

## ***Financial Leverage, Operating Leverage dan Stock Return***

**As'ad Syaifullah**

Universitas Airlangga  
asad\_bolo@yahoo.com

*Abstract - Competition in the manufacturing industry requires companies to be more competitive in order not to get caught in the slump of competition. In this case the company requires a large cost in order to stay awake in improving company performance. The financial problem faced by the company is the problem of corporate financing. The way to finance a company's funding needs is from external sources of funds such as loan capital. Companies using loan capital mean the company has leveraged. The more use of loan capital poses a risk to the company, as investors in determining investment decisions often see the capital structure within the company. When companies do a lot of production using debt, investors tend to shift to other sectors or negotiate to management to provide big rewards. This study aimed to examine the effect of financial leverage and operating leverage on stock return. The population of this study were 135 industrial manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) with a sample of 11 companies during the years 2011-2015. This study used purposive sampling method. The data analysis technique used in this study is multiple regression analysis. The results of this study concluded that concludes that the financial leverage and operating leverage no significant effect on stock return. While partially operating leverage effect on stock return, but no effect of financial leverage on stock return.*

*Key word: Stock returns, financial leverage and operating leverage.*

### **I. PENDAHULUAN**

Persaingan industri manufaktur di Indonesia semakin ketat. Di Indonesia perkembangan perusahaan manufaktur cukup pesat, hal ini dapat terlihat dari jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari periode ke periodenya semakin bertambah, dari jumlah emiten yang terdaftar di BEI sebanyak 480 emiten sebanyak 135 emiten yang termasuk perusahaan manufaktur, sehingga tidak menutup kemungkinan perusahaan ini sangat dibutuhkan masyarakat sehingga prospeknya akan menguntungkan di masa kini maupun di masa yang akan datang. Selain itu dapat dikatakan bahwa persaingan industri manufaktur menjadi semakin ketat karena banyaknya produk impor yang dengan mudahnya masuk ke pasar Indonesia dan menjadi alternatif pilihan para konsumen di Indonesia serta semakin maraknya produk-produk ilegal yang menjadi hambatan bagi perusahaan di industri manufaktur untuk menguasai pasar.

Meningkatnya persaingan saat ini menuntut setiap perusahaan untuk mampu menyesuaikan dengan keadaan yang terjadi dan menuntut setiap perusahaan untuk dapat melakukan pengelolaan terhadap fungsi-fungsi yang ada dalam perusahaan sehingga dapat lebih unggul dalam persaingan yang dihadapi. Pada dasarnya perusahaan membutuhkan dana untuk menjalankan bisnisnya, apapun bentuk bidang usaha yang dijalankan oleh perusahaan tersebut dalam setiap kegiatan operasionalnya selalu memanfaatkan sumber daya dan sumber dana yang dimiliki secara optimal untuk memperoleh keuntungan dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan menjaga kelangsungan hidup

usahanya dengan cara meningkatkan nilai perusahaan.

Persaingan industri manufaktur menuntut perusahaan untuk dapat lebih berkompetisi agar tidak terjebak dalam kemerosotan persaingan tersebut. Dalam hal ini perusahaan membutuhkan biaya yang besar agar tetap terjaga dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Perusahaan dituntut untuk memiliki keunggulan kompetitif dari perusahaan lainnya. Perusahaan tidak hanya dituntut untuk mampu menghasilkan produk yang bermutu bagi konsumen, tetapi juga harus mampu mengelola keuangannya dengan baik, artinya kebijakan pengelolaan keuangan harus dapat menjamin keberlangsungan usaha perusahaan. Kebijakan manajemen merupakan salah satu hal yang dapat memengaruhi perusahaan untuk dapat bersaing. Salah satu fungsi manajemen adalah dalam hal pendanaan dan pengelolaan keuangan perusahaan. Kebijaksanaan manajemen mengenai pengelolaan keuangan salah satunya adalah mengenai struktur modal perusahaan.

Permasalahan keuangan yang dihadapi oleh perusahaan adalah masalah pembiayaan perusahaan. Cara untuk membiayai kebutuhan dana suatu perusahaan adalah berasal dari sumber dana eksternal seperti modal pinjaman. Perusahaan menggunakan modal pinjaman berarti perusahaan telah melakukan *leverage*. Semakin banyak penggunaan modal pinjaman menimbulkan risiko bagi perusahaan, karena investor dalam menentukan keputusan berinvestasi sering melihat struktur modal dalam perusahaan. Ketika perusahaan banyak melakukan produksi dengan menggunakan utang maka biasanya investor mengalihkan ke sektor lain.

Riyanto (2001) menyatakan bahwa pemenuhan dana tersebut berasal dari intern (*internal source*) maupun ekstern (*external source*). Dana yang berasal dari sumber internal adalah dana yang terbentuk atau dihasilkan oleh perusahaan sendiri yaitu laba ditahan (*retained earnings*) dan depresiasi (*depreciations*). Dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari kreditur, pemilik dan pengambil bagian dalam perusahaan. Modal dari kreditur merupakan utang bagi perusahaan yang bersangkutan yang sering disebut sebagai modal asing. Oleh karena itu, setiap manajer keuangan perlu menentukan keputusan struktur modal yaitu berkaitan dengan penetapan apakah kebutuhan dana perusahaan dipenuhi dengan modal sendiri atau modal asing.

Sumber dana yang diperoleh memiliki beban tetap dan dana tersebut dipergunakan perusahaan dengan harapan perusahaan dapat memperoleh keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya, sehingga meningkatkan pendapatan yang tersedia bagi pemegang saham. Keadaan tersebut menjelaskan perubahan *stock return* sebagai akibat dari perubahan keuntungan perusahaan. *Leverage* juga dapat meningkatkan variabilitas keuntungan karena jika perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih rendah biaya tetapnya maka penggunaan *leverage* akan menurunkan keuntungan pemegang saham. Konsep *leverage* sangat penting terutama untuk menunjukkan kepada analisis keuangan dalam melihat *trade off* antara risiko dan keuntungan (Sartono, 2008).

Konsep *operating leverage* dan *financial leverage* bermanfaat untuk analisis, perencanaan dan pengendalian keuangan. Dalam manajemen keuangan, *leverage* adalah penggunaan *asset* dan sumber dana oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham. Jika semua biaya bersifat variabel, maka akan memberikan kepastian bagi perusahaan dalam menghasilkan laba. Tapi karena sebagai biaya perusahaan bersifat tetap, maka untuk menghasilkan laba diperlukan tingkat penjualan minimum tertentu.

Perusahaan menggunakan *operating leverage* dan *financial leverage* dengan tujuan uang diperoleh lebih besar daripada biaya *asset* dan sumber dananya, dengan demikian akan meningkatkan keuntungan pemegang saham. Sebaliknya *leverage* juga meningkatkan variabilitas (risiko) keuntungan, karena jika perusahaan ternyata mendapatkan keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya maka penggunaan *leverage* akan menurunkan keuntungan pemegang saham.

Rasio *Financial leverage* dan *Operating Leverage* terjadi akibat penggunaan sumber dana yang berasal dari utang, sehingga menyebabkan perusahaan harus menanggung utang serta dibebani oleh biaya

bunganya. Rasio *leverage* merupakan rasio yang dimaksudkan untuk mengukur sampai seberapa jauh *asset* perusahaan dibiayai dengan utang. Hal tersebut akan memengaruhi keputusan para investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut, semakin rendah rasio *leverage* maka perusahaan tersebut memiliki kinerja yang bagus, oleh karena itu permintaan akan saham tersebut akan meningkat sehingga akan meningkatkan harga saham tersebut. Begitu sebaliknya ketika rasio *leverage* perusahaan tinggi maka perusahaan itu kinerjanya kurang bagus sehingga akan menurunkan permintaan terhadap saham perusahaan sehingga harga saham akan cenderung turun.

Beberapa penelitian terdahulu yang meneliti pengaruh *leverage* terhadap *stock return* memberikan hasil yang kontradiktif. Seperti penelitian yg dilakukan oleh Ozdagli (2009) menyatakan bahwa *financial leverage* berpengaruh terhadap *stock return*. Dimitrov dan Jain (2007) menyatakan bahwa *financial leverage* berpengaruh terhadap *return* saham dan *operating performace* karena semakin tinggi rasio *leverage* akan memengaruhi volume penjualan sehingga dengan tinggi volume penjualan akan juga memengaruhi laba yang diperoleh, hal ini investor akan semakin termotivasi untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut, dengan banyak permintaan saham tersebut maka akan menaikkan harga saham.

Tabari (2010) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap *stock return*. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Medeiros (2005) menyatakan bahwa *operating leverage* tidak memberikan kontribusi terhadap *return* saham karena perusahaan-perusahaan yang diteliti bukanlah perusahaan-perusahaan yang modalnya sangat tinggi dan memiliki tenaga kerja uang sedikit.

Sambora (2013) menyatakan bahwa *leverage* dan profibilitas terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2011-2015 menyatakan bahwa secara parsial *leverage* tidak signifikan berpengaruh terhadap harga saham, sedangkan secara simultan *leverage* mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap harga saham.

Hasil beberapa penelitian terdahulu masih menunjukkan perbedaan hasil penelitian, karena alasan tersebut maka dilakukan penelitian tentang pengaruh *operating leverage* dan *financial leverage* terhadap *stock return* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah: (1) Untuk mengetahui pengaruh *Operating Leverage* dan *Fiancial Leveragesecara* simultan terhadap *Stock Return* di Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI. (2) Untuk mengetahui pengaruh *Operating Leverage* dan *Fiancial Leveragesecara* parsial terhadap *Stock Return* di Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI.

### **Signaling Theory**

Teori sinyal merupakan dorongan perusahaan untuk memberikan informasi kepada pihak eksternal. Dorongan ini disebabkan karena terjadi asimetri informasi antara pihak manajemen dan pihak eksternal. Untuk mengurangi asimetri hendaknya perusahaan mengungkapkan informasi yang dimiliki oleh perusahaan, informasi keuangan maupun non keuangan. Jika informasi laba tersebut relevan bagi para pelaku pasar modal, maka informasi tersebut akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai saham perusahaan.

Menurut Jogyanto (2000) informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

### **Sumber Dana**

Menurut Martono dan Harjito (2008) “berdasarkan sumbernya, dana berasal dari sumber internal (*internal financing*) dan sumber eksternal (*external financing*)”. Sumber pendanaan dari dalam perusahaan atau sering disebut dengan modal sendiri merupakan modal yang akan terus tertanam di dalam perusahaan selama masa operasi perusahaan. Sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan dapat berupa laba yang tidak dibagikan dan digunakan kembali menjadi modal serta penarikan modal melalui penjualan saham kepada investor. Sedangkan sumber pendanaan dari luar perusahaan atau sering disebut dengan modal asing adalah modal yang hanya bekerja sementara di dalam perusahaan dan merupakan beban bagi perusahaan karena harus mengembalikan nominal nilai utang tersebut beserta bunganya. Dana dari luar perusahaan bisa didapatkan dengan meminjam dana dari pihak kreditur seperti bank dan lembaga keuangan bukan bank atau dengan menerbitkan obligasi.

### **Operating Leverage**

Menurut Brigham dan Houtson (2001) *operating leverage* adalah seberapa besar biaya tetap digunakan dalam operasi suatu perusahaan. Irawati (2006:173) menyatakan bahwa *leverage* operasi merupakan penggunaan aktiva dengan biaya tetap yang bertujuan untuk menghasilkan pendapatan yang cukup untuk menutup biaya tetap dan biaya variabel serta dapat meningkatkan profibilitas. Hanafi (2004) menyatakan bahwa *Operating Leverage* diartikan sebagai seberapa besar perusahaan menggunakan beban tetap operasional.

*Leverage* operasi juga dapat memperlihatkan pengaruh pendapatan atau penjualan terhadap keuntungan operasi perusahaan. Mengetahui tingkat

*leverage* operasi, maka manajemen bisa menaksir perubahan laba operasi sebagai akibat adanya perubahan penjualan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa *leverage* operasi berkaitan dengan penjualan perusahaan dan laba sebelum bunga dan pajak. Ukuran *leverage* operasi adalah tingkat *leverage* operasi yang disebut dengan *Degree of Operating Leverage* (DOL).

Martono dan Hartijo (2008) mendefinisikan tingkat *leverage* operasi atau *degree of operating leverage* (DOL) adalah persentase perubahan dalam laba operasi (EBIT) yang disebabkan perubahan satu persen dalam output (penjualan). Artinya jika hasil *Degree of Operating Leverage* (DOL) adalah 2 maka bila penjualan naik atau turun 10% keuntungan bisa diprediksikan akan naik atau turun sebesar 2 kali kenaikan atau penurunan penjualan.

Analisis *operating leverage* digunakan untuk mengukur tingkat kepekaan penjualan terhadap EBIT. *Operating leverage* ini dimungkinkan karena terdapatnya biaya tetap dalam struktur biaya perusahaan. Apabila tingkat *leverage* perusahaan semakin besar, maka semakin besar fluktuasi naik turunnya laba operasi terhadap perubahan volume penjualan. Maka semakin tinggi *operating leverage* perusahaan, maka semakin tinggi pula sensitivitas EBIT terhadap tingkat penjualan. Sebuah perusahaan dengan *operating leverage* yang rendah, lebih sanggup menghadapi risiko atas penggunaan hutang. Hal tersebut dikarenakan tingkat *operating leverage* yang rendah, menunjukkan adanya kestabilan yang lebih baik pada pendapatan operasional perusahaan, sehingga perusahaan dianggap lebih mampu memenuhi kewajiban-kewajiban yang timbul akibat penggunaan hutang dalam sumber pembiayaannya, begitu juga sebaliknya.

### **Finacial Leverage**

Menurut Sartono (2008) *financial leverage* adalah “Penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham.” Martono dan Harjito (2008) mengemukakan bahwa “*Leverage* keuangan merupakan penggunaan dana dengan beban tetap dengan harapan atas penggunaan dana tersebut akan memperbesar pendapatan per lembar saham (*earning per share*).”

*Financial leverage* terjadi akibat penggunaan sumber dana yang berasal dari utang, sehingga menyebabkan perusahaan harus menanggung utang serta dibebani oleh biaya bunganya. Rasio *leverage* merupakan rasio yang dimaksudkan untuk mengukur sampai seberapa jauh aktiva perusahaan dibiayai dengan utang (Husnan dan Pudjiastuti, 2006). Apabila perusahaan menggunakan utang semakin

banyak, maka semakin besar beban tetap yang berupa bunga dan angsuran pokok pinjaman yang harus dibayar.

#### **Earning Per Share**

Menurut Darmadji dan Hendy (2001) pengertian laba per lembar saham atau EPS yaitu merupakan rasio yang menunjukkan berapa besar keuntungan (laba) yang diperoleh investor atau pemegang saham per lembar sahamnya. Laba merupakan alat ukur utama kesuksesan suatu perusahaan, karena itu para pemodal seringkali memusatkan perhatian pada besarnya *earning per share* (EPS) dalam melakukan analisis saham. Semakin tinggi nilai EPS tentu saja menggembirakan pemegang saham karena semakin besar laba yang disediakan untuk pemegang saham.

Untuk menganalisis penyebab perubahan EPS dapat digunakan analisis rasio laba (Fabozzi, 1999). Rasio laba menunjukkan dampak gabungan dari likuiditas serta manajemen aktiva dan kewajiban terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan laba.

#### **Stock Return**

Tujuan Corporate finance adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Tujuan ini menimbulkan konflik potensial antara pemilik perusahaan dengan kreditur. Ketika perusahaan mendapatkan keuntungan laba yang besar, nilai pasar saham (dana pemilik) akan meningkat pesat, sementara nilai hutang perusahaan (dana kreditur) tidak berpengaruh. Indikasi nilai saham merupakan indeks yang tepat untuk mengukur efektifitas perusahaan. Memaksimalkan nilai perusahaan juga berarti memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Pradhono, 2004).

*Return* saham merupakan hasil yang diperoleh dari investasi di pasar modal. *Return* sendiri dapat berupa *return* realisasi (*actual return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi dan dapat dihitung dengan data historis (Halim, 2005). *Return* ini penting karena disamping merupakan salah satu alat untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan juga digunakan sebagai dasar dalam penentuan *return* ekspektasi dan resiko di masa yang akan datang. Sedangkan *return* ekpektasi adalah *return* yang diharapkan nantinya akan diperoleh investor dari investasinya di pasar modal.

Menurut Tandelilin (2007) tujuan investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan *return*, tanpa melupakan faktor resiko investasi yang harus dihadapinya. *Return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan tas keputusan investor dalam menanggung resiko investasi yang dilakukan. Sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama, antara lain: *Deviden* dan *Capital Gain (Loss)*.

#### **Leverage dan Stock Return**

Menurut Syamsudin (2007) *operating leverage* adalah sebagai kemampuan perusahaan di dalam menggunakan biaya operasi tetap untuk memperbesar pengaruh dari volume penjualan terhadap *earning before interest and tax* (EBIT).

Nilai DOL yang merupakan hasil dari perhitungan *Operating Leverage* meningkat, hal tersebut berarti bahwa tingkat DOL perusahaan semakin besar, maka semakin besar fluktuatifnya naik turunnya laba operasi terhadap perubahan volume penjualan. Semakin tinggi *operating leverage* perusahaan, maka semakin tinggi pula tingkat penjualan. Pertumbuhan penjualan mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, hal ini akan meningkatkan kepercayaan investor untuk menanamkan modal. Dengan adanya banyak permintaan saham perusahaan ini harga saham akan naik, sehingga akan meningkatkan *return* saham bagi pemegang saham perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak didukung oleh Medeiros (2005) mengenai pengaruh *Operating leverage* terhadap *return* saham pada pasar bursa di brazil menyatakan bahwa *operating leverage* tidak memberikan kontribusi terhadap *return* saham.

Menurut Warsono (2001) *Financial Leverage* dapat didefinisikan sebagai penggunaan potensial biaya-biaya keuangan tetap untuk meningkatkan pengaruh perubahan dalam laba sebelum bunga dan pajak EBIT terhadap EPS. Sehingga akan mempengaruhi permintaan terhadap saham perusahaan oleh investor sehingga harga saham perusahaan akan juga meningkat, hal ini akan menguntungkan bagi para pemegang saham perusahaan.

DFL yang merupakan hasil dari perhitungan analisis *Financial Leverage* meningkat, hal tersebut bahwa DFL, tersebut mempunyai daya ungkit yang tinggi untuk menghasilkan EPS yang tinggi pula. Dan bila EPS naik, maka akan juga meningkatkan laba yang tersedia untuk pemegang saham. Demikian juga sebaliknya, jika DFL menurun daya ungkit untuk menghasilkan EPS juga akan turun. Hal tersebut juga berarti laba yang tersedia untuk para pemegang saham mengalami penurunan.

Jika EPS untuk para pemegang saham meningkat, selain untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham lama, juga akan menimbulkan kepercayaan yang tinggi akan keberhasilan perusahaan dalam mengelola perusahaan tersebut dan juga dapat menarik investor baru untuk menanamkan modalnya ke dalam perusahaan. Pada dasarnya perusahaan untuk melaksanakan kegiatannya memerlukan dana untuk membiayai operasinya. Pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan biasanya berasal dari modal perusahaan sendiri (*equity*) maupun diperoleh dari hutang, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka

panjang, besar kecilnya pendanaan perusahaan yang berasal dari hutang merupakan cerminan tingkat *leverage* keuangan (*financial leverage*) dari suatu perusahaan, dan tingkat *leverage* ini nantinya akan mempengaruhi besar kecilnya *Earning Per Share* (EPS) yang akan diterima oleh setiap lembar sahamnya, sehingga dapat diketahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba tiap lembar sahamnya.

Hasil penelitian ini didukung oleh Dimitrov and Jain (2007) meneliti mengenai *The Value Relevance of Changes in Financial Leverage* menyatakan bahwa *financial leverage* berpengaruh terhadap *return* saham dan *operating performance*.

### Hipotesis

Terdapat pengaruh yang signifikan antara *Operating Leverage* dan *Financial Leverage* secara simultan dan secara parsial terhadap *Stock Return*.

## II. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini merupakan jenis penelitian kausal yang bertujuan untuk menguji hubungan antara variabel bebas dan terikat. Penelitian ini secara keseluruhan menggunakan data sekunder. Data sekunder yang diperoleh melalui laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan di [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Penelitian ini menggunakan data kuantitatif yaitu data yang berupa angka atau besaran tertentu yang sifatnya pasti. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang listing di BEI periode waktu tahun 2011-2015.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang bergerak disektor manufaktur yang listing di BEI jumlah populasi penelitian ini sebanyak 135 perusahaan manufaktur yang listing di BEI. Populasi diseleksi untuk mendapatkan sampel yang sesuai. Dari 135 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang masuk populasi, 121 perusahaan manufaktur dikeluarkan dari sampel karena perusahaan tersebut belum pernah masuk LQ45. Setelah diseleksi, penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 11 perusahaan manufaktur yang masuk LQ45.

Penelitian ini menggunakan variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *stock return*. Di lain sisi, variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini terdapat dua variabel, yaitu *Operating Leverage* dan *Financial Leverage*.

Warsono (2003) *Operating Leverage* dapat didefinisikan sebagai penggunaan potensial biaya-biaya operasi untuk memperbesar pengaruh perubahan dalam penjualan terhadap laba sebelum bunga dan pajak perusahaan. Berikut ini akan

dijabarkan perhitungan *degree of operating leverage* menurut Sutrisno (2008:214), yaitu:

$$DOL = \frac{\% \text{ perubahan dalam EBIT}}{\% \text{ perubahan dalam sales}}$$

Sartono (2008) *financial leverage* adalah: "Penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham". Martono dan Harjito (2008) mengemukakan bahwa, "*Leverage* keuangan merupakan penggunaan dana dengan beban tetap dengan harapan atas penggunaan dana tersebut akan memperbesar pendapatan per lembar saham (*earning per share*, EPS)".

Berikut ini akan dijabarkan perhitungan *degree of financial leverage* yaitu:

$$DFL = \frac{\% \text{ perubahan dalam EPS}}{\% \text{ perubahan dalam EBIT}}$$

Dimana:

%  $\Delta$  EPS = persentase perubahan laba per lembar saham

%  $\Delta$  EBIT = persentase perubahan laba sebelum bunga dan

pajak

Teknik analisis data untuk menguji hipotesis digunakan regresi linear ganda. Tahap-tahap analisis data antara lain melakukan pengukuran variabel-variabel yang akan dianalisis, melakukan empat uji asumsi klasik (normalitas, uji multikolinearitas, autokorelasi dan uji heteroskedastisitas). Tahap penelitian selanjutnya melakukan analisis regresi linear berganda, menentukan koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) dan pembuktian hipotesis (uji F dan uji t dengan level signifikansi ( $\alpha$ ) = 5%).

## III. HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan sektor manufaktur yang listing di BEI periode waktu 2011-2015. Pemilihan sampel ini dilakukan dengan *purpose sampling* yaitu metode pemilihan sampel dengan kriteria tertentu dalam melakukan pemilihan sampel. Kriteria sampel yang telah ditentukan, maka perusahaan sektor manufaktur yang memenuhi kriteria sampel berjumlah 11 perusahaan.

Pengujian Normalitas menggunakan uji *kolmogorov-smirnov test* dengan ketentuan nilai probabilitas yang ditunjukkan melalui nilai *Asym. Sig (2tailed)* sama dengan atau lebih dari 0,05 nilai *Asym. Sig (2tailed)* ini lebih dari maka data tersebut terdistribusi normal. Selanjutnya, pengujian multikolinearitas menghasilkan nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) masing-masing < 10 pada variabel *Operating Leverage* dan *Financial Leverage*. Ini menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas. Pada uji

autokorelasi menunjukkan angka 1.898 berada pada area bebas autokorelasi. Oleh karena itu data tersebut berdistribusi normal. Pengujian terakhir yaitu pengujian heteroskedastisitas. Metode uji ini menggunakan korelasi Spearman's rho yaitu mengorelasikan variabel independen dengan nilai *unstandardized residual*. Nilai signifikansi variabel independen lebih dari 0.05, sehingga tidak terjadi masalah heteskedastisitas pada model regresi.

Persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$Y = 0.161 + 0.003X_1 + 0.002X_2 + \varepsilon$$

Nilai konstanta berdasarkan hasil regresi adalah sebesar 0.161, ini menunjukkan bahwa jika variabel independen *operating leverage* dan *financial leverage* dianggap konstan. Maka *stock return* yang diprosikan dengan *capital gain/loss* dapat bernilai 0.161. Variabel *operating leverage* berpengaruh terhadap *stock return* dengan koefisien regresi sebesar 0.003 yang berarti, bahwa setiap peningkatan 1 satuan *operating leverage* akan meningkatkan *stock return* sebesar 0.003(0.03%) dengan asumsi variabel lain konstan. Variabel *financial leverage* tidak berpengaruh terhadap *stock return*, dengan koefisien 0.001 dan nilai signifikansi sebesar 0.575.

Penilaian hasil analisis regresi linear berganda menggunakan uji F dan uji t. Hasil uji F dan uji t menunjukkan nilai sebagai berikut:

**Tabel 1. Ringkasan Analisis Regresi Berganda**

Model	Unstandardized coefficients		Nilai sig. F	Nilai t	Sig t
	B	Standard Error			
Regression			2.751		0.760
Constant	.161	.055		2.914	.006
DOL	.003	.001		2.256	.030
DFL	.002	.003		.566	.575

Sumber: diolah penulis (2015).

Nilai F adalah 2.751 dengan nilai signifikansi 0,76. Nilai signifikansi 0,76 lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa semua variabel independen yaitu DOL dan DFL tidak berpengaruh secara bersama-sama (simultan) terhadap *stock return*. Terbukti bahwa variabel DOL berpengaruh terhadap *stock return*. Variabel DFL tidak berpengaruh terhadap *stock return*. Terbukti bahwa variabel DOL berpengaruh terhadap EPS. Variabel DFL tidak berpengaruh terhadap *stock return*. Berikut ini dijelaskan hasil perhitungan uji t masing-masing variabel:

$H_0$  = DOL berpengaruh terhadap *stock return*

Variabel DOL diketahui bahwa nilai t hitung adalah 2.914 dengan nilai signifikan 0,030. Nilai signifikan lebih kecil dari 0,05. Nilai signifikan yang kurang dari nilai 0,05, berarti DOL berpengaruh terhadap *stock return*. Hasil regresi tersebut dapat disimpulkan bahwa  $H_0$  diterima, yang berarti variabel DOL berpengaruh terhadap *stock return*.

$H_1$  = DFL berpengaruh terhadap *stock return*

Variabel DFL diketahui bahwa nilai t adalah 0.566 dengan nilai signifikansi sebesar 0.575. Nilai signifikansi 0,575 lebih besar dari nilai 0,05, berarti DFL tidak berpengaruh terhadap *stock return*. Maka dapat disimpulkan pada hasil regresi tersebut bahwa  $H_1$  ditolak, yang berarti DFL tidak berpengaruh terhadap *stock return*.

### **Financial Leverage dan Operating Leverage Terhadap Stock Return**

Analisis data yang telah dilakukan menunjukkan hasil penelitian yang menjawab hipotesis. Pembahasan hasil penelitian yang telah dilakukan sebagai berikut:

Hasil penelitian secara simultan membuktikan bahwa semua variabel independen tidak berpengaruh terhadap *stock return*. Uji F yang mempunyai nilai 2.751 dengan nilai signifikansi 0.076. Nilai signifikansi 0.076 > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa semua variabel independen yaitu DOL dan DFL tidak berpengaruh secara bersama-sama (simultan) terhadap *stock return*.

Analisa data dan pengaruh hipotesis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa DOL dan DFL tidak berpengaruh terhadap *stock return*. Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa dengan tingkat *leverage* perusahaan semakin besar, maka semakin besar fluktuatif naik turunnya laba operasi terhadap perubahan volume penjualan. Semakin tinggi *leverage* perusahaan, maka semakin tinggi pula sensitifitas EBIT terhadap tingkat penjualan.

Semakin tinggi struktur *leverage* perusahaan, semakin besar keuntungan yang akan diperoleh, dan semakin besar pula tingkat risiko yang dihadapi investor nantinya. Atas dasar analisis informasi inilah investor dapat mengetahui bahwa suatu perusahaan mempunyai nilai perusahaan yang tinggi dengan semakin tingginya harga saham perusahaan tersebut di pasar modal. *Financial leverage* adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memperoleh tambahan keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham. *Financial leverage* dengan demikian menunjukkan perubahan *return* saham sebagai akibat dari perubahan laba perusahaan dan kemudian akan menaikkan permintaan

terhadap saham perusahaan sehingga akan menaikkan harga saham.

Hasil ini sesuai dengan jurnal yang ditulis oleh Medeiros (2005) menyatakan bahwa *operating leverage* tidak memberikan kontribusi terhadap *return* saham karena perusahaan-perusahaan yang diteliti bukanlah perusahaan-perusahaan yang modalnya sangat tinggi dan memiliki tenaga kerja yang sedikit.

Hasil penelitian secara parsial membuktikan bahwa tidak semua variabel independen berpengaruh terhadap *stock return*.

#### **Pengaruh *Operating Leverage* terhadap *Stock Return***

Analisa data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *operating leverage* berpengaruh terhadap *stock return*. *Operating leverage* berpengaruh terhadap *stock return* karena perusahaan yang menggunkan dana dengan beban tetap dikatakan menghasilkan leverage yang menguntungkan atau efek yang positif pendapatan yang diterima dari penggunaan dana yang bersangkutan. Sehingga akan meningkatkan kepercayaan investor untuk menanamkan modal pada perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Tabari (2010) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap *stock return*.

#### **Pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Stock Return***

Analisa data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *financial leverage* tidak berpengaruh terhadap *stock return*. Tidak berpengaruhnya *financial leverage* terhadap *stock return* dikarenakan investor DFL yang lebih tinggi menunjukkan bahwa penggunaan hutang dalam modal perusahaan sangat fluktuatif, *Financial leverage* yang terlalu tinggi juga tidak memberikan dampak yang cukup baik bagi tingkat keuntungan yang diperoleh investor dikarenakan adanya kemungkinan perusahaan mengalami gagal bayar atas utang-utangnya. Sehingga hal tersebut cenderung dipandang oleh investor sebagai suatu risiko yang dapat mengancam investasinya. Sehingga investor cenderung akan mengalihkan ke sektor yang lain, hal ini akan menurunkan permintaan saham teradap perusahaan tersebut, sehingga harga saham akan cenderung turun. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Korteweg (2004) yang menyatakan bahwa *Financial leverage* berpengaruh terhadap *stock return*.

#### **IV. KESIMPULAN**

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengevaluasi pengaruh *operating leverage* dan

*financial leverage* terhadap *stock return* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel yang digunakan 11 perusahaan dalam industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2011 sampai dengan 2015. Secara simultan *operating leverage* dan *financial leverage* tidak berpengaruh pada *stock return* di perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011 sampai 2015. Hal ini karena *leverage* yang terlalu tinggi tidak memberikan dampak yang cukup baik bagi tingkat keuntungan yang diperoleh investor dikarenakan adanya kemungkinan perusahaan mengalami gagal bayar atas utang-utangnya. Sehingga hal tersebut cenderung dipandang oleh investor sebagai suatu risiko yang dapat mengancam investasinya. Secara parsial *operating leverage* berpengaruh terhadap *stock return*. Sedangkan *financial leverage* tidak berpengaruh pada *stock return*. Perusahaan yang memiliki *operating leverage* tinggi akan dipertahankan oleh investor sehingga laba tetap bisa tumbuh.

#### **REFERENSI**

- Al-Sakran, SA. 2001. "Leverage Determinants in the Absence of Corporate Tax System: The Case of Non-Financial Publicly Traded Corporations in Saudi Arabia". *Accounting journal*. Vol 9. No 1, hal 57-69.
- Bambang, Sudiyatno. 2010. "Pengaruh Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Perusahaan Sebagai Variabel Intervening. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*". *Jurnal Managemen*, Vol 2. No 1, hal 19-21.
- Brealey, R.A. dan Stewart, C.M. 2006. *Corporate Finance*, New York:Mc. Graw Hill
- Brigham, Eugene F. dan Houtson, Joel F. 2006 *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi kesepuluh. Buku Satu. Jakarta: Penerbit Erlangga
- Darmadji, T dan Fakhruddin, H.M. 2006. *Pasar Modal Di Indonesia*. Edisi 2. Jakarta: Penerbit Erlangga Empat
- Firani, Mira 2007. " Analisis Pengaruh *Financial Leverage* Terhadap pada Emiten *Earning Per Share* Sektor Infrastruktur di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Ekonomi*. Vol 15. No 2, hal 23-25.
- Fitru, VN. 2010. "Pengaruh *financial leverage* dan *total asset turnover* terhadap *earning per share* pada bank yang listing di BEI periode 2006-2009". Indonesia. *Jurnal keuangan*. Vol 6. No 6, hal 12-15.

- Halim, Abdul. 2007. *Manajemen Keuangan Bisnis*. Malang: Ghalia Indonesia
- Horne, James C. 2002. *Financial Managemen and Policy*. Edisi Keduabelas. New Jersey: Prentice Hall
- Horne, James C. Van and John, M. Wachowiecz. 2005. *Fundamental of Financial Management*, Jakarta: Salemba Empat
- Ismanu, S. 2008. “ Analisis *Leverage* dan Pengaruh *Leverage* Terhadap EPS Pada Perusahaan Go Publik Di Indonesia”. *Jurnal Bisnis dan Teknologi*, Vol 16. No 1, hal 57-69.
- Jones, Charles P. 2004. *Investment Analisis and Management*. Edisi Kesembilan. Danvers: WILEY
- Malhotra, Naresh. 2009. *Riset Pemasaran Pendekatan Terapan*. Jakarta: PT. Indeks
- Martono dan Harjito. 2008. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BEPF
- Medeiros, dkk. 2005. “*The Impact of the Degree of Operating Leverage on Stock Returns: An Empirical Study in the Brazilian Market*”. *Management Journal*. Vol 4. No 5, hal 15-18.
- Korteweg, A. 2004. “*Financial Leverage and Expected Stock Returns: Evidence from Pure Exchange Offers*”. *Management Journal*. Vol 4. No 1, hal 18-22.
- Ozgali, Ali. 2009. “*Financial Leverage, Corporate Investment, and Stock Return*”. *Federal Reserve Bank of Boston, Management Journal*. Vol 4. No 1, hal 18-22.
- Riyanto, Bambang. 2008. *Dasar-dasar Pembelajaran Perusahaan*. Yogyakarta: Gadjah Madah
- Robert , dkk. 2011. “*The operating leverage impact on systematic risk within a context of choice An analysis of the US trucking industry*”. *Accounting Journal*. Vol 2. No 3, hal 12-15.
- Sawir, Agnes. 2004. *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama
- Sugiono. 2002. *Metode Penelitian Bisnis*. Cetakan kedua. Bandung: Alfabeta
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi I. Yogyakarta: BPFE
- Tabari, Seyed Hossein. 2011. “*An Empirical Research On Leverage and Stock Returns in Teheran Stock Exchange (TSE)*”. *Jurnal Accounting*, Volume GB88.No 6, hal 19-20.
- Usman, Mohammad. 2001.”*Pengaruh Cyclicalilty, Operating Leverage, Firm Size, dan Financial Leverage Terhadap Business Risk*. *Jurnal Ekonomi*, Vol 2. No 6, hal 7-10.
- Warsono.2003. *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Edisi Ke-3. Malang: Bayumedia Widoatmodjo, Sawidji. 2005. *Cara Sehat Investasi Di Pasar Modal*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.