

# PENGARUH CASH VALUE ADDED DAN EARNING SHARE RATIO TERHADAP RETURN SAHAM

Oleh :

**Dwiati Marsiwi**

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi  
Universitas Muhammadiyah Ponorogo

**Abstrak** : Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh cash value added dan earning share ratio terhadap return saham , dengan menggunakan sampel Perusahaan yang listing pada Bursa Efek Indonesia dan termasuk sebagai kelompok LQ 45.

Dari Hasil penelitian yang dilakukan diketahui *Cash Value Added* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return saham* . Adapun variabel *Earning Per Share Ratio* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return saham*. Lebih lanjut diketahui bahwa *Cash Value Added* tidak memberikan informasi dan nilai relevansi yang lebih baik dibandingkan dengan *Earning Per Share Ratio* dalam menjelaskan terhadap return perusahaan

Keadaan ini bisa saja terjadi karena *cash value added* merupakan bagian dari konsep *value based management*, yang untuk Indonesia masih belum banyak dimanfaatkan sebagai salah satu penilaian kinerja perusahaan. Selama ini penilaian kinerja cenderung menggunakan alat penilaian konvensional, sehingga investor maupun masyarakat masih menggunakan faktor-faktor lain yang biasa digunakan, seperti analisis rentabilitas, solfabilitas, maupun rasio likuiditas.

**Kata Kunci** : LQ 45, *Earning Per Share*, *Cash Value Added*, *Return*

## PENDAHULUAN

Investasi pada hakekatnya merupakan aktivitas menanamkan modal pada sebuah perusahaan dengan tujuan tertentu, terutama memperoleh imbal hasil (*return*). Keputusan untuk berinvestasi selalu memiliki *preferensi* risiko dan *return*. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi, sedangkan risiko merupakan ketidakpastian *return*. Dengan demikian investor perlu berhati-hati mengambil keputusan investasi agar dapat meminimalkan risiko dan memaksimalkan *return*. Dalam kondisi ekuilibrium, investor yang

memiliki tingkat perdagangan tinggi akan memegang aset dengan biaya transaksi yang rendah dan menginginkan expected return yang rendah (**Sumarsono, 2006**). Kinerja keuangan perusahaan dapat diukur dan dianalisis, dengan informasi akuntansi yang disusun perusahaan setiap periode.

Informasi akuntansi bermanfaat sebagai dasar untuk mengambil keputusan-keputusan ekonomi baik secara ekstern dan intern. Disamping itu, pada lingkungan bisnis yang kompetitif, informasi akuntansi mampu menjadikan perusahaan tidak hanya berharap untuk menciptakan perusahaan sebagai suatu institusi yang sehat (*wealth-creating institution*), akan tetapi diharapkan mampu melipatgandakan kekayaannya (**Pradhono dan Christiawan, 2004**).

Agar Laporan Keuangan dapat memiliki informasi dan memberikan manfaat bagi berbagai pihak, perlu dilakukan analisis terhadap informasi yang tersaji. Dengan analisis rasio, maka dapat diketahui tingkat kinerja yang dicapai perusahaan. Perusahaan yang berkinerja baik akan mampu memberikan keuntungan bagi investornya (**Syauta dan Wijaja, 2009**). Agar mendapat kepercayaan dari investor perusahaan berupaya untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan yang direfleksikan dengan menentukan kebijakan deviden (**Damayanti dan Achyani, 2006**) Selain itu perusahaan perlu memperhatikan tingkat pertumbuhan dengan menggunakan kesempatan investasi sebaik mungkin. hal tersebut dapat dipenuhi dengan pencapaian laba perusahaan.

Laba menjadi informasi yang sangat penting baik bagi perusahaan maupun investor. perusahaan memiliki kepentingan terhadap laba untuk menjaga kelangsungan hidup perusahaan, mendonasi ekspansi dan meningkatkan pertumbuhan perusahaan (**Damayanti dan Achyani, 2006**), sementara itu investor berkepentingan untuk menilai atas *return* yang diharapkan Tinjauan utama para investor atas return yang diharapkan,

melalui besaran laba yang dicapai perusahaan pada periode tertentu. Besar kecilnya profitabilitas perusahaan akan berpengaruh terhadap kebijakan dividen (**Suhari dan Oktorina, 2006**). Ukuran kinerja keuangan berdasarkan laba akuntansi (*accounting profit*), menggunakan informasi dari *earnings per share*, *price earning ratio*, maupun *return on equity*.

Penelitian yang dilakukan Joni (**2011**) menunjukkan bahwa laba memiliki kemampuan prediksi yang kuat terhadap arus kas masa depan. Dengan demikian laba sampai saat masih merupakan tolok ukur keberhasilan perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Naimah dan Utama (**2006**); Sialagan dan Machfoed (**2006**); Huang dan Natarajan, yang menunjukkan bukti empiris bahwa laba memiliki korelasi dengan nilai perusahaan dan return saham.

Konsep penciptaan nilai (*value creation*) menurut Fernandz (**2002**) terbagi menjadi tiga pengukuran, yaitu *Economic Value Added (EVA)*, *Economic Profit (EP)*, dan *Cash Value Added (CVA)*. CVA merupakan indikator kinerja manajer yang lebih baik dari pada menggunakan indikator *earning*, karena menggunakan kuantitas dan risiko atas pengembalian modal. Penelitian Hajezi dan Oskoueii (**2007**) pada perusahaan-perusahaan yang listing di *Tehran Stock Exchange* memberikan bukti bahwa CVA memiliki korelasi terhadap *stock return*. CVA memiliki kaitan yang kuat dengan kesalahan dalam memperkirakan *earning* masa depan (**Kordestani dan Majtoba, 2009**). Kondisi ini mendukung bahwa CVA ternyata memberikan manfaat bagi pengambilan keputusan secara internal..

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Hejazi dan Okkouei (**2007**) yang mencoba meneliti bagaimana hubungan *P/E Rasio* dan CVA terhadap *return* saham pada perusahaan yang termasuk dalam LQ-45 yang listing di Bursa Efek Indonesia. Kedua parameter tersebut diprosikan

karena dianggap mewakili dua sisi, yaitu sisi eksternal ekonomi untuk *price to earning ratio* dan CVA yang mewakili kondisi internal perusahaan.

Berdasarkan latar belakang di atas, permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah terdapat hubungan antara informasi akuntansi yang diprosikan dengan *Cash Value Added* dengan *Return Saham*
2. Apakah terdapat hubungan antara informasi akuntansi yang diprosikan dengan *price to earning ratio* dengan *return Saham*
3. Antara Informasi Akuntansi yang diprosikan dengan CVA dan P/E Rasio, manakah yang memberikan informasi kinerja yang lebih baik?
4. Manakah antara CVA dan P/E Rasio yang menunjukkan relevansi nilai yang tinggi?

#### **TUJUAN PENELITIAN**

1. Untuk menemukan bukti empiris adanya korelasi antara CVA dan *Return* saham
2. Untuk menemukan bukti empiris yang menunjukkan hubungan *price earning ratio* dengan *return* saham
3. Untuk mendapatkan bukti antara CVA dan P/E Rasio, manakah yang mampu memberikan kinerja yang lebih baik
4. Untuk memberikan bukti empiris nilai relevansi yang tinggi antara CVA atau P/E Rasio.

#### **KAJIAN PUSTAKA DAN HI[OTESIS**

Kinerja keuangan bagi perusahaan sampai saat ini merupakan tolok ukur utama bagi perusahaan. Kinerja suatu perusahaan merupakan hasil dari suatu proses dengan mengorbankan berbagai sumber daya (**Meriewaty dan Setyani, 2005**). Salah satu parameter kinerja tersebut adalah laba. Laba bagi perusahaan sangat diperlukan karena untuk kelangsungan hidup perusahaan.

Selain itu investor tentunya berharap investasi yang telah dilakukan pada sebuah perusahaan, mampu memberikan *return* yang tinggi. *Return* yang diterima pemegang saham dapat berupa deviden tunai ataupun perubahan pada suatu periode. Jumlah *return* yang mampu diberikan perusahaan mampu digunakan sebagai dasar nilai perusahaan dan seberapa kemampuan perusahaan dalam memaksimalkan nilai perusahaan. *Return* saham dapat berupa *return realisasi* dan *return ekspektasi* (Jogiyanto, 2007). *Return realisasi* (*realized return*) merupakan *return* yang dihitung berdasarkan data historis dan sudah terjadi. Adapun *return ekspektasi* (*expected return*) merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh investor di masa mendatang.

### **Cash Value Added**

Investor menggunakan informasi arus kas sebagai ukuran kinerja karena arus kas mampu menggambarkan secara baik dan menyediakan peramalan aliran kas masa depan (Indra dan Fazli, 2004).

Penelitian ini mencoba untuk meneliti mengenai pemanfaatan informasi kas perusahaan yang memiliki nilai tambah. Pendekatan CVA dipopulerkan oleh Profesor Eric Ottoson dan Dredrik Weissenrieder dari Universitas Ghotenburg , Swedia pada tahun 1996. Pendekatan CVA merupakan perhitungan dari *Net Present Value* dan mengklasifikasikan investasi dalam dua hal yaitu investasi strategi dan investasi non strategi.

CVA menurut Fernandez (2002) merupakan NOPAT yang dicapai perusahaan ditambah Depresiasi dikurangi dengan depresiasi ekonomis dan dikurangi *weighted average cos of capital* (WACC). Menurut Boston Consulting Group dalam Hejazi dan Oskouei (2007) CVA dihitung dengan dua cara, yaitu dengan metode perhitungan langsung maka:

CVA= aliran kas bersih – Depresiasi ekonomis – *Capital Charge*

Perhitungan secara tidak langsung sebagai berikut :

CVA = (CFROI- *Cost of Capital*) X nilai bersih suatu investasi

*CFROI* merupakan aliran kas bersih setelah dikurangi depresiasi dan dibagi dengan nilai bersih investasi. Adapun nilai bersih investasi merupakan penjumlahan dari nilai bersih asset perusahaan ditambah *Histori initial cost*. Sementara itu, Hejazi dan Oskouei (2007) sendiri merumuskan CVA sebagai berikut :

$$CVA = \text{Aliran kas operasi} - \text{Pajak dibayarkan} - (\text{biaya bunga} + \text{Dividen})$$

Fernandez (2002) menunjukkan bahwa CVA memiliki pengaruh terhadap return saham. Demikian juga Hijazi dan Oskouei (2007) yang memberikan bukti bahwa CVA mampu digunakan sebagai informasi yang akurat terhadap return saham. Oleh karenanya hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

**H1 = terdapat hubungan yang signifikan antara CVA dengan return saham**

### ***Price to earning ratio***

*Price to earning ratio* (Rasio nilai pasar) menghubungkan harga saham perusahaan dengan laba dan nilai buku per saham. P/E Rasio adalah rasio antara *EPS* dengan harga saham pada perusahaan I pada bulan ke t.

Penelitian yang dilakukan oleh Hejazi dan Oskouei menunjukkan bahwa tingkat laba yang diprosikan dengan *price to earning ratio* (*P/E ratio*) berkorelasi secara signifikan dengan harga saham . Sedangkan Ekawati (2005) menunjukkan P/E ratio sangat dipengaruhi oleh tingkat laba perusahaan dan mampu digunakan sebagai dasar estimasi tingkat harga pasar.

Penelitian yang dilakukan oleh Sumarsono (2006) menunjukkan bahwa P/E ratio tidak memiliki pengaruh secara signifikan dengan *return*. Namun hal ini bertolak belakang dengan penelitian Hejazi dan Oskouei (2007) yang memberikan bukti empiris bahwa *P/E Ratio* berkorelasi secara signifikan dengan *return* saham. Sejalan dengan Hejazi dan Oskouei,

penelitian Ekawati (2005), Ball's dan Brown (1986) membuktikan bahwa P/E Ratio sangat dipengaruhi oleh perubahan earning dan P/E ratio mampu digunakan sebagai parameter kinerja perusahaan. Sehingga pengajuan hipotesis yang kedua adalah :

**H2 = P/E rasio memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return saham**

Selanjutnya penelitian ini akan membandingkan antar kedua variabel bebas tersebut, manakah yang akan memberikan nilai relevansi yang lebih baik terhadap return saham, serta kemampuan CVA atau P/E rasio manakah yang memberikan informasi yang lebih baik . Maka hipotesis yang ketiga dan keempat adalah :

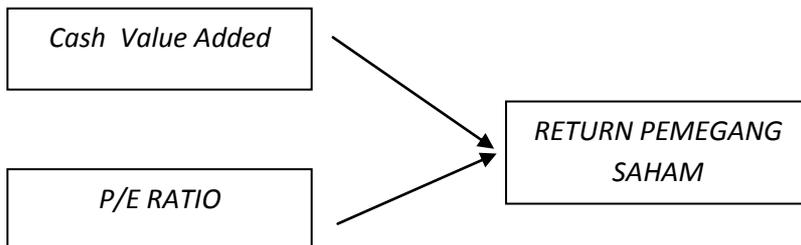
**H3 = CVA mampu memberikan informasi yang lebih baik dari pada P/E rasio**

**H 4 = CVA tidak memberikan nilai relevansi yang lebih baik dari pada P/E rasio**

Penelitian yang dilakukan oleh Hejazi dan Oskouei (2007) memberikan bukti empiris bahwa P/E rasio ternyata mampu memberikan informasi yang lebih baik terhadap return saham, dibandingkan CVA. Demikian pula CVA memberikan nilai relevansi yang lebih baik dibandingkan P/E rasio.

### **Kerangka berpikir**

Berdasarkan penjelasan dan hipotesa di atas, maka kerangka berpikir dalam penelitian ini adalah :



## **METODE PENELITIAN**

### **Jenis Penelitian**

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kuantitatif.

### **Pengumpulan Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diambil dari Laporan Keuangan Perusahaan Manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia, Indonesian Capital Market Directory, dan monthly statistic. Adapun periode waktu yang diteliti adalah tahun 2007-2009. Data sekunder yang digunakan diperoleh dengan dokumentasi data-data pembukuan, laporan keuangan, dan data-data yang berkaitan dengan operasional penelitian perusahaan go-publik

### **Populasi dan Sampel**

Populasi yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ 45 pada Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2009. Metoda pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, dimana sampel dipilih sesuai dengan kriteria tertentu untuk mendapatkan sampel yang representatif. Kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia dan secara berturut-turut menyajikan laporan keuangan lengkap pada tahun 2007 - 2009,
2. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan auditan dengan menggunakan tahun buku yang berakhir pada tanggal 31 Desember,
3. Perusahaan secara berturut-turut termasuk dalam LQ 45 selama tahun pengamatan
4. Perusahaan yang membagi dividen pada tahun 2007-2009.

5. Perusahaan memperoleh laba selama tahun pengamatan

### Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, pengumpulan data dilakukan dengan teknik dokumentasi. Data dalam penelitian ini meliputi :

1. Sesuai dengan tujuan penelitian ini, maka data yang dibutuhkan untuk mencapai tujuan tersebut adalah laporan keuangan (neraca, laba rugi, dan arus kas), dan harga saham (harga penutupan) pada tahun 2007-2009 diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* atau dari *JSX Fact Book*.
2. *Return* yang diterima pemegang saham pada periode 2007-2009

### Identifikasi Variabel dan Pengukuran Variabel

Dalam penelitian ini variabel dikelompokkan menjadi variabel *dependen* dan *variable independent*. Variabel *dependen* yang digunakan adalah *return* saham. Sedangkan *CV* dan *P/E rati* merupakan variabel *independen*.

### Definisi Operasional Variabel

Sesuai dengan identifikasi variabel di atas, dapat diuraikan definisi operasional dari masing-masing variabel. Hal ini bertujuan untuk menjabarkan konsep masing-masing variabel, agar dapat dilakukan pengukuran. Rumusan pengukuran variabel-variabel yang digunakan adalah sebagai berikut :

1. *Return saham* merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang tertentu, yang meliputi *capital gain/loss* dan *dividen yield* (Hartono, 2008). *Return* saham menurut Meythi (2006) dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$(P_t - P_{t-1})$$

Return Saham = -----

$$P_{t-1}$$

Dalam hal ini :

R = *Return saham*

P<sub>t</sub> = harga penutupan saham tahun ke-t

P<sub>t-1</sub> = harga penutupan saham tahun t-1

*Capital gain/loss* merupakan selisih laba rugi yang dialami pemegang saham karena harga saham sekarang relative tinggi/rendah dari harga saham periode sebelumnya. *Capital gain/loss* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Capital gain/loss} = P_t - P_{t-1}$$

Komponen *return* yang juga digunakan dalam penelitian ini adalah deviden yang merupakan bagian dari laba perusahaan yang dibagikan pada pemegang saham. Deviden kas adalah deviden yang dibagikan pada tanggal laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan sampai dengan laporan keuangan tahun berikutnya (Pradhono dan Christiawan, 2004). Sehingga *return* saham secara keseluruhan dapat dihitung dengan rumus (Jogiyanto 2008) ;

$$(P_t - P_{t-1}) + D_t$$

$$R = \frac{\text{-----}}{P_{t-1}}$$

2. *Cash Value Added (CVA)* merupakan pengukuran internal yang merupakan perolehan dari *Total Shareholder Return* yang diterima pemegang saham. Untuk menghitung *CVA* penelitian ini mengacu dari rumus yang digunakan oleh Hejazi dan Oskouei (2007)

$$CVA = \text{Operating Cash Flow} - \text{Paid Taxes} - (\text{Paid interest} + \text{Dividens})$$

Dalam hal ini :

CVA = *Cash Value Added*

*Opreating Cash flow* = Saldo kas dari kegiatan operasi

*Paid Taxes* = biaya pajak dibayarkan

*Paid Interest* = biaya bunga dibayarkan

Dividen = Dividen dibayarkan

### 3. *P/E Ratio*

Penelitian Ekawati ( 2005) memberikan bukti empiris bahwa price to earning rasio memiliki pengaruh terhadap return saham. Mengingat P/E rasio yang dipengaruhi oleh laba perusahaan, penelitian ini menggunakan rumus dari penelitian Sumarsono (2006) untuk menghitung P/E rasio.

$$\text{Price earning ratio (P/E)} = \frac{\text{Harga per saham}}{\text{Laba per saham}}$$

P/E Rasio adalah rasio antara EPS dengan harga saham pada perusahaan I pada bulan ke t. Eps adalah hasil bagi antara earning after tax dengan jumlah lembar saham yang terdaftar. Karena data diperoleh dari laporan keuangan periode Desember, maka untuk menghitung p/e pada bulan-bulan di Tahun ke t, digunakan data *earning per share* pada tahun t-1 (**Sumarsono, 2006**)

#### **Metode Analisis Data**

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis kuantitatif dengan menggunakan bantuan alat statistik yaitu analisis regresi berganda *multiple regression analysis*. Pengujian hipotesis akan dilakukan dengan model regresi berganda dengan estimasi model sebagai berikut.

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + \varepsilon$$

Y = *Return saham*  
X1 = *Cash Value Added*  
X2 = *P/E rasio*  
a = *intersep (konstanta)*

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Dari hasil penelitian yang dilakukan dan berdasarkan kriteria sampel, dari 45 perusahaan yang masuk ke dalam LQ 45 hanya terdapat 18 perusahaan memenuhi kriteria sampel yang dikeluarkan dari penelitian, karena perusahaan tersebut selama tahun pengamatan tidak termasuk dalam kelompok LQ 45 secara berturut-turut.

Adapun rincian perusahaan :

Tabel 1  
Rincian Sampel

KETERANGAN	JUMLAH
Perusahaan yang masuk dalam golongan LQ 45	45
Perusahaan yang tidak membagi dividen dan tidak memperoleh laba selama tahun pengamatan berturut-turut	<u>18</u>
Jumlah perusahaan yang menjadi sampel penelitian	17
Jumlah smapel selama 3 tahun	51

Hasil uji yang dilakukan dengan spss tampak dalam tabel 5.2 , yang menunjukkan bahwa ternyata variabel cash value added memiliki pengaruh terhadap return saham. Namun cash value added tidak secara signifikan mempengaruhi return saham, hal ini tampak bahwa nilai signifikansi di atas 0,05. Variabel Earning per share rasio ternyata juga tidak berpengaruh secara signifikan terhadap return saham. Pengaruh variabel cash value added dan earning per share rasio terhadap return cenderung negatif. Dengan demikian dapat dikatakan kedua variabel tersebut kecil pengaruhnya terhadap return saham. Adapun return saham lebih dipengaruhi faktor lain yang tidak dijelaskan dalam penelitian ini.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Ekawati (2005) yang menunjukkan bahwa *earning per share ratio* berpengaruh terhadap *return* saham. Sedangkan Fernandez (2002) menunjukkan bahwa CVA memiliki

pengaruh terhadap *return* saham. Demikian juga Hijazi dan Oskouei (2007) yang memberikan bukti bahwa CVA mampu digunakan sebagai informasi yang akurat terhadap *return* saham. Dengan demikian penelitian ini juga tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya. Oleh karenanya hipotesis 1 yang disampaikan ditolak dan  $H_0$  diterima, artinya tidak ada pengaruh cash value added terhadap return saham ( nilai t hitung < dari t tabel).

Tabel 2  
Hasil Uji T

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.388	.789		1.759	.085
	CVA	-6.068E-14	.000	-.115	-.800	.428
	eps	-.001	.010	-.018	-.127	.899

a. Dependent Variable: return

Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa earning pershare berpengaruh terhadap return saham juga ditolak. Melihat nilai t hitung untuk earning pershare rasio sebesar -0,127 lebih kecil dibandingkan dengan nilai t tabel (2,010). Sehingga penelitian ini tidak mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan Naimah dan Utama (2006); Sialagan dan Machfoed (2006), maupun penelitian yang dilakukan Hijazi dan Oskouei (2007)

Earning per share mampu memberikan manfaaat yang lebih baik dari pada *cash value added*. Dengan demikian hipotesis 3 ditolak, dimana *cash value added* tidak mampu memberikan informasi yang lebih baik dari pada *P/E ratio*. Dan untuk Hipotesis ke-4 diterima, dimana *cash value added* tidak memberikan nilai relevansi yang lebih baik dari *P/E ratio*.

## KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini belum dapat memberikan bukti empiris atas kemampuan *cashvalue added* dan *earning per share rasio* terhadap *return saham*. Terbukti keduanya hanya memiliki pengaruh yang sangat kecil terhadap *return*.

Dari dua variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini, ternyata variabel *earning per share rasio* mampu memberikan informasi dan nilai relevansi terhadap *return* saham, dibandingkan *cash value added*.

Untuk penelitian selanjutnya perlu dilakukan eksplorasi lebih mendalam terkait dengan faktor *cash value added* dan pengaruhnya terhadap *return* pada perusahaan yang sejenis. Mengingat dalam penelitian ini terdapat berbagai jenis perusahaan. Penelitian selanjutnya diharapkan memperpanjang tahun pengamatan dan menambah jumlah sampel.