulai dari perhatian terhadap tingkat resiko dan *return* yang seimbang dalam setiap transaksi. Secara teori, semakin tinggi tingkat *return* yang diharapkan para investor, semakin tinggi pula resiko yang dihadapinya, demikian pula sebaliknya. Oleh karena itu, para investor sangat membutuhkan informasi akuntansi dalam menganalisa tingkat resiko dan memprediksi tingkat pengembalian dari investasinya. Suatu investasi yang dilakukan oleh para investor berhubungan dengan pemahaman mereka mengenai kondisi suatu perusahaan, dimana salah satu faktor yang digunakan dalam menilai kondisi suatu perusahaan adalah melalui kinerja perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangannya.

Berdasarkan Standar Akuntansi Keuangan Nomor 1 tahun 2004 dinyatakan bahwa tujuan dari laporan keuangan adalah untuk menyediakan informasi mengenai posisi keuangan, kinerja dan arus kas operasi yang berguna dalam pengambilan keputusan serta menunjukkan pertanggungjawaban pihak manajemen atas sumber daya yang dipercayakan kepadanya. Laporan keuangan dipertimbangkan sebagai salah satu tanggung jawab pihak manajemen terhadap pihak terkait dalam mengelola aset dalam periode tertentu.

Arus kas operasi dan *earnings* merupakan elemen penting dalam laporan keuangan yang memberikan informasi berharga terhadap para investor. Penelitian yang dilakukan oleh Nichols dan Wahlen (2004) memberikan bukti empiris bahwa *earnings* berhubungan dengan *return* saham. Sedangkan menurut Stewart dan Co, *earnings* dan *earnings per share* merupakan alat pengukuran kinerja. Penelitian lain dilakukan oleh Pradhono dan Christiawan

(2004) menyimpulkan bahwa variabel arus kas operasi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Variabel lain yang memiliki hubungan dengan *return* saham adalah *residual income* dan *Economic Value Added (EVA)*. Pernyataan ini didukung dalam penelitian Ho Hui Li (2000) dalam penelitian Wilopo dan Mayangsari (2002) yang menunjukkan bahwa EVA merupakan pengukuran kinerja yang lebih baik dibandingkan *earnings* dalam perusahaan internet. Sementara penelitian yang dilakukan oleh Pradhono dan Christiawan (2004) menunjukkan hasil yang sebaliknya, EVA dan *residual income* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Selain EVA, terdapat pengukuran kinerja eksternal yang dinamakan *Market Value Added (MVA)*. MVA merupakan akumulasi kinerja perusahaan dari berbagai investasi dengan alokasi sumber daya yang tepat. MVA juga dinilai mampu memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham. Hal ini dibuktikan dalam penelitian yang dilakukan oleh Turagan (2003) yang menyatakan bahwa MVA mampu menggambarkan penilaian kinerja secara keseluruhan.

Rasio keuangan yang mampu menggambarkan kinerja perusahaan dari struktur asetnya dalam menjelaskan *return* saham adalah *operating leverage*. Rasio *operating leverage* merupakan pengukuran biaya tetap dalam kegiatan operasional perusahaan. Secara umum, peningkatan *operating leverage* akan menyebabkan peningkatan resiko dan *return*. Penelitian yang dilakukan oleh Medeiros, Lustosa dan Dantas (2003) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *operating leverage* dan *return* saham.

Penelitian yang dilakukan ini merupakan replikasi dari penelitian sebelumnya dengan topik yang sama mengenai pengaruh *Economic Value Added*, *residual income*, *earnings*, dan arus kas operasi terhadap *return* saham (penelitian terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta) yang dilakukan oleh Pradhono dan Christiawan (2004). Perbedaan antara penelitian ini dan penelitian sebelumnya adalah objek penelitian, periode penelitian dan penambahan variabel independen berupa *operating leverage* dan *Market Value Added*.

Penelitian sebelumnya menganalisa perusahaan manufaktur yang bergerak di bidang *consumer goods* dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002, sedangkan penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2005. Selain itu ditambahkan variabel *operating leverage* dan *Market Value Added* sebagai variabel independen untuk melihat apakah terdapat pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisa pengaruh EVA, arus kas operasi, *residual income*, *earnings*, *operating leverage*, dan MVA terhadap *return* saham. Sistematika pembahasan dalam artikel ini disusun sebagai berikut: pertama, pendahuluan mengenai latar belakang masalah dan tujuan penelitian. Kedua, mengenai *return* saham, EVA, arus kas operasi, *residual income*, *earnings*, *operating leverage* dan MVA. Ketiga, mengenai pemilihan sampel dan pengumpulan data. Keempat, mengenai hasil penelitian. Terakhir, mengenai kesimpulan dari hasil penelitian, keterbatasan dan rekomendasi untuk penelitian selanjutnya.

Penelitian ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah, tujuan penelitian dan organisasi penulisan. Kedua, menguraikan teori dan hasil penelitian sebelumnya sebagai dasar pengembangan hipotesis. Ketiga, metoda penelitian terdiri atas pemilihan sampel dan pengumpulan data, definisi operasional dan pengukuran variabel. Keempat, hasil penelitian yang berisi hasil dan interpretasi pengujian hipotesis. Terakhir, penutup yang berisi simpulan, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Return Saham

Sundjaja (2003) mendefinisikan *return* sebagai total laba atau rugi yang diperoleh investor dalam periode tertentu yang dihitung dari selisih antara pendapatan atas investasi pada periode tertentu dengan pendapatan investasi awal. Sedangkan Gitman (2001) mendefinisikan *return* sebagai total laba atau rugi yang diperoleh dari suatu investasi selama periode tertentu yang dihitung dengan cara membagi distribusi aset secara tunai selama satu periode ditambah dengan perubahan nilainya dengan nilai investasi di awal periode.

Return saham bervariasi, tergantung dari lama dan jenis investasi. Jika suatu perusahaan menerima pendapatan, dana pemilik dalam bentuk saham juga mengalami peningkatan. Sebaliknya, jika suatu perusahaan mengalami kerugian atau bahkan kebangkrutan, hak untuk para kreditor menjadi prioritas sementara nilai saham akan mengalami penurunan. Kesimpulannya, nilai saham merupakan indeks yang tepat dalam mengukur efektivitas suatu perusahaan serta memaksimalkan nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham (Pradhono dan Christiawan 2004). Jenis *return* saham menurut Reilly and Brown (2002) terdiri atas *income*, dalam bentuk dividen

tunai yang dibagikan kepada pemegang saham dan perubahan atas harga atau nilai saham.

Economic Value Added

Economic value added atau yang sering dikenal dengan EVA merupakan alat analisa keuangan dalam mengukur laba ekonomi suatu perusahaan dimana kemakmuran pemegang saham hanya dapat diciptakan apabila perusahaan dapat menutup semua biaya operasional dan biaya modal. EVA merupakan suatu merek dagang dari perusahaan konsultan berbasis New York yang bernama Stern Steward dan Company (Nasser 2003).

EVA mendukung para manager untuk bertindak seperti halnya pemilik melalui peningkatan pengambilan keputusan kegiatan operasional, pendanaan dan investasi. EVA mencoba lebih fokus terhadap kemampuan perusahaan dalam memberikan *return* aktual melebihi biaya modal dalam setiap investasi. Selain itu, EVA juga mempertimbangkan seluruh biaya modal yang digunakan dalam kegiatan operasional perusahaan. Variabel pengukuran lain seperti *earnings* dan *residual income* hanya mempertimbangkan beban bunga sebagai biaya modalnya (Biddle *et al.* 1998).

Arus Kas Operasi

Berdasarkan Standar Akuntansi Keuangan Nomor 2 tahun 2004, arus kas merupakan arus kas masuk dan arus kas keluar dalam periode tertentu yang terbagi menjadi aktivitas operasional, investasi dan pendanaan. Informasi mengenai arus kas sangat berguna dalam menentukan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dan setara kas. Perhitungan arus kas operasi menurut Standar Akuntansi Keuangan terdiri dari metode langsung dan metode tidak langsung..

Para investor menggunakan informasi arus kas sebagai pengukuran kinerja yang mampu menggambarkan kondisi ekonomis serta mampu menyediakan dasar proyeksi arus kas di masa yang akan datang yang cenderung diukur melalui harga atau *return* saham. *Return* atas saham menyebabkan para investor mampu membandingkan tingkat pengembalian yang sebenarnya atau yang diharapkan dari berbagai investasi (Linda 2005).

Residual Income

Menurut Siegel dan Shim (2000), *residual income* merupakan pendapatan operasional yang mampu diperoleh pusat investasi di atas *return* minimum dari asetnya. Barfield, *et.al.* (2003) menyatakan bahwa *residual income* adalah perolehan laba yang melebihi jumlah dana yang dikenakan atas pusat investasinya. Jumlah dana yang dikenakan dihitung dari perkalian

antara tingkat pengembalian yang diharapkan dengan dasar aset yang digunakan.

Siegel dan Shim (2000) menyatakan bahwa terkadang pengukuran kinerja menggunakan *residual income* lebih *reliable* daripada ROI (*return on investment*) karena *residual income* dapat memberikan informasi kepada para manager untuk memilih suatu investasi yang menghasilkan lebih banyak laba daripada biaya modalnya.

Nilai *residual income* yang positif menunjukkan terdapat selisih antara dana yang dibutuhkan oleh kreditur dengan modal pemilik. Hal ini berarti dapat menciptakan kemakmuran bagi para pemegang saham. Demikian pula sebaliknya, nilai *residual income* yang negatif berarti terdapat penurunan kemakmuran para pemegang saham (Pradhono dan Christiawan 2004).

Earnings

Earnings yang sering disebut sebagai laba akuntansi merupakan laba atau rugi dari kegiatan bisnis perusahaan dalam suatu periode berdasarkan perhitungan secara akrual. Jumlah *earnings* menunjukkan pengukuran akuntansi secara akrual terhadap perubahan nilai perusahaan yang menjadi modal perusahaan dalam suatu periode, terpisah dari transaksi langsung dengan pemegang saham seperti pembagian dividend atau penerbitan saham biasa (Nichols dan Wahlen 2004).

Earnings dapat digunakan sebagai acuan dalam membuat keputusan ekonomi karena menggunakan data aktual yang didukung dengan bukti yang objektif. Selain itu, laba akuntansi juga memenuhi kriteria konservatif, dimana ketika dihadapkan pada pilihan, pilihlah metode yang tidak melebihi aset dan laba bersih.

Operating leverage

Menurut Blocher (1999), *operating leverage* merupakan rasio perbandingan antara *contribution margin* terhadap profit. Nilai *operating leverage* yang tinggi mengindikasikan tingkat resiko yang lebih tinggi akibat perubahan penjualan yang berdampak terhadap profit. Masing-masing perusahaan memilih tingkat *operating leverage* yang konsisten dengan strategi bersaingnya. Sebagai contoh, sebuah perusahaan dengan posisi dominan di pasar akan memilih tingkat *leverage* yang tinggi untuk memanfaatkan keuntungan yang dimilikinya. Sebaliknya, perusahaan yang lebih lemah akan memilih strategi dengan tingkat *leverage* yang lebih rendah.

Semakin tinggi nilai *operating leverage*, perubahan dalam kegiatan penjualan akan sangat berdampak terhadap profit. Akibat fenomena ini, gabungan biaya yang dipilih perusahaan dapat berpengaruh terhadap tingkat

resiko operasi serta tingkat laba. Jika biaya tetap digunakan untuk mengurangi biaya variabel, nilai *contribution margin* akan meningkat dan profit menurun sehingga terjadi peningkatan *operating leverage* (Hansen dan Mowen 2003).

Market Value Added

Market value added (MVA) merupakan hasil akumulasi kinerja perusahaan dari beberapa investasi yang telah atau yang akan dilakukan. Oleh karena itu, MVA mampu memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham dengan alokasi sumber daya yang tepat. MVA juga dapat disimpulkan sebagai pengukuran kinerja eksternal perusahaan (Arifin 2004).

MVA merefleksikan seberapa besar pertambahan nilai yang dapat dikapitalisasi dan memaksimalkan nilai modal yang dipakai dalam suatu perusahaan. Selain itu, MVA juga merefleksikan seberapa pintar pihak manajemen dalam menciptakan atau meningkatkan kemakmuran terhadap modal pemilik atau pemegang saham. Oleh karena itu, MVA dikatakan sebagai hasil akumulasi dari berbagai investasi yang dilakukan oleh perusahaan yang menunjukkan penilaian dalam pasar modal (Nasser 2003).

Young (2001) berpendapat bahwa MVA merupakan nilai kini dari EVA di masa yang akan datang. Peningkatan nilai perusahaan dapat digambarkan melalui harga saham yang diterbitkan oleh perusahaan dan terdaftar di bursa efek (Dwitayanti 2005). Nilai MVA yang negatif menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kapasitas sebagai penghancur kemakmuran, bukan sebagai pencipta kemakmuran pemegang saham. Menurut Brigham dan Houston (2001) dalam Turangan (2003), MVA digunakan untuk mengukur perbedaan antara nilai pasar dari modal perusahaan dengan total modal yang diinvestasikan oleh investor.

Economic Value Added dan Return Saham

Penelitian yang dilakukan untuk menguji hubungan antara EVA dengan *return* saham telah dilakukan oleh beberapa peneliti, seperti Garvey dan Milbourn (2000) dalam Pradhono and Christiawan (2004) dengan membandingkan hubungan korelasi antara EVA dan *earnings* terhadap *return* saham. Bukti empiris dari penelitian itu menunjukkan bahwa EVA memiliki korelasi terhadap *return* saham yang lebih tinggi daripada *earnings*.

Pradhono dan Christiawan (2004) menyatakan bahwa EVA tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Nilawati (2004) juga membuktikan bahwa tidak terdapat pengaruh antara EVA dan *return* saham. Nasser (2003) menunjukkan bahwa EVA tidak memiliki pengaruh

yang signifikan dan positif terhadap *return* saham. Oleh sebab itu hipotesis penelitian yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H₁ EVA memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

Arus Kas Operasi dan *Return* Saham

Salah satu penelitian yang menguji hubungan antara arus kas operasi dengan *return* saham dilakukan oleh Pradhono dan Christiawan (2004). Berdasarkan hasil uji t, dapat disimpulkan bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh yang lebih signifikan terhadap *return* saham. Triyono (2000) melakukan penelitian untuk menguji hubungan antara information dari kegiatan operasi, investasi dan pendanaan dengan *return* saham. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa arus kas dari kegiatan operasi, investasi dan pendanaan memiliki hubungan yang signifikan dengan *return* saham.

Cahyani (1999) menganalisa pengaruh arus kas operasi terhadap *return* saham dan menghasilkan kesimpulan yang sama dengan Wahyuni (1998) dan Ngaisah (1998) dalam penelitian Cahyani (1999) yang menggunakan studi kasus di Bursa Efek Indonesia. Kesimpulan dari penelitian ini adalah tidak terdapat hubungan yang signifikan antara arus kas operasi dan *return* saham.

Kurniawan dan Indriantoro (2000) melakukan penelitian untuk menguji hubungan antara arus kas operasi dan data akrual terhadap *return* saham, menggunakan data satu periode dan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai sampel. Hasil penelitian menunjukkan tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara arus kas operasi dengan *return* saham. Oleh sebab itu hipotesis penelitian yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H₂ Arus kas operasi memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

***Residual Income* dan *Return* Saham**

Biddle *et al.* (1997) dalam Pradhono dan Christiawan (2004) melakukan penelitian untuk menguji apakah terdapat pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Penelitian yang dilakukan oleh Biddle, *et al.* dan Pradhono dan Christiawan tidak terbukti adanya pengaruh yang signifikan antara *residual income* dan *return* saham. Oleh sebab itu hipotesis penelitian yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H₃ *Residual income* memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

***Earnings* dan *Return* Saham**

Ferry dan Wati (2004) melakukan penelitian untuk menguji informasi laba akuntansi terhadap harga saham, suatu studi atas perusahaan manufaktur dengan periode sampel dari tahun 1999 sampai tahun 2002. Penelitian ini

dapat membuktikan bahwa laba akuntansi dapat digunakan oleh investor dalam mengukur kinerja perusahaan.

Nichols dan Wahlen (2004) melakukan analisa tentang bagaimana *earnings* berhubungan dengan *return* saham. Penelitian ini dilakukan dengan mengasumsikan *earnings* di periode kini memberikan informasi kepada para pemegang saham dalam memprediksi *earnings* saat ini dan masa depan yang dapat menentukan pembayaran dividen di masa yang akan datang.

Penelitian lain yang mendukung penelitian sebelumnya dilakukan oleh Juliarto (2004) yang mengamati perusahaan manufaktur dan memberikan hasil empiris bahwa laba akuntansi berpengaruh terhadap *return* saham. Diana dan Kusuma (2004) yang menganalisa faktor kontekstual atas *permanent earnings*, pertumbuhan *earnings* dan pengukuran perusahaan mendukung pentingnya *earnings* sebagai variabel deksripsi terhadap *return* saham. Oleh sebab itu hipotesis penelitian yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H₄ *Earnings* memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

Operating Leverage dan Return Saham

Medeiros *et al.* (2003) melakukan penelitian mengenai pengaruh *operating leverage* terhadap *return* saham (studi empiris di pasar Brazil) dan hasilnya menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *operating leverage* dan *return* saham. Oleh sebab itu hipotesis penelitian yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

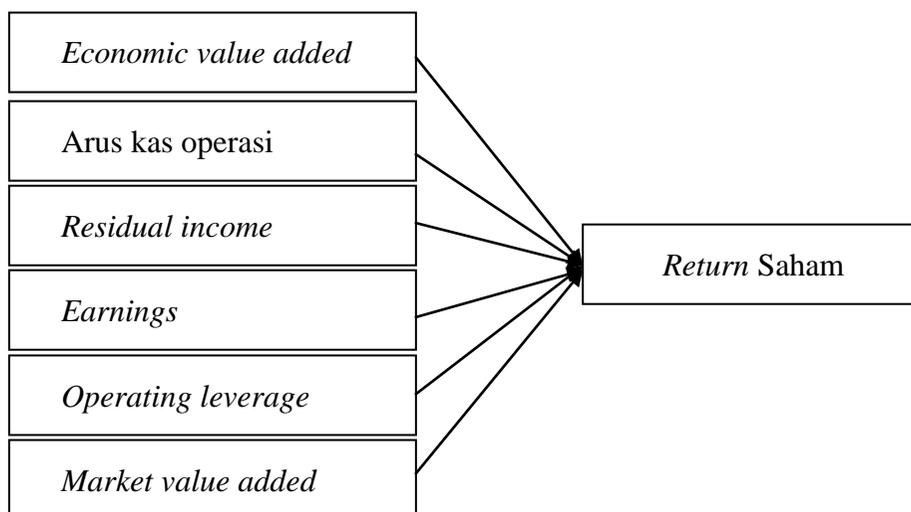
H₅ *Operating leverage* memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

Market Value Added dan Return Saham

Penelitian yang dilakukan oleh Turangan (2003) menunjukkan bahwa MVA memberikan penilaian kinerja perusahaan secara keseluruhan. Sedangkan Tanopruwito (2005) melakukan penelitian dan menyimpulkan bahwa konsep MVA tidak memiliki korelasi yang signifikan dengan indeks harga saham perusahaan. Oleh sebab itu hipotesis penelitian yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H₆ *Market value added* memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

Model penelitian adalah sebagai berikut:



Gambar 1 Model Penelitian

METODA PENELITIAN

Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2005. Sampel diambil berdasarkan metode *purposive sampling*, data diambil berdasarkan kriteria tertentu, yaitu (1) termasuk perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2005; (2) Perusahaan yang melaporkan laba dalam laporan keuangannya; (3) Perusahaan yang membagikan dividen secara terus menerus dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2005; dan (4) Perusahaan yang melaporkan beban bunga dalam laporan keuangannya.

Penelitian ini menggunakan 23 perusahaan manufaktur dari tahun 2003 sampai dengan 2005 sebagai sampel sehingga diperoleh 69 data. Data yang digunakan dalam laporan keuangan terdiri dari total aset, total hutang, total modal, beban bunga, laba sebelum pajak, beban pajak, laba setelah pajak, arus kas operasi dan jumlah saham beredar yang digunakan untuk mengukur variabel independen (*Economic Value Added*, arus kas operasi, *residual income*, *earnings*, *operating leverage* dan *Market Value Added*).

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Economic value added (EVA) merupakan konsep nilai yang digunakan untuk menentukan seberapa besar kemakmuran yang dapat diciptakan dengan mengurangi *earnings* perusahaan dengan biaya modalnya (Nilawati 2004):

$$EVA = NOPAT - (capital \times WACC)$$

Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio yang dihitung berdasarkan Rupiah per saham.

Arus kas operasi merupakan arus kas masuk atau arus kas keluar dalam periode tertentu dari kegiatan operasi yang dihitung menggunakan metode langsung. Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio yang dihitung berdasarkan Rupiah per saham.

Residual income menggambarkan kinerja sebagai total dari sisa laba setelah dikurangi dengan biaya modal yang diinvestasikan (Iqbal 2002):

$$Residual\ income = income - imputed\ interest\ on\ invested\ capital$$

Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio yang dihitung berdasarkan Rupiah per saham.

Earnings atau laba akuntansi merupakan laba atau rugi dari aktivitas bisnis perusahaan dalam suatu periode berdasarkan perhitungan akrual. *Earnings* yang digunakan dalam penelitian ini adalah laba setelah pajak. Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio yang dihitung berdasarkan Rupiah per saham.

Operating leverage timbul dari penggunaan biaya tetap untuk meningkatkan *returns* yang dibagikan kepada pemilik. *Operating leverage* dapat diukur dari perubahan persentase laba operasi terhadap perubahan persentase penjualan (Gitman 2003). Perhitungannya dapat ditulis sebagai berikut:

$$DOL = \frac{\% \Delta EBIT}{\% \Delta SALES}$$

Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio yang dihitung berdasarkan satuan persen.

Market value added merupakan hasil akumulasi kinerja perusahaan dari berbagai investasi yang telah atau yang akan dilakukan perusahaan. Oleh karena itu, MVA dapat dikatakan sukses dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui alokasi sumber daya yang tepat. Menurut Nasser (2003), pengukuran MVA dapat dihitung dengan:

$$\text{Market value added} = (\text{Market Value} - \text{Book Value}) \times \text{Outstanding Shares}$$

Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio yang dihitung berdasarkan Rupiah per saham.

HASIL PENELITIAN

Hasil pengujian hipotesis ditunjukkan pada tabel 1 berikut ini:

Tabel 1 Hasil Uji Hipotesis

Variables	B	t	Sig.
<i>Economic value added</i>	0,279	0,434	0,666
Arus kas operasi	-0,185	-0,609	0,545
<i>Residual income</i>	-0,598	-0,386	0,701
<i>Earnings</i>	1,337	0,731	0,469
<i>Operating leverage</i>	0,253	1,793	0,079
<i>Market value added</i>	-0,593	-0,735	0,466

Hasil pengujian H₁ menunjukkan bahwa *Economic Value Added* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Nasser (2003), Pradhono dan Christiawan (2004) serta Nilawati (2004) yang menyatakan bahwa *Economic Value Added* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Hasil pengujian H₂ menunjukkan bahwa arus kas operasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyuni (1998), Ngaisah (1998), Cahyani (1999) serta Kurniawan dan Indriantoro (2000) yang menyatakan bahwa arus kas operasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Hasil pengujian H₃ menunjukkan bahwa *residual income* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Biddle *et al.* (1997) serta Pradhono dan Christiawan (2004) yang menyatakan bahwa *residual income* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Hasil pengujian H₄ menunjukkan bahwa *earnings* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ferry dan Wati (2004), Juliarto (2004) serta

Diana dan Kusuma (2004) yang menyatakan bahwa *earnings* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Hasil pengujian H_5 menunjukkan bahwa *operating leverage* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Medeiros *et al.* (2003) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *operating leverage* dan *return* saham. Hasil pengujian H_6 menunjukkan bahwa *Market Value Added* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham.

PENUTUP

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut *economic value added*, arus kas operasi, *residual income*, *earnings* tidak, *operating leverage*, *market value added* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Keterbatasan dari penelitian ini antara lain keterbatasan dalam jumlah data, waktu dan jumlah obyek penelitian yang hanya terdiri dari 23 perusahaan sehingga data tidak terdistribusi normal. Periode pengamatan yang terbatas dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2005. Berdasarkan keterbatasan tersebut, rekomendasi yang dapat digunakan untuk penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut memperluas obyek pengamatan yang digunakan sebagai sampel penelitian, memperpanjang periode pengamatan supaya hasil yang diperoleh lebih akurat.

REFERENSI:

- Arifin, Z. 2004. *Economic value added, Market value added* serta Analisa Ratio Keuangan untuk Membedakan Kinerja Keuangan pada Perusahaan Tekstil dan Garmen yang Go Public di BEJ, *Jurnal Akuntansi, Bisnis dan Manajemen*, Vol. 11, No. 2, Oktober, Hlm. 184-201.
- Barfield, Raiborn dan Kinney. 2003. *Cost Accounting: Tradition and Innovation*, Fifth Edition, Ohio: South Western College Pub.
- Blocher, E.J., Chen, C.H., Lim, T.W. 1999. *Cost Management: A Strategic Emphasis*, International Edition, the Mc Graw-Hill Companies, Inc.
- Cahyani, D. 1999. Muatan Informasi Tambahan Arus Kas Dari Aktivitas Operasi Investasi dan Pendanaan, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 1, No. 1, April, Hlm. 15-27.
- Diana, S.R. dan I.W. Kusuma. 2004. Pengaruh Faktor Kontekstual terhadap Kegunaan *Earnings* dan Arus Kas Operasi dalam Menjelaskan Return Saham, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 7, No. 1, Januari, Hlm. 74-93.

- Dwitayanti, E. 2005. Analisis Pengaruh Economic Value Added (EVA) terhadap *Market value added* (MVA) pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Manajemen Keuangan*, Vol. 3, No. 1, Maret.
- Ferry dan Erni Ekawati. 2004. Pengaruh Inflasi Laba, Aliran Kas, dan Komponen Aliran Kas terhadap Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia, *Simposium Nasional Akuntansi VIII*, Denpasar, Bali, Desember.
- Gitman, L.J. 2003. *Principle of Managerial Finance*, 10th edition”, Addison-Wesley, Boston.
- Hansen, Don R. dan Maryanne M. Mowen. 2003. *Management Accounting*, Sixth Edition, South Western.
- Ikatan Akuntansi Indonesia. 2004. *Standar Akuntansi Keuangan*, Jakarta: Salemba Empat.
- Iqbal, M.Z. 2002. *International Accounting: A Global Perspective*, Second Edition, South Western College Publishing, Ohio.
- Juliarto, Agung. 2004. Analisis Pengaruh Arus Kas, Modal Kerja dan Laba Akuntansi terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol. 1, No. 1, November, Hlm. 34-49.
- Kurniawan dan N. Indriantoro. 2000. Analisis Hubungan Antara Arus Kas dari Aktivitas Operasi dan Data Akrua dengan Return Saham, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 2, No. 3, Desember, Hlm. 207-224.
- Linda dan S.B.Z. Fazli. 2005. Hubungan Laba Akuntansi, Nilai Buku dan Total Arus Kas dengan Market Value: Studi Akuntansi Relevansi Nilai, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 8, No. 3, Hlm. 286-306.
- Nasser, E.M. 2003. Pengukuran Kinerja Perusahaan dengan Metode EVA dan MVA, *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, Vol. III, No. 1, April, Hlm. 24-42.
- Nichols, D.C dan J.M. Wahlen. 2004. How Do *Earnings* Number Related to Stock Return? A Review of Classic Accounting with Update Guidance, *Accounting Horizons*, Vol. 18, Desember, Hlm. 263-286.
- Nilawati. 2004. Analisis ROI dan EVA terhadap Return on Shares LQ45 di BEJ, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 6, Hlm. 151-166.
- Pradhono dan Yulius Jogi Christiawan. 2004. Pengaruh EVA, *Residual income*, *Earnings* dan Arus Kas Operasi terhadap Return yang Diterima oleh Pemegang Saham, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 6, Hlm. 140-163.
- Reilly, F.K. dan K.C. Brown. 2002. *Investment Analysis and Portfolio Management*, Seventh Edition, South-Western College Publishing, Ohio..
- Sundjaja, R. dan I. Barlian. 2003. *Manajemen Keuangan*, Literata Lintas Media,.
- Tanopruwito, D. 2005. Penerapan Konsep *Economic value added* dan *Market value added* pada Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Jakarta”, *Jurnal Ekonomi STEI*, No. 2, Th. XIV, April-Juni.
- Triyono dan J. Hartono. 2000. Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas dan Laba Akuntansi dengan Harga atau Return Saham, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 3, No. 1, Januari.
- Turangan, J.A. 2003. Economic value added dan Market value added: Model Peramalan Kesejahteraan Pemegang Saham, *Jurnal Akuntansi*, Th. VII, Desember.
- Wilopo dan S. Mayangsari. 2002. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Perilaku Management Laba, Free Cash Flow Hypotesis dan EVA: Pendekatan Path Analysis, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 1, No. 4, Hlm. 473-495.
- Young, S.D., dan S.F. O’Byrne. 2001. *EVA dan Manajemen Berdasarkan Nilai: Panduan Praktis untuk Implementasi*, Jakarta: Salemba empat.