

658.15
120
2

**ANALISIS PENGARUH KINERJA KEUANGAN
PERUSAHAAN DENGAN ALAT UKUR EVA,
MVA DAN ROA TERHADAP RETURN SAHAM
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BEJ**



TESIS

**Diajukan Kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen
Universitas Diponegoro
Untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Guna Memperoleh
Derajat Sarjana – S2 Magister Manajemen**

Oleh :

IRWANSYAH

C4A099290

**PROGRAM PASCA SARJANA
MAGISTER MANAJEMEN
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2001**

UPT-PUSTAK-UNDIP



Sertifikasi

Saya, Irwansyah yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa Tesis yang saya ajukan adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggung jawaban sepenuhnya berada dipundak saya.

Irwansyah

14 September 2001

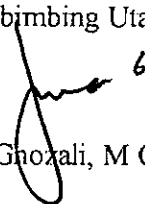
PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul


ANALISIS PENGARUH KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN DENGAN ALAT UKUR EVA, MVA DAN ROA TERHADAP RETURN SAHAM PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BEJ

Yang disusun oleh IRWANSYAH, NIM. C4A099290
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 17 Oktober 2001
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama


Dr. Imam Ghoxali, M Com. Ak.

Pembimbing Anggota


Drs. Anis Chariri, M Com. Ak.

Semarang, 17 Oktober 2001
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Departemen Pendidikan dan Kebudayaan



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

HALAMAN MOTTO

Tiada Hari Tanpa Ilmu

Dengan ilmu seseorang akan tampak tinggi dan bermanfaat bagi orang lain,

Maka tuntutlah ilmu meski usia bertambah

HALAMAN PERSEMBAHAN

Karya Ilmiah ini saya persembahkan kepada :

Kedua orang tua saya ;

Bapak. H. Aziz Welang dan Ibu Hj. Ramlah Aziz,

Kakak saya;

Iwan Setiawan, Dwini Lestariyani

Keponakan saya ;

Alifa Marwah Rahma Ditya

Beserta seluruh keluarga yang saya cintai.

ABSTRACT ✓

The main purpose of this research was: first of all, tries to analyse the effect of financial performance (EVA, MVA, and ROA) on stock returns of manufacturing companies listed in JSX; secondly, it tries to analyse which among those three analysis tools (EVA, MVA, and ROA) that has the greatest effect on stock returns of the sample companies. The sample in this research was 20 manufacturing companies that were listed in JSX. Those 20 companies were the ones that meet certain research requirement. The observation years were between 1996 to 2000. The technique of analysis was employed in this research was multiple linear regression analysis. The analysis was employed only after a preliminary test which ensured that the data did not violate the classical assumption of normality has been conducted. There were four hypothesis in this research, either partially or simultaneously, that will be tested by using t-test (significant at 10 %, 5 % degree of freedom 98 %), and F-test (significant at 10 %, degree of freedom: 98 %).

The result from the first and second research showed that EVA and ROA were not significantly important to the stock return in the partial way in manufacturing companies. The third hypothesis showed that MVA had significant effect on stock return partially, with t-test 10 % and 5 %, df 98 %, was 2,205 with cost significant 0.030. The fourth hypothesis simultaneously that EVA, MVA, and ROA had influenced stock return, with F-test 10 %, df 98 % was 2.338, the value of cost significantly 0.078.

The main factors that cause this insignificancy can be categorised as external factors. They may range from the dollar rate fluctuations since 1997, the resignation of President Soeharto in 1998, ethnic conflicts that erupted throughout 1998 – 2000, monetary crisis, company debt restructurisation.

ABSTRAKSI

Tujuan utama penelitian ini adalah; yang pertama untuk menganalisis pengaruh kinerja keuangan perusahaan manufaktur (EVA, MVA dan ROA) terhadap return saham di BEJ; yang kedua untuk menganalisis kinerja keuangan manufaktur (EVA, MVA dan ROA) yang paling dominan terhadap return saham di BEJ. Sampel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini ada 20 perusahaan manufaktur di BEJ yang telah ditentukan syarat-syaratnya, dalam tahun pengamatan 1996 – 2000. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda dengan terlebih dahulu melakukan uji asumsi klasik normalitas data. Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini ada empat baik secara parsial maupun secara simultan, dengan menggunakan uji hipotesis t (dengan taraf signifikansi 10 %, 5 % dan 98 %), F dengan taraf signifikansi 10 %, dan 98 %.

Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa EVA dan ROA tidak berpengaruh secara signifikan terhadap return saham secara parsial pada perusahaan manufaktur. Hipotesis yang ketiga menunjukkan MVA berpengaruh secara signifikan terhadap return saham secara parsial, dengan t hitung 10 % dan 5 %, dan 98 %, adalah 2,205 dengan signifikansi hitung 0.030. Hipotesis yang keempat secara simultan menunjukkan EVA, MVA, dan ROA berpengaruh terhadap return saham, dengan F hitung 10 %, dan 98 % adalah 2,338, nilai signifikansi hitung 0.078.

Faktor utama penyebab ketidak signifikanan hipotesis pertama dan kedua secara parsial dalam penelitian adalah faktor eksternal yaitu adanya fluktuasi kurs Dollar terhadap rupiah pada tahun 1997, transisi kekuasaan tahun 1998, konflik etnik 1998 sampai 2000, krisis moneter sejak 1997 serta restrukturisasi.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Allah Swt. Karena berkat rachmat dan karunia-Nya pada akhirnya penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Penulis menyadari hanya berkat kemurahan hati-Nyalah sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.

Seperti kita ketahui investor dalam melakukan investasi saham tentunya akan memilih perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian return yang maksimal. Perusahaan yang demikian dianggap sebagai perusahaan yang memiliki kinerja yang baik. Untuk mengukur kinerja perusahaan pada umumnya menggunakan analisis rasio profitabilitas. Dalam metoda tradisional kita mengenal ROA atau Return On Asset. Penelitian yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996) berkesimpulan bahwa ROA lebih berpengaruh secara signifikan terhadap Return Saham.namun dalam perkembangannya ROA memiliki kelemahan yaitu mengabaikan biaya modal.

Untuk mengatasi kelemahan ini maka dikembangkan alat analisis EVA dan MVA oleh konsultan Stern dan Steward. Kemudian pada tahun 1996 Lehn dan Makhija meneliti tentang pengaruh alat analisis EVA, MVA dan ROA terhadap return saham dimana mereka berkesimpulan EVA lebih berpengaruh terhadap return saham. Berdasarkan penelitian di atas maka peneliti ingin menganalisis pengaruh kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan alat analisis EVA, MVA dan ROA terhadap return saham di BEJ.

Diharapkan hasil penelitian ini dapat bermanfaat bagi investor untuk pengambilan keputusan investasi saham di Indonesia, sedangkan bagi pihak perusahaan diharapkan dapat menentukan alat ukur dalam menilai kinerja sehingga tujuan untuk memakmurkan pemegang saham dapat dimaksimalkan.

Dalam melakukan penelitian ini peneliti mendapat bantuan dari berbagai pihak oleh karena itu dalam kesempatan ini penulis mengucapkan terimakasih kepada :

1. Dr. Imam Ghozali, M. Com, Akt, selaku dosen pembimbing utama dalam penyusunan tesis ini.
2. Drs. Anis Chariri, M. Com, Akt, selaku dosen pembimbing anggota dalam penyusunan tesis ini.
3. Kedua orang tua saya Bapak H. Azis Welang dan Ibu Hj. Ramlah Azis yang telah mendorong penyusunan tesis ini.
4. Beserta seluruh pihak-pihak yang telah turut membantu kelancaran penyusunan tesis ini.

Akhir kata penulis mengharapkan semoga karya ilmiah yang sederhana ini bermanfaat-bagi kita semua. Kiranya Allah Swt. Semakin melimpahkan rahmat-Nya terhadap mereka yang turut berperan dalam penyusunan tesis ini.

Semarang, 14 September 2001

Hormat penulis,

(Irwansyah)

DAFTAR ISI

| | |
|--|------|
| HALAMAN JUDUL | i |
| LEMBAR SERTIFIKASI | ii |
| HALAMAN PENGESAHAN TESIS | iii |
| HALAMAN MOTTO | iv |
| HALAMAN PERSEMBAHAN | v |
| ABSTRACT | vi |
| ABSTRAKSI | vii |
| KATA PENGANTAR | viii |
| DAFTAR ISI | x |
| DAFTAR TABEL | xiv |
| DAFTAR GAMBAR | xv |
| DAFTAR LAMPIRAN | xvi |
| BAB I PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1. Latar Belakang Masalah | 1 |
| 1.2. Perumusan Masalah | 7 |
| 1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian | 8 |
| BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL | 9 |
| 2.1. Return Saham | 9 |
| 2.2. Kinerja Perusahaan | 11 |
| 2.3. Return On Assets (ROA) | 13 |
| 2.4. Ekonomi Value Added (EVA) | 14 |

| | | |
|----------------|---|-----------|
| | 2.5. Cost of Capital (Biaya Modal) | 17 |
| | 2.6. Market Value Added (MVA) | 21 |
| | 2.7. Hubungan EVA dengan Residual Income | 22 |
| | 2.8. Pengaruh EVA terhadap Return Saham | 23 |
| | 2.9. Pengaruh MVA terhadap Return Saham | 24 |
| | 2.10. Pengaruh ROA terhadap Return Saham | 25 |
| | 2.11. Penelitian Terdahulu | 26 |
| | 2.12. Kerangka Pemikiran Teoritis Pengaruh EVA, MVA, dan ROA terhadap Return Saham | 29 |
| | 2.13. Definisi Operasional Variabel | 30 |
| BAB III | METODE PENELITIAN | 34 |
| | 3.1. Jenis Penelitian | 34 |
| | 3.2. Populasi dan Sampel | 34 |
| | 3.2.1. Populasi Penelitian..... | 34 |
| | 3.2.2. Sampel Penelitian | 34 |
| | 3.3. Jenis dan Sumber Data | 35 |
| | 3.4. Metode Pengumpulan Data | 35 |
| | 3.5. Teknik Analisis | 36 |
| | 3.5.1. Teknik Analisis Data | 36 |
| | 3.5.2. Uji Asumsi Klasik | 36 |
| | 3.5.2.1. Uji Multikolonieritas | 37 |
| | 3.5.2.2. Uji Autokorelasi | 38 |
| | 3.5.2.3. Uji Heteroskedastisitas | 39 |

| | |
|---|-----------|
| 3.5.2.4. Uji Normalitas | 40 |
| 3.5.2.5. Uji Linearitas | 41 |
| 3.5.3. Pengujian Hipotesis | 42 |
| BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN..... | 44 |
| 4.1. Gambaran Populasi Penelitian..... | 44 |
| 4.2. Perusahaan-perusahaan Sampel Penelitian | 45 |
| 4.3. Data-data Pendukung..... | 49 |
| 4.4. Data Statistik Perusahaan Sampel | 51 |
| 4.4.1. ROA Perusahaan..... | 51 |
| 4.4.2. EVA Perusahaan | 52 |
| 4.4.3. MVA Perusahaan..... | 53 |
| 4.4.4. Return Saham | 54 |
| 4.4.5. Pengukuran Variabel Penelitian | 55 |
| 4.4.6. Perumusan Model Regresi Linier Berganda..... | 56 |
| 4.5. Pengujian Asumsi Klasik..... | 57 |
| 4.5.1. Uji Multikolinearitas | 58 |
| 4.5.2. Uji Autokorelasi..... | 59 |
| 4.5.3. Uji Heteroskedastitas | 60 |
| 4.5.4. Uji Normalitas | 61 |
| 4.5.5. Uji Linearitas | 62 |
| 4.6. Pengujian Hipotesis | 63 |
| 4.6.1. Analisis Pengaruh Variabel Kinerja Perusahaan Secara Parsial Terhadap Return Saham..... | 63 |

| | |
|--|-----------|
| 4.6.2. Analisis Pengaruh Variabel Kinerja Perusahaan | |
| Secara Simultan Terhadap Return Saham | 67 |
| 4.7. Pembahasan | 69 |
| BAB V SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN | 73 |
| 5.1. Simpulan | 73 |
| 5.2. Keterbatasan Penelitian | 74 |
| 5.3. Implikasi Kebijakan | 75 |

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

| | |
|---|----|
| Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu | 28 |
| Tabel 2.2. Definisi Operasional Variabel | 33 |
| Tabel 4.1. Perkembangan Perusahaan Manufaktur di BEJ 1996-2000 | 45 |
| Tabel 4.2. Klasifikasi Industri Perusahaan Manufaktur di BEJ | 45 |
| Tabel 4.3. Jumlah Perusahaan Manufaktur Sebagai IPO, Terkena Delisting . | 46 |
| Tabel 4.4. Sampel Penelitian | 48 |
| Tabel 4.5. Laba Bersih, EVA, MVA Positif dan Negatif | 53 |
| Tabel 4.6. Nilai β , Variabel EVARET, MVARET,ROA Terhadap Return Saham | 57 |
| Tabel 4.7a. Tingkat Korelasi antar Variabel Bebas EVARET, MVARET dan ROA..... | 58 |
| Tabel 4.7b. Nilai Toleransi dan VIF, EVARET, MVARET dan ROA | 58 |
| Tabel 4.8. Uji DW Variabel EVARET, MVARET, ROA Terhadap Return Saham | 59 |
| Tabel 4.9. Nilai t Signifikansi Uji Glesjer | 60 |
| Tabel 4.10. Nilai R^2 , R^2 Hitung, X^2 Tabel pada Uji Linearitas | 62 |
| Tabel 4.11. Nilai R^2 , β , t Signifikansi pada Uji Hipotesis EVARET, MVARET, ROA terhadap return saham Kedua | 66 |
| Tabel 4.12. Nilai F hitung, Signifikansi Pada Uji Hipotesis Ke Empat..... | 68 |

DAFTAR GAMBAR

| | |
|--|----|
| Gambar 2.1. Kerangka Teoritis Pengaruh EVA, MVA, dan ROA terhadap Return Saham | 30 |
| Gambar 4.1. Histogram dan Normal P-P Plot Regresi Statistik Variabel EVARET, MVARET dan ROA Terhadap Return Saham | 61 |

DAFTAR LAMPIRAN

1. Perusahaan Manufaktur yang Aktif di BEJ
2. Rata-rata Market Kapitalisasi Perusahaan Sampel Penelitian
- 3a-3c. Data Pendukung Perusahaan Sampel Penelitian
4. Roa Perusahaan Sampel Penelitian tahun 1996 - 2000
- 5a-5b. EVA dan Variabel Pembentuk EVA perusahaan sampel penelitian tahun
1996 - 2000
- 6a-6b. MVA Perusahaan Sampel Penelitian tahun 1996 - 2000
7. Return Saham Perusahaan Sampel Penelitian dari tahun 1996 - 2000
- 8a-8c. Variabel-variabel Penelitian
- 9a. Uji Klasik
- 9b. Uji Hipotesis

BAB I

PENDAHULUAN

1.1.Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan instrumen keuangan penting dalam suatu perekonomian, yang berfungsi memobilisasi dana dari masyarakat ke sektor produktif (perusahaan). Peran intermediasi keuangan dari masyarakat ke unit usaha tersebut dimaksudkan untuk mencapai kemakmuran. *Suta (1988)* menjelaskan pasar modal bermanfaat sebagai sarana untuk meningkatkan efisiensi alokasi sumber dana, penunjang terciptanya perekonomian sehat, meningkatkan penerimaan negara, memperbaiki struktur modal perusahaan, dan mengurangi ketergantungan hutang luar negeri pada sektor swasta.

Kehadiran pasar modal memperbanyak alternatif pilihan perusahaan untuk mendapatkan sumber dana (khususnya dana jangka panjang). Hal ini berarti keputusan pembelanjaan semakin bervariasi, sehingga struktur modal perusahaan dapat dioptimalkan. Sementara itu, bagi investor, pasar modal akan menambah pilihan investasi dan kesempatan untuk mengoptimalkan fungsi utilitas masing-masing investor agar menjadi semakin besar (*Yuliati, et.al., 1996*).

Dengan ketersediaan dana dari pihak luar, memungkinkan "borrower" melakukan investasi tanpa harus menunggu dana dari hasil operasi perusahaan. Dari sisi "lenders" dengan menginvestasikan kelebihan dana yang dimiliki, mereka mengharapkan akan memperoleh imbalan dari penyerahan

dana tersebut (Husnan, 1994). Dalam istilah teknis pasar modal para "lenders" selanjutnya disebut investor dan para "borrowers" disebut dengan emiten.

Sumantoro (1990) menjelaskan tujuan pasar modal dalam perekonomian adalah untuk mempercepat proses perluasan keikutsertaan masyarakat dalam kepemilikan saham, pemerataan pendapatan melalui pemerataan keuntungan perusahaan, dan meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pengalihan dana untuk kegiatan produktif. Untuk mencapai tujuannya maka pasar modal menyelenggarakan fasilitas untuk pemindahan dana dari investor ke emiten. Fasilitas ini berupa lembaga-lembaga yang menunjang aktivitas pasar modal seperti : BAPEPAM, bursa efek, akuntan publik, *underwriter*, dan lain-lain.

Investor dalam upaya untuk meningkatkan tingkat pengembalian atas investasi melakukan tindakan berupa memaksimumkan *expected return* pada berbagai tingkat resiko, atau memindahkan resiko pada berbagai tingkat resiko, atau meminimumkan resiko pada berbagai tingkat *expected return* (Tandelilin, 1991). Tingkat pengembalian yang diharapkan investor merupakan jumlah probabilitas keuntungan pada serangkaian peristiwa yang mungkin terjadi. Untuk keperluan tersebut investor memerlukan alat ukur yang memadai terhadap proyeksi keuntungan perusahaan pada masa mendatang dengan tingkat probabilitas masing-masing.

Dalam memperkirakan tingkat pengembalian (*rate of return*) yang akan didapat, investor terlebih dahulu akan melakukan penilaian terhadap kinerja perusahaan. Pengukuran kinerja berasal dari penentuan secara periodik

tentang aktifitas operasional suatu organisasi, bagian organisasi, dan karyawannya berdasarkan sasaran, standar dan kriteria yang ditetapkan sebelumnya (*Mulyadi, 1995*).

Ukuran umum yang digunakan para investor dalam menilai kinerja perusahaan adalah analisis rasio laporan keuangan. Tingkat pengembalian yang diharapkan atas investasi menggunakan rasio profitabilitas. Indikator yang dapat dijadikan alat ukur menilai kinerja perusahaan adalah *Return On Asset* (ROA). Penelitian *Rousana (1997)* menyebutkan bahwa di Indonesia indikator ROA merupakan pengukuran umum terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini juga didukung oleh *Jogiyanto Hartono, dan Chendrawati (1999)*. Mereka melakukan penelitian tentang pengaruh EVA dan perputaran pada aset (ROA) terhadap pengembalian saham. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah EVA dan ROA, sampel yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar pada LQ-45. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ROA merupakan salah satu alat ukur tampilan yang lebih baik dari EVA.

Pengukuran menggunakan metode akuntansi tradisional tersebut memiliki kelemahan, karena mengabaikan biaya modal atas investasi yang ditanamkan investor. Dengan tidak memperhitungkan biaya modal atas investasi akan mengabaikan kepentingan investor yang telah menanggung resiko dengan menanamkan modalnya. Selain itu, pengukuran kinerja menggunakan kinerja tradisional akan mendorong manajer untuk menghindari investasi pada proyek yang akan berakibat menurunnya pengembalian

investasi, meskipun proyek tersebut menguntungkan dan memiliki resiko yang rendah (*Sartono, 1999*).

Untuk mengatasi kelemahan metode akuntansi tradisional dalam mengukur kinerja perusahaan maka dikembangkanlah metode EVA (*Economic Value Added*). Konsep EVA mulai diperkenalkan pada tahun 1989 oleh konsultan Stern Steward Management Service di Amerika Serikat. Sejak itu, lebih dari 300 perusahaan di dunia mengadopsi konsep EVA tersebut (*Tunggal, 2001*).

Konsep EVA mengkaitkan antara penciptaan nilai (*value creation*) dengan kinerja perusahaan. Penciptaan nilai merupakan kemakmuran yang ditingkatkan untuk pemegang saham melalui peningkatan harga saham dan dividen yang dibayarkan. Perhitungan EVA diperoleh dari selisih antara pengembalian modal (*rate of return capital*) dengan biaya modal (*cost of capital*) serta dikalikan dengan nilai buku ekonomis dari modal (*economic book value of the capital*). Atau secara sederhana, EVA adalah laba bersih dikurangi dengan biaya modal atas ekuitas (*Lee, 1996*).

EVA diharapkan mampu menjadi *quantitatif yardstick*, yaitu sebagai alat ukur yang efektif untuk pencapaian tujuan atau kinerja perusahaan yang diukur. Dengan menggunakan alat ukur kinerja maka akan membantu : (1) mengarahkan dan memotivasi pihak manajemen terhadap kesamaan tindakan dan tujuan, (2) sebagai bagian dari mekanisme kontrol terhadap prestasi yang ditargetkan tercapai, (3) mengidentifikasi seberapa efektif strategi atau

kebijakan dalam perusahaan, (4) bertindak sebagai dasar pemberian *remuneration*, insentif, dan pertimbangan jabatan (Coates, et.al., 1993).

Ukuran kinerja perusahaan menggunakan EVA adalah positif dan negatif. EVA yang positif menandakan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal, sedangkan EVA yang negatif berarti nilai perusahaan berkurang sebagai akibat dari tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut investor

Badicore, et. al., (1997) menyatakan nilai perusahaan terdiri atas dua komponen, yaitu asset fisik dan nilai sekarang bersih peluang investasi saat ini dan masa yang akan datang. Nilai sekarang dari EVA yang diharapkan, disebut MVA (*Market Value Added*) yang merupakan nilai pasar utang dan modal perusahaan dari total modal yang digunakan untuk mendukung nilai tambah. Secara ekuivalen MVA dapat dipandang sebagai *total economic surplus* perusahaan (Grant, 1996).

MVA memberikan persepsi pasar bahwa kinerja manajemen perusahaan memiliki kemampuan dalam menghasilkan keuntungan ekonomis masa mendatang. Kemampuan manajemen tersebut dinilai sebagai tolak ukur kinerja perusahaan yang baik. Persepsi pasar yang demikian akan memberikan dampak positif bagi perusahaan, dimana para investor cenderung akan mempercayai bahwa manajemen mampu meningkatkan nilai pemegang saham (Copeland, et. al., 1994).

Hasil penelitian yang dilakukan Lehn dan Makhija (1996) pada perusahaan di Amerika tentang indikator EVA, MVA, dan ROA dengan

tingkat pengembalian saham, ternyata menunjang digunakannya EVA sebagai ukuran kinerja perusahaan. Mereka menemukan bahwa EVA mempunyai hubungan yang signifikan dengan tingkat pengembalian saham.

Meskipun EVA mulai banyak diminati sebagai alat ukur untuk menilai kinerja perusahaan dalam menentukan return saham, namun masih ada investor yang memanfaatkan ROA sebagai ukuran akuntansi tradisional untuk mendapatkan rata-rata tingkat pengembalian saham (*Dodd dan Chen, 1996*).

Berdasarkan pada penemuan dari peneliti tersebut di atas maka dapat disimpulkan terdapat ketidakkonsistenan diantara para peneliti tersebut, untuk itu penulis ingin menganalisa bagaimana sebenarnya keterkaitan ketiga kinerja keuangan tersebut (EVA, MVA dan ROA) terhadap return saham di Bursa Efek Jakarta.

Seperti kita ketahui pasar modal yang paling berpengaruh di Indonesia adalah Bursa Efek Jakarta (BEJ). Jika dibanding dengan seluruh emiten yang listing, emiten dari perusahaan-perusahaan manufaktur merupakan jumlah yang terbesar di BEJ. Berdasarkan data dari JSX statistik tahun 2000 jumlah emiten -perusahaan manufaktur sebanyak 139 perusahaan atau 47% dari jumlah seluruh perusahaan yang *listing* di BEJ. Dengan jumlah besar tersebut perusahaan-perusahaan manufaktur memiliki pengaruh yang sangat signifikan terhadap dinamika perdagangan saham di BEJ.

Untuk itu guna mengetahui pengaruh kinerja perusahaan-perusahaan manufaktur terhadap return saham di BEJ, maka perlu dilakukan penelitian dengan judul **“ANALISIS PENGARUH KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN DENGAN ALAT UKUR EVA, MVA DAN ROA TERHADAP RETURN SAHAM PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BEJ”**.

1.2. Perumusan Masalah

Sesuai dengan latar belakang di atas, motif yang mendasari investor melakukan investasi saham di pasar modal adalah mendapatkan return saham yang tinggi dengan resiko yang rendah. Investor sebelum melakukan investasi terlebih menilai prestasi perusahaan. Prestasi perusahaan dapat dinilai dari kinerja keuangan perusahaan tersebut.

Dalam menilai prestasi kinerja keuangan perusahaan selama ini dikenal dengan metode akuntansi tradisional, yaitu salah satunya menggunakan indikator ROA. Penilaian kinerja keuangan dengan menggunakan ROA ini mempunyai kelemahan, terutama mengabaikan biaya modal atas investasi. Untuk mengatasi kelemahan ini maka dikembangkan metode EVA dan MVA.

Namun demikian dalam perkembangannya belum dapat diketahui metode kinerja keuangan manakah yang paling signifikan terhadap return saham di BEJ. Untuk itu permasalahan yang akan muncul meliputi dua pertanyaan, yaitu :

1. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara kinerja keuangan (EVA, MVA dan ROA) terhadap return saham secara parsial.
2. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara kinerja keuangan (EVA, MVA dan ROA) terhadap return saham secara simultan.

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan yang diharapkan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis pengaruh kinerja keuangan perusahaan manufaktur (EVA, MVA, dan ROA) terhadap return saham di BEJ.
2. Untuk menganalisis kinerja keuangan perusahaan manufaktur (EVA, MVA, ROA) yang paling dominan terhadap return saham di BEJ.

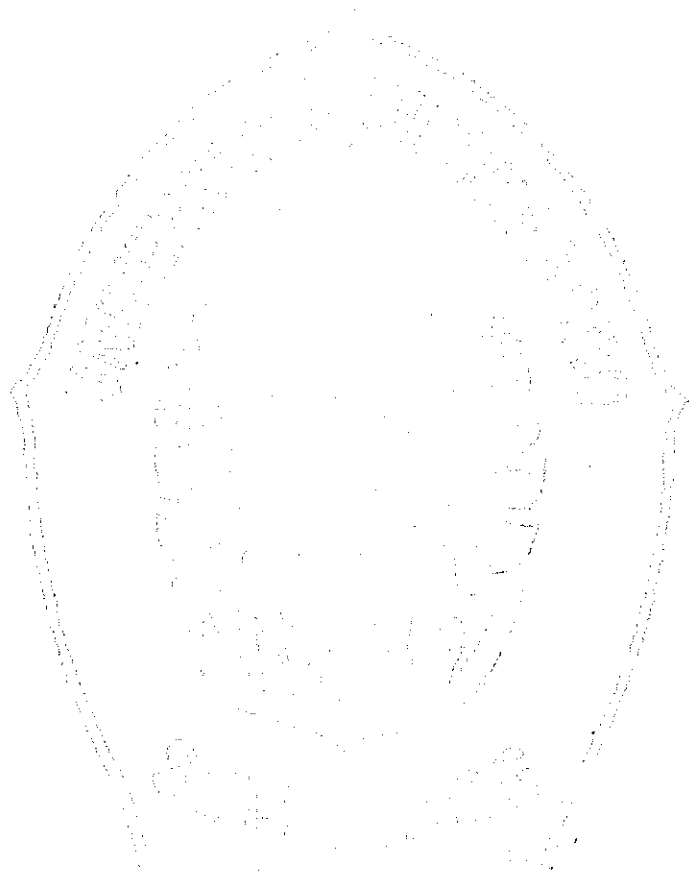
Manfaat dari penelitian ini adalah :

1. Bagi pihak perusahaan

Perusahaan dapat menentukan alat ukur dalam menilai kinerja, sehingga tujuan untuk memaksimalkan pemegang saham dapat dimaksimalkan..

2. Bagi investor

Penelitian ini bermanfaat sebagai bahan masukan kepada investor dalam mempertimbangan pengambilan keputusan investasi saham.



UNIVERSITÀ DI PERUGIA

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1. Return Saham

Return saham merupakan hasil yang diperoleh dari investasi saham. Return saham diperoleh dari selisih kenaikan (*capital gains*) atau selisih penurunan (*capital loss*) selama periode tertentu. Hartono (1998) membagi jenis return menjadi dua macam, yaitu return realisasi dan return ekspektasi. Return realisasi (*realized return*) merupakan return yang telah terjadi. Return realisasi dihitung berdasarkan data historis. Return realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. Return historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan return ekspektasi dan resiko di masa datang.

Beberapa pengukuran return realisasi yang banyak digunakan adalah return total, relatif return, kumulatif return, return realisasi individual dan return yang disesuaikan. Sedangkan rata-rata dari return dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika atau rata-rata geometrik. Untuk menentukan return realisasi individual menggunakan rumus (Jogiyanto Hartono, 1999) :

$$R_{it} = \frac{P_{i+t} - P_{it}}{P_{it}}$$

Dimana :

$P_{(i+t)}$: Harga saham i pada akhir periode t

P_{it} : Harga saham i pada awal periode t

R_i : Tingkat keuntungan dari saham i

Return ekspektasi (*expected return*) merupakan return yang diharapkan akan diperoleh investor dimasa mendatang. Berbeda dengan return realisasi yang sifatnya sudah terjadi, return ekspektasi sifatnya belum terjadi. Return ekspektasi dapat dihitung dengan perkalian masing-masing hasil masa depan (*outcome*) dengan probabilitas terjadinya dan menjumlah semua produk perkalian tersebut. Secara matematis, return ekspektasi dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$E(R) = \sum_{i=1}^n (R_i \cdot p_i)$$

Dimana :

$E(R)$ = tingkat pengembalian yang diharapkan atas saham i

R_i = hasil masa depan ke i,

p_i = probabilitas hasil masa depan ke i,

n = jumlah dari masa depan

Pengukuran return saham diatas menggunakan model rata-rata tertimbang atas tingkat pengembalian yang diharapkan. *Haugen (1993)* menegaskan pengukuran return saham yang lebih mendekati kenyataan menggunakan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Model ini pertama kali dimunculkan oleh *Sharpe (1964)*, yang kemudian dikembangkan lebih lanjut oleh *Elintner (1965)* dan *Mossin (1966)*. Metode CAPM dinyatakan dalam bentuk persamaan keseimbangan umum, yang dirumuskan sebagai berikut :

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \{E(R_m) - R_f\}$$

Dimana :

$E(R_i)$ = tingkat keuntungan saham i

R_f = tingkat pengembalian bebas resiko, umumnya menggunakan Sertifikat Bank Indonesia.

R_m = tingkat keuntungan yang diharapkan pada pasar modal

β_i = tingkat resiko dari saham i

2.2. Kinerja Perusahaan

Kinerja diartikan sebagai hasil dari usaha seseorang yang dicapai dengan adanya kemampuan dan perbuatan dalam situasi tertentu. Kinerja menjadi ukuran prestasi yang dicapai dalam menjalankan tugas, disesuaikan dengan tingkat kemampuan yang dapat dilakukan. Dengan demikian pengertian kinerja adalah keterkaitan antara usaha, kemampuan dan persepsi tugas (Byars, 1983).

Kinerja perusahaan merupakan suatu tampilan perusahaan dalam periode tertentu. Penilaian kinerja perusahaan adalah penentuan secara periodik efektifitas operasional suatu organisasi, bagan organisasi, karyawan berdasarkan sasaran, standar, dan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya (Mulyadi, 1997).

Kinerja perusahaan dapat diukur dari laporan keuangan yang dikeluarkan secara periodik. Laporan keuangan berupa neraca, rugi laba, arus kas, dan perubahan modal yang secara bersama-sama memberikan suatu gambaran tentang posisi keuangan perusahaan. Informasi yang terkandung

dalam laporan keuangan digunakan investor untuk memperoleh perkiraan tentang laba dan dividen dimasa mendatang, dan resiko atas penilaian tersebut (*Weston dan Brigham, 1993*). Dengan demikian pengukuran kinerja perusahaan dari laporan keuangan dapat digunakan sebagai alat ukur pertumbuhan kekayaan pemegang saham (investor).

Informasi keuangan yang dibutuhkan para pemegang saham berupa informasi kuantitatif, dan informasi kualitatif berupa uraian manajemen tentang gambaran masa depan perusahaan. Informasi keuangan bersumber dari pihak internal perusahaan (manajemen) dan pihak eksternal. Informasi keuangan internal merupakan data akuntansi perusahaan yang dapat berupa penjualan, profit, profit margin, pendapatan operasi, total aktiva, dan lain-lain. Sedangkan informasi keuangan dari pihak eksternal berupa hasil kajian dari para analis dan konsultan keuangan yang dipublikasikan.

Pengukuran kinerja perusahaan yang umum digunakan adalah pengukuran terhadap tingkat likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan aktivitas (*Gitman dan Joehnk, 1996*). Likuiditas mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendek. Solvabilitas untuk mengukur kemampuan perusahaan membayar hutang bila perusahaan dilikuidasi atau dibubarkan. Profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Dan aktivitas dimaksudkan mengukur kemampuan perusahaan dalam menggunakan dana.

Sesuai dengan kepentingan para investor terhadap pertumbuhan nilai investasi, maka pengukuran kinerja perusahaan yang relevan adalah

pengukuran profitabilitas. Indikator yang dapat digunakan untuk melakukan pengukuran profitabilitas adalah ROA, EVA, dan MVA.

2.3. Return On Assets (ROA)

ROA adalah rasio antara keuntungan bersih setelah pajak terhadap jumlah assets secara keseluruhan, atau ukuran untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian dari asset perusahaan (*Widayanto, 1993*). ROA mencoba mengukur efektifitas perusahaan dalam memanfaatkan seluruh sumber dana, yang sering pula disebut dengan hasil pengembalian atas investasi (*return on investement, ROI*).

Dari pengertian tersebut, ROA merupakan alat untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan mengelola total aset setelah disesuaikan dengan biaya untuk mendapatkan aset tersebut. Deviden dalam penghitungan ROA merupakan biaya pendanaan saham yang tidak diperhitungkan, dan biaya bunga setelah pajak ditambahkan pada laba (*Copeland dan Weston, 1992*).

- Perhitungan ROA dirumuskan sebagai berikut

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba bersih} + \text{Bunga} (1 - T)}{\text{Total aktiva}}$$

Penambahan laba bersih dengan bunga merupakan penyesuaian terhadap perhitungan *earning* yang menunjukkan berapa *earning* sesungguhnya, dengan anggapan bahwa aktiva semata-mata diperoleh dari penjualan saham. Dengan adanya penyesuaian ini maka ROA dapat

dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai jumlah hutang dengan komposisi yang berbeda (*Garriso dan Norman, 1998*).

ROA sebagai alat ukur akuntansi tradisional memiliki kelemahan utama, yaitu tidak menggunakan biaya modal. Kelemahan ini berdampak tidak ketahui apakah perusahaan telah menciptakan nilai atau tidak.

2.4. Economic Value Added (EVA)

Dasar teoritis dari konsep nilai tambah ekonomis disajikan dalam kertas akademis yang dipublikasikan oleh dua ekonom finansial, yaitu Merton H. Miller dan Franco Modigliani, yang memenangkan hadiah Nobel dalam bidang ekonomi. Mereka berargumentasi bahwa laba ekonomis (*economic income*) merupakan sumber penciptaan (*value creation*) di perusahaan, dan tingkat kembalian (*rate of return/cost of capital*) berdasarkan tingkat resiko yang diasumsikan oleh investor (*Tunggal, 2001*).

Stern (2001) menjelaskan konsep EVA dipopulerkan oleh *G. Bennet Stewart, III*, Managing Partner dari Stern Steward & Co dalam bukunya "*The Quest for Value*" tahun 1991, dan buku terbaru berjudul "*The EVA Challenge Implementing Value Added Change in An Organization*" diterbitkan tahun 2001. Sejak konsep EVA dikenalkan pertama kali tahun 1989, lebih 300 perusahaan di dunia yang mengadopsi disiplin tersebut, antara lain : Coca Cola, Quarter Oats, Boise Cascade, Briggs & Stratton, Lafarage, Siemens, Tate & Lyle, Teleccom New Zealand, Telstra, Monsato, SPX, Herman Miller, JC Penney, dan US Portal Service (*Tunggal, 2001*).

EVA adalah salah satu alat ukur menilai kinerja keuangan perusahaan. EVA mengukur perbedaan antara laba pada suatu modal perusahaan dan biaya modal. Konsep EVA dapat berdiri sendiri tanpa memerlukan analisis perbandingan dengan perusahaan sejenis ataupun membuat kecenderungan trend. Pada pengukuran EVA apabila $EVA > 0$ maka disebut terjadi proses nilai tambah pada perusahaan, $EVA = 0$ menunjukkan posisi impas perusahaan, dan $EVA < 0$ menunjukkan tidak terjadinya nilai tambah perusahaan (Widayanto, 1993). EVA positif menunjukkan bahwa nilai tambah telah dibuat untuk pemegang saham, sedangkan EVA negatif menunjukkan hancurnya tingkat harga (Young, 1997).

Stern (Utama, 1997) menjelaskan untuk melakukan penghitungan dalam EVA, diperlukan beberapa penyesuaian terhadap laba operasi setelah pajak yang disusun menurut Standar Akuntansi Keuangan (SAK). Penyesuaian ini perlu dilakukan untuk menghilangkan distorsi yang ditimbulkan SAK, dengan menambahkan cadangan ekuitas ekuivalen (*equity equivalen reserves*) terhadap modal, serta menambahkan beban periodik dari cadangan tersebut ke laba operasi setelah pajak.

Data yang diperlukan untuk menghitung EVA menggunakan laporan rugi laba (*income statement*) dan neraca (*balanced sheet*). Adapun perhitungan EVA dinyatakan dengan rumus pada halaman berikut ini:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times \text{Capital})$$

Dimana :

$$NOPAT = \text{laba bersih operasi dikurangi pajak}$$

WACC = biaya modal rata-rata tertimbang

Capital = hutang jangka panjang ditambah modal saham

Perhitungan EVA dapat disederhanakan dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$EVA = (r - c) \times \text{Capital}$$

Dimana :

$$r = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Capital}}$$

$$c = \text{WACC}$$

Jika dari persamaan tersebut didapat EVA positif maka berarti tingkat pengembalian yang dihasilkan perusahaan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang diminta investor atas investasi yang dilakukannya. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal, dan konsisten dengan tujuan memaksimalkan. Sebaliknya EVA yang negatif menandakan nilai perusahaan berkurang sebagai akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut investor.

EVA sangat bermanfaat dalam menilai kinerja perusahaan. EVA memfokus penilaian kinerja perusahaan pada penciptaan nilai perusahaan. Perhatian manajemen sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal, sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.

Kelemahan terpenting alat ukur tradisional adalah tidak memasukan unsur biaya modal ekuitas. Dalam konsep EVA kelemahan tersebut diatasi dengan mengeluarkan biaya modal (*cost capital*) dari laba operasi setelah pajak (*operating profit after tax*). Dengan menggunakan EVA biaya modal tidak terabaikan, sehingga dapat diketahui apakah perusahaan telah menciptakan nilai atau tidak.

2.5. Cost of Capital (Biaya Modal)

Setiap perusahaan selalu membutuhkan dana untuk membiayai operasi perusahaan, yang bisa dipenuhi dari pemilik modal berupa modal sendiri maupun dari pinjaman dari pihak lain berupa hutang. Dana tersebut mempunyai biaya modal yang harus ditanggung perusahaan.

Biaya modal merupakan semua biaya yang secara riil dikeluarkan oleh perusahaan dalam rangka mendapatkan sumber dana. Biaya yang dikeluarkan ini bisa bersifat eksplisit seperti biaya bunga, maupun bersifat implisit yakni biaya yang dikeluarkan pada masa yang akan datang seperti pelunasan obligasi yang dikeluarkan pada saat jatuh tempo.

Weston dan Brigham (1995) menjelaskan biaya modal adalah tingkat hasil yang harus dicapai sehingga nilai perusahaan dan harga pasar saham perusahaan tidak turun. Sumber modal utama yang ditanamkan akan menentukan besarnya biaya modal. Dengan biaya modal ini akan ditentukan dasar untuk memilih rencana investasi yang akan dilakukan.

Dengan demikian konsep biaya modal menggambarkan suatu tingkat keuntungan yang harus dicapai perusahaan dalam beroperasi. Usaha untuk mencapai tingkat keuntungan tersebut menunjukkan bahwa perusahaan tidak terlepas dari kepentingan (harapan) investor. Hubungan ini mengindikasikan bahwa konsep modal didasarkan pada tujuan utama perusahaan yaitu memaksimalkan pemegang saham.

Biaya modal terdiri dari penjumlahan biaya-biaya modal individual, yang meliputi :

1. Biaya hutang (*cost of debt*)

Biaya hutang adalah biaya yang ditanggung perusahaan karena menggunakan sumber dana yang berasal dari pinjaman. Perhitungan biaya hutang dapat didasarkan pada metode *before tax basis* dan *after tax basis*. Bila return (NOPAT) dihitung dengan berdasar pada after tax basis, maka biaya hutang harus juga dihitung dengan dasar yang sama (*Alwi, 1993*).

Perhitungan biaya hutang setelah pajak diperoleh dengan melakukan tax adjustment yaitu mengalikan biaya hutang dengan faktor (1-T).

$$Kd = \frac{\text{Biaya bunga}}{\text{Hutang Jk Panjang}} \times (1 - T)$$

2. Biaya modal saham Preferen (*cost preferred stock*)

Saham preferen adalah surat bukti kepemilikan saham yang memberikan penghasilan tetap berupa deviden yang besarnya telah ditentukan prosentasenya terhadap harga sahamnya. Saham ini sering disebut modal saham semi hutang, karena mengharuskan perusahaan

memberikan penghasilan tetap, yaitu deviden dalam jumlah tetap walaupun perusahaan merugi.

Deviden untuk saham preferen dibayar terlebih dahulu sebelum deviden saham biasa dibagikan. Biaya modal saham preferen dihitung dengan cara membagi deviden saham preferen dengan harga pasar saham preferen saat ini. (Alwi, 1993)

Biaya modal saham preferen dirumuskan sebagai berikut:

$$K_p = \frac{D}{P}$$

Dimana :

K_p = Biaya modal saham preferen

D = Deviden yang dibayarkan tiap tahun

P = Penerimaan bersih atas penerbitan saham preferen

3. Biaya modal sendiri (*cost of equity*)

Saham biasa merupakan surat bukti kepemilikan perusahaan oleh pemegang saham biasa dan tidak mempunyai hak istimewa pada saham preferen. Dalam menghitung biaya modal sendiri digunakan model CAPM (Sharpe, 1964).

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \{E(R_m) - R_f\}$$

Dimana :

$E(R_i)$ = tingkat keuntungan saham i

R_f = tingkat pengembalian bebas resiko, umumnya menggunakan Sertifikat Bank Indonesia.

R_m = tingkat keuntungan yang diharapkan pada pasar modal

β_i = tingkat resiko dari saham i

Tingkat return yang diharapkan oleh para pemegang saham seperti yang telah diuraikan di atas, bagi emiten merupakan biaya modal saham. Oleh karena itu biaya modal saham dilambangkan dengan notasi K_e , maka $E(R_i)$ dalam persamaan CAPM dianalogikan sama dengan K_e .

4. Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC)

Biaya modal rata-rata tertimbang adalah tingkat biaya penggunaan modal perusahaan secara keseluruhan meliputi biaya hutang, saham preferen dan modal sendiri. Perhitungan WACC melibatkan proporsi modal masing-masing sumber dana terhadap total dana. Estimasi WACC merupakan jumlah dari seluruh biaya modal individual atas perkalian proporsi dana dengan biaya modal individual.

Dengan demikian untuk mencari biaya modal rata-rata tertimbang dengan memakai persamaan sebagai berikut :

$$WACC = K_d.W_d + K_p.W_p + K_e.W_e$$

Dimana :

WACC = Biaya modal rata-rata tertimbang

K_d = Biaya hutang

W_d = Proporsi hutang terhadap total modal

K_p = Biaya modal saham preferen

W_p = Proporsi modal saham preferen terhadap total modal

K_e = Biaya modal saham sendiri

W_e = Proporsi modal saham sendiri terhadap total modal

2.6. Market Value Added (MVA)

Market Value Added (MVA) merupakan selisih antara nilai pasar modal sendiri (*market value of equity*) dengan jumlah modal yang ditanamkan (*invested capital*) oleh investor ke dalam perusahaan. Nilai pasar modal sendiri merupakan nilai kapitalisasi pasar atas saham yang diterbitkan (*outstanding stock*) oleh perusahaan. Jumlah modal ditanamkan ke dalam perusahaan merupakan nilai buku atas modal sendiri (*book value of equity*).

MVA secara ekuivalen dipandang sebagai “total economic surplus perusahaan” (Grant, 1996). MVA juga merupakan nilai sekarang dari EVA pada masa mendatang yang dihasilkan oleh kinerja manajemen. Oleh karena itu adalah tugas manajemen untuk menciptakan nilai tambah.

Secara konseptual MVA digambarkan dengan formulasi :

$$MVA = \text{Market of equity} - \text{Equity capital Supplied}$$

Namun MVA secara teknis dapat diperoleh dengan cara mengalikan selisih antara harga pasar per lembar saham (*stock price per share*) dan nilai buku per lembar saham (*book value per share*) dengan jumlah saham yang

dikeluarkan (*outstanding share*). Nilai buku per lembar saham didapat dari total equity dengan jumlah saham beredar. Formulasi teknis MVA adalah :

$$MVA = (Stock\ Price - BV\ per\ share) \times Outstanding\ shares$$

Pengukuran MVA sebagai indikator kinerja perusahaan, akan lebih memiliki arti, jika dilihat pertumbuhan MVA antar tahun. Adanya perbandingan akan diketahui peningkatan kinerja manajemen perusahaan antar tahun, sehingga harapan para investor terhadap pertumbuhan investasinya menjadi lebih besar (*Young, 1994*).

Dapat dikatakan pula, MVA merupakan persepsi pasar (para investor) terhadap kemampuan manajemen. Investor menganggap manajemen memiliki kemampuan untuk mengoptimalkan aset yang mereka tanamkan. Kemampuan manajemen tergambar dari MVA sebagai EVA yang diproyeksikan pada masa mendatang. Dengan demikian harapan investor terhadap tingkat pengembalian menjadi lebih besar.

2.7. Hubungan EVA dengan Residual Income

Laba residu merupakan selisih antara laba operasi dan pengembalian yang diisyaratkan oleh aktiva operasi perusahaan. Dengan menggunakan laba residu seorang manajer dapat mengetahui proyek apapun yang menghasilkan pengembalian diatas tingkat minimal (*Hongren, 1997*). Laba residu didapat dari laba operasi dikurangi dengan perkalian antara tingkat pengembalian dengan aktiva operasi, atau dengan rumus :

$$\text{Laba residu} = \text{laba operasi} - (\text{tingkat pengembalian} \times \text{aktiva operasi})$$

Dapat dikatakan laba residual identik dengan EVA, yang kedua nya menggunakan selisih tingkat pengembalian (laba operasi) dengan biaya modal (tingkat pengembalian dikalikan aktiva operasi). Dengan memperhitungkan biaya modal merupakan keunggulan kedua model tersebut dibandingkan dengan alat ukur akuntansi tradisional lainnya.

2.8. Pengaruh EVA Terhadap Return Saham

Perhatian utama perusahaan yang menggunakan EVA sebagai alat ukur kinerjanya adalah penentuan tentang struktur modal. EVA secara eksplisit memperhitungkan biaya modal atas ekuitas, dan mengakui besarnya resiko yang dihadapi pemilik ekuitas, dimana tingkat biaya modal atas ekuitas lebih tinggi daripada tingkat biaya modal atas hutang (*Young, 1994*).

Cara pandang demikian akan mengeliminir anggapan bahwa dana ekuitas yang diperoleh dari pasar modal adalah dana murah, yang tidak perlu dikompensasikan dengan tingkat pengembalian yang tinggi. Penggunaan EVA menuntut perusahaan harus berhati-hati dalam menentukan kebijaksanaan struktur modalnya. Dengan demikian perusahaan harus dapat mengidentifikasi kegiatan atau proyek yang memberikan pengembalian lebih tinggi daripada biaya modal.

Penilaian kinerja dengan menggunakan EVA menyebabkan perhatian manajemen sesuai dengan kepentingan pemilik saham. Dengan menggunakan

EVA seorang manager akan berpikir dan bertindak seperti halnya seorang pemilik saham, yaitu memaksimalkan tingkat pengembalian saham dan meminimumkan tingkat biaya modal.

Perusahaan bertanggung jawab terhadap optimalisasi aset yang ditanamkan investor, dengan harapan akan menciptakan pertumbuhan nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa perusahaan akan meningkatkan nilai pemegang saham (*shareholder value*) melalui modal yang ditanamkannya. Dengan demikian harapan investor terhadap *expected return* saham akan meningkat pula (*Lee, 1996*).

Jadi dapat dikatakan adanya penciptaan nilai (EVA positif) maka diharapkan tingkat pengembalian saham akan meningkat. Sebaliknya jika perusahaan tidak berhasil menciptakan nilai (EVA negatif) maka tingkat pengembalian saham akan menurun.

2.9. Pengaruh MVA Terhadap Return saham

MVA secara konseptual merupakan nilai sekarang (*present value*) terhadap proyeksi EVA masa mendatang. Untuk mendapatkan nilai EVA masa datang maka dibuat peramalan terhadap kinerja keuangan perusahaan masa mendatang. Nilai sekarang dari serangkaian EVA masa depan merupakan akumulasi nilai EVA yang didiskontokan dengan suku bunga diskonto pada periode yang bersesuaian (*Grant, 1996*).

Mengingat EVA merupakan laba ekonomis atas operasi perusahaan, maka nilai proyeksi EVA juga merupakan proyeksi terhadap profitabilitas

ekonomis atas kinerja manajemen. Dengan demikian maka tingginya nilai MVA oleh investor dipersepsikan sebagai tingginya kemampuan manajemen dalam mencetak EVA masa datang. Dan rendahnya nilai MVA merupakan indikasi lemahnya kemampuan manajemen dalam mencetak EVA di masa mendatang.

Presepsi investor terhadap kinerja manajemen secara tidak langsung akan berpengaruh pada persepsi investor terhadap harga saham. Hal ini akan berarti pula akan berpengaruh pada *expected return* suatu saham. Persepsi investor terhadap MVA positif bahwa pada masa mendatang tingkat return saham akan meningkat. Sebaliknya jika MVA negatif maka persepsi investor terhadap kemampuan pada masa mendatang akan menurun (*Young, 1994*).

2.10. Pengaruh ROA Terhadap Return saham

ROA adalah salah satu indikator kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Investor pada umumnya menggunakan ROA untuk mengestimasi tingkat pengembalian saham yang akan dibeli (*Dodd dan Chen, 1996*). ROA yang tinggi diidentifikasi sebagai tingginya tingkat profitabilitas perusahaan. Dengan semakin tinggi ROA maka return yang diharapkan oleh investor akan menjadi semakin besar. Oleh sebab itu diharapkan ROA memiliki hubungan yang positif dengan return saham (*Jogiyanto Hartono, 1999*).

ROA merupakan bagian analisis fundamental berupa pengukuran kinerja perusahaan masa lalu dan kemudian diproyeksikan pada masa depan.

Investor dalam memakai analisis fundamental akan memilih saham yang mempunyai performa yang kuat dengan melakukan analisis terhadap kondisi perusahaan dimasa sekarang dan akan datang. Nilai inilah yang diestimasi oleh para investor sebagai harapan mendapatkan tingkat keuntungan dari investasi saham (*Francis, 1998*).

ROA sebagai alat ukur akuntansi tradisional dalam menilai kinerja perusahaan yang mengabaikan biaya modal (*Sidharta, 1997*). Hal ini akan berdampak pada kesulitan para investor untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah menciptakan nilai atau tidak. Efektifitas ROA menilai kinerja tersebut akan perusahaan menyulitkan para investor dalam mengestimasi pengembalian return saham.

2.11. Penelitian Terdahulu

Penelitian EVA di Indonesia telah beberapa kali dilakukan. *Rousana (1997)* yang melakukan penelitian tentang hubungan EVA dan MVA terhadap return saham. Hasil dari penelitiannya menyimpulkan bahwa EVA belum banyak digunakan oleh para investor (asing maupun domestik), sebagai alat menganalisis kinerja suatu perusahaan. Dalam penelitian ini sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang ada di BEJ periode 1990-1993. Selain itu disimpulkan bahwa korelasi antara EVA dengan MVA tidak menunjukkan korelasi yang signifikan terhadap return saham.

Dewanto (1998) kembali menguji pengaruh EVA terhadap harga saham. Sampel yang dijadikan obyek penelitian adalah perusahaan-

perusahaan yang terdaftar di BEJ tahun 1994 – 1996. Dalam analisisnya ia mengkorelasi EVA terhadap MVA dan EVA terhadap proporsi hutang/modal secara langsung. Hasil dari penelitian sama dengan penelitian yang dilakukan Rousana, yaitu tidak hubungan yang signifikan antara EVA dan MVA terhadap return saham.

Sartono (1999) juga melakukan penelitian tentang hubungan EVA dan MVA terhadap abnormal return. Ia menguji apakah peningkatan atau penurunan harga saham di pasar modal bisa dihubungkan secara langsung dan sejalan dengan peningkatan EVA. Kemudian ia menguji apakah proporsi saham biasa dan hutang dalam struktur berpengaruh dalam peningkatan EVA. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah EVA, MVA, abnormal return, proporsi hutang dan proporsi modal sendiri.

Sampel yang dijadikan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang mengeluarkan laporan keuangan pada tahun 1994 sampai 1997. Laporan keuangan yang digunakan adalah laporan keuangan dipublikasikan baik lewat koran maupun laporan keuangan yang diserahkan kepada BAPEPAM atau BEJ. Hasil penelitian ini menunjukkan tidak ada hubungan yang signifikan antara EVA dan MVA terhadap return saham, sehingga dapat dikatakan ekspektasi return para pemegang saham terhadap tingkat pertumbuhan EVA di masa mendatang tidak sama dengan EVA di masa sekarang.

Berbeda dengan beberapa penelitian diatas *Hartono dan Chendrawati (1999)* melakukan penelitian tentang pengaruh EVA dan

perputaran pada aset (ROA) terhadap pengembalian saham. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah EVA dan ROA, sampel yang digunakan adalah purposive sampling 45 saham yang terdaftar dalam LQ-45 yang dipublikasikan pada 13 Juli 1994. Kriteria sampelnya adalah perusahaan yang mempunyai nilai pasar terbaik dengan tingkat likuiditas tertinggi. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ROA merupakan salah satu alat ukur tampilan yang lebih baik dari EVA. Hasil ini konsisten dengan studi dari *Dodd dan Chen (1996)*, yaitu ROA mempunyai hubungan lebih dekat dari EVA terhadap return saham.

Berikut ini disajikan tabel penelitian yang pernah dilakukan tentang EVA, MVA, dan ROA:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

| Nama Peneliti | Tahun | Variabel | Sampel | Hasil |
|-------------------------|-------|------------------------------|---|---|
| Lehn dan Makhija | 1996 | EVA, ROA & Return Saham | 241 perusahaan pada bursa saham di Amerika tahun 1987 sampai 1993 | EVA lebih signifikan terhadap return sa-ham daripada ROA |
| Dodd & Chen | 1996 | EVA, ROA & ROE, return saham | 566 perusahaan pada bursa saham di Amerika | ROA lebih signifikan terhadap return sa-ham daripada EVA |
| Rousana | 1997 | EVA & MVA return saham | 30 perusahaan terbuka di BEJ tahun 1989 sampai 1993 | Tidak ada korelasi yang signifikan antara EVA & MVA terhadap return saham |
| Dewanto | 1998 | EVA & MVA return saham | Perusahaan yang ada di BEJ tahun 1994-1996 | Tidak ada korelasi yang signifikan antara EVA & MVA terhadap return saham |
| Sartono | 1999 | EVA, MVA & Abnormal Return | 63 perusahaan tercatat di BEJ tahun 1994-1997 | Tidak ada hubungan yang signifikan antara EVA dan MVA terhadap abnormal return. |
| Hartono dan Chendrawati | 1999 | EVA, ROA & Return Saham | 45 perusahaan yang terdaftar sebagai LQ-45 tahun 1994 | ROA lebih signifikan terhadap return saham daripada EVA |

Sumber : Data yang diolah

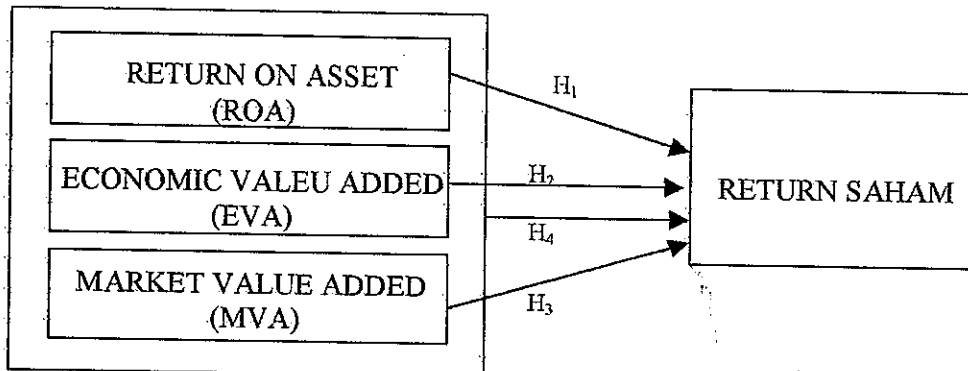
2.12. Kerangka Pemikiran Teoritis Pengaruh EVA, MVA dan ROA Terhadap Return Saham

Investor dalam melakukan investasi saham akan memilih perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian return yang maksimal tinggi (Sutca, 1988). Perusahaan demikian dianggap sebagai perusahaan yang memiliki kinerja yang bagus. Untuk mengukur kinerja perusahaan umumnya menggunakan analisis rasio profitabilitas. Pada metode akuntansi tradisional indikator profitabilitas dapat menggunakan ROA. Namun dalam perkembangannya dapat pula menggunakan indikator EVA dan MVA.

Penelitian yang dilakukan oleh Lhen dan Makija (1996) menunjukkan EVA lebih berpengaruh secara signifikan terhadap return saham, hal ini kontraproduktif dengan penemuan yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996) mereka berkesimpulan ROA sebagai alat analisis kinerja tradisional lebih berpengaruh terhadap return saham. Adanya perbedaan penelitian ini mendorong penulis untuk menganalisis kaitan ketiga kinerja keuangan perusahaan tersebut terhadap return saham.

Dengan menggunakan ketiga variabel tersebut, para investor akan dapat menilai kinerja perusahaan guna memperkirakan tingkat pengembalian atas investasi yang ditanamkan. Sementara bagi perusahaan dapat mengetahui seberapa besar kinerja yang telah dihasilkan, sehingga tujuan untuk memakmurkan pemegang saham dapat tercapai. Selanjutnya akan diketahui alat ukur mana yang mempunyai pengaruh paling signifikan terhadap return saham. Adapun kerangka teoritis ini dapat dilihat pada gambar 2.1, berikut ini :

Gambar 2.1
Kerangka Teoritis Pengaruh EVA, MVA dan ROA
Terhadap Return Saham



Berdasarkan kerangka pemikiran teoritis diatas maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

- H1 terdapat pengaruh yang signifikan antara Return On Asset (ROA) terhadap return saham
- H2 terdapat pengaruh yang signifikan antara Economic Value Added (EVA) terhadap return saham
- H3 terdapat pengaruh yang signifikan antara Market Value Added (MVA) terhadap return saham
- H4 terdapat pengaruh yang signifikan secara simultan antara EVA, MVA, ROA terhadap return saham

2.13. Definisi Operasional Variabel

1. Variabel independen

a. EVA

Perhitungan EVA menggunakan rumus :

$$EVA = NOPAT - (WACC \times \text{Capital}).$$

Variabel-variabel pembentuk EVA meliputi :

1. NOPAT

Penghitungan NOPAT dengan rumus :

$$NOPAT = \text{Laba sebelum pajak dan bunga} - \text{beban pajak}$$

2. Biaya Modal Tertimbang (WACC)

Untuk menghitung WACC pada penelitian ini menggunakan rumus :

$$WACC = [(W_e \times k_E) + (W_d \times k_D)]$$

3. Capital

Capital dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Capital} = \text{Hutang} + \text{Modal}$$

4. Struktur Modal

Untuk menghitung proporsi modal hutang digunakan rumus:

$$W_d = \frac{\text{Hutang jangka panjang}}{\text{Capital}} \times 100\%$$

Sedangkan untuk menghitung modal sendiri dengan rumus :

$$W_e = \frac{\text{Modal sendiri}}{\text{Capital}} \times 100\%$$

5. Biaya Hutang (K_d)

Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$K_d = \frac{\text{Biaya bunga}}{\text{Hutang Jangka Panjang}} \times (1 - T)$$

6. Biaya Modal Saham (kE)

Biaya modal saham dalam penelitian ini menggunakan pendekatan CAPM. Rumus biaya modal saham dinyatakan sebagai berikut :

$$kE = R_f + \beta_i \{E(R_m) - R_f\}$$

b. ROA

ROA adalah rasio menilai seberapa tingkat pengembalian dari aset yang dimiliki. ROA dihitung dengan menggunakan rumus :

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih} + \text{Bunga} (1 - T)}{\text{Total aktiva}}$$

c. MVA

Penghitungan MVA dirumuskan sebagai berikut :

$$MVA = (\text{Stock Price} - \text{BV per share}) \times \text{Outstanding shares}$$

2. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah tingkat pengembalian saham (return saham). Pada penelitian ini return saham dihitung menggunakan return saham individual atas dasar realisasi secara bulanan, dengan rumus :

$$R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{it}}{P_{it}}$$

Secara garis besar definisi operasional variabel digambarkan pada tabel 2.2 berikut ini :

TABEL 2.2
DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL

| Variabel Dependent | Definisi | Pengukuran | Skala |
|-----------------------------|---|---|--------------|
| Return saham | Return saham merupakan hasil yang diperoleh dari investasi saham | $R_{it} = \frac{P_{i+t} - P_{it}}{P_{it}}$ | Rasio |
| Variabel Independent | | | |
| EVA | EVA adalah salah satu alat ukur untuk menilai kinerja keuangan perusahaan yaitu dengan mengukur perbedaan antara laba pada suatu modal perusahaan dan biaya modal | NOPAT – (WACC x Capital) | Rasio |
| MVA | MVA merupakan selisih antara nilai pasar modal sendiri dengan jumlah modal yang ditanamkan oleh investor | (Stock Price - BV per share) x Outstanding shares | Rasio |
| ROA | ROA merupakan rasio antara keuntungan bersih setelah pajak terhadap jumlah aset perusahaan secara keseluruhan | $\frac{\text{Laba bersih} + \text{Bunga} \cdot (1 - T)}{\text{Total aktiva}}$ | Rasio |

Sumber : Data yang diolah

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif, dengan melakukan studi empiris pada Bursa Efek Jakarta (BEJ).

3.2. Populasi dan Sampel

3.2.1. Populasi Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Perusahaan-perusahaan manufaktur merupakan kelompok emiten terbesar dari seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ dengan jumlah populasi perusahaan manufaktur 139 perusahaan. Sebagai contoh tahun 2000 hampir 50% emiten yang listing di BEJ berasal perusahaan-perusahaan manufaktur. Populasi perusahaan manufaktur terbagi menjadi 3 sektor yaitu *basic industry and chemical*, *miscellaneous industry*, dan *consumer good industri*.

3.2.2 Sampel Penelitian

Sampel yang diambil untuk keperluan penelitian ini menggunakan metode purposive sampling dari seluruh populasi yang ada. Jumlah sampel yang digunakan adalah 20 perusahaan manufaktur dengan jumlah sampel data 100 (observasi), dengan tahun pengamatan antara tahun 1996 sampai tahun 2000. Kualifikasi sampel yang diambil dengan kriteria sebagai berikut :

1. Tercatat sebagai emiten aktif sejak 1996 sampai 2000 secara terus menerus (bukan IPO dan tidak terkena delisting).
2. Mengeluarkan laporan keuangan setiap tahun, dengan dasar periode tahun kalender yang berakhir tanggal 31 Desember.
3. Didalam laporan keuangan tercantum beban bunga.

Dengan menggunakan beberapa kriteria diatas diharapkan akan diperoleh perusahaan dengan EVA, MVA dan ROA yang bernilai positif maupun negatif secara berimbang, sehingga dapat diamati dampaknya terhadap return saham.

3.3. Jenis dan Sumber data

Jenis data yang digunakan yaitu data sekunder, yaitu data yang sumbernya diperoleh dari Capital Market Directory, JSX Statistik, literatur, jurnal, koran, dan sebagainya. Data yang digunakan meliputi:

- a. Data perkembangan saham periode tahun 1996 sampai 2000.
- b. Data Indeks Saham Gabungan (IHSG) dari tahun 1996 sampai 2000.
- c. Laporan keuangan tahunan periode 1996 sampai 2000 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ.
- d. Data Tingkat Suku Bunga SBI Bulanan dari tahun 1996 sampai 2000.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Teknik pengambilan data dilakukan dengan metode :

1. Metode dokumenter, yaitu dengan cara pengumpulan data-data yang berkaitan dengan EVA, MVA, ROA, dan Return saham.

2. Studi pustaka, yaitu dengan mempelajari dan memperdalam literatur yang berhubungan dengan penelitian ini.

3.5. Teknik Analisis

3.5.1. Teknik Analisis Data

Analisa data untuk pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi. Model statistik yang digunakan untuk menganalisis EVA, MVA dan ROA terhadap return saham adalah regresi berganda, yang dinyatakan dalam persamaan sebagai berikut :

$$Y = \alpha + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + e$$

Dimana :

Y = Return saham

α = Konstanta

x_1 = EVA

x_2 = MVA

x_3 = ROA

b_1 ---- b_3 = Koefisien regresi

e = Kesalahan random

3.5.2. Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengujian hipotesis dengan uji t dan uji F terlebih dahulu akan dilakukan uji klasik berganda yaitu:

3.5.2.1. Uji Multikolonieritas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah variabel model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas. Jika variabel saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel *ortogonal* adalah variabel bebas yang nilai korelasi antar sesama variabel bebas sama dengan nol.

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolonieritas di dalam model regresi dalam penelitian ini menggunakan (1) nilai *tolerance* dan lawannya (2) *variance inflation factor* (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas menjadi variabel terikat dan diregres terhadap variabel bebas lainnya.

Tolerance mengukur variabilitas variabel bebas yang dipilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena $VIF = 1/tolerance$) dan menunjukkan adanya kolonieritas yang tinggi. Nilai *cut off* yang umum dipakai adalah nilai *tolerance* 0.10 atau sama dengan nilai VIF di atas 10 setiap peneliti harus menentukan tingkat kolonieritas yang masih dapat dia tolong. Sebagai misal nilai *tolerance* 0.10 sama dengan tingkat multikolonieritas 0.95. Walaupun multikolonieritas dapat dideteksi dengan nilai *tolerance* dan VIF, tetapi kita masih tetap tidak mengetahui variabel-variabel bebas mana sajakah yang saling berkorelasi. (Imam Ghozali, 2001).

3.5.2.2. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu atau time series karena “gangguan” pada seseorang individu/kelompok cenderung mempengaruhi “gangguan” pada individu/kelompok yang sama pada periode berikutnya.

Pada data *crosssection* (silang waktu), masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena “gangguan” pada observasi yang berbeda berasal dari individu/kelompok yang berbeda. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Uji autokorelasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah : *Uji Durbin-Watson (DW test)*

- Uji Durbin-Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (*first order autocorrelation*) dan mensyaratkan adanya *intercept* (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel ladi di antara variabel bebas. Hipotesis yang akan digunakan adalah :

H_0 : tidak ada autokorelasi ($\rho = 0$)

H_A : ada autokorelasi ($\rho \neq 0$)

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi :

1. Bila nilai DW terletak antara batas atas atau *upper bound* (du) dan $(4 - du)$, maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.
2. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau *lowwer bound* (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol, berarti ada autokorelasi positif.
3. Bila nilai DW lebih besar daripada $(4 - dl)$, maka koefisien autokorelasi lebih kecil daripada nol, berarti ada autokorelasi negatif.
4. Bila nilai DW terletak di antara atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW terletak antara $(4 - du)$ dan $4 - dl$, maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

3.5.2.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Kebanyakan data *crosssection* mengandung situasi Heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang, dan besar).

Uji heterokedastisitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji Glesjer. *Glesjer* mengusulkan meregres nilai *absolut residual* terhadap variabel bebas (*Gujarati, 1995*) dengan persamaan regresi sebagai berikut :

$$|U_t| = \alpha + \beta X_t + v_i$$

Jika variabel bebas signifikan secara statistik mempengaruhi variabel terikat, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas. Dan jika tidak variabel bebas yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel terikat nilai Absolut U_t ($AbsU_t$), dimana probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5% maka disimpulkan model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

3.5.2.4. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Pengujian normalitas dalam penelitian ini menggunakan *analisis grafik*

Analisis grafik merupakan salah satu cara termudah untuk melihat normalitas, yaitu melihat histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Namun demikian dengan hanya melihat histogram hal ini bisa menyesatkan khususnya untuk jumlah sampel yang kecil.

Untuk menghasil yang lebih handal selain menggunakan histogram adalah dengan melihat *normal probability plot*, yang memebandingkan distribusi kumulatif sesungguhnya dengan distribusi kumuatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan plotting data akan dibandingkan garis diagonal. Jika distribusi data adalah normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya.

Pada prinsipnya normalitas dapat diteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya. Adapun dasar yang dijadikan pengambilan keputusan adalah:

- a. Jika data menyebar disekitar garis normal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- b. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak menunjukkan pola distribusi normalitas, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

3.5.2.5.Uji Linearitas

Uji digunakan untuk melihat apakah spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau tidak. Apakah fungsi yang digunakan dalam suatu studi empiris sebaiknya berbentuk linear kuadrat atau kubik. Dalam penelitian ini metode uji linearitas menggunakan *uji lagrange multiplier*.

Uji ini merupakan uji alternatif dari ramsey test dan dikembangkan oleh Engle tahun 1982. Estimasi dengan uji ini bertujuan untuk mendapatkan nilai χ^2 hitung atau $(n \times R^2)$, yang kemudian dibandingkan dengan χ^2 tabel. χ^2 hitung didapat dengan melakukan perkalian R^2 dengan jumlah n observasi, sedangkan χ^2 didapat dari degree of freedom (df) dan tingkat signifikansi 0.05. Jika χ^2 hitung $>$ χ^2 tabel maka hipotesis yang menyatakan model linear ditolak, begitupun sebaliknya.

3.5.3. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan dua uji yaitu uji t dan uji F, yaitu :

1. Pengujian terhadap koefisien parsial menggunakan uji t sig 10 % dengan $df = 98\%$
 - Jika $t_{hitung} > t_{tabel}$, maka variabel bebas (independen) berpengaruh signifikan terhadap terhadap variabel terkait (dependen).
 - Jika $t_{hitung} < t_{tabel}$, maka variabel bebas (independen) tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap variabel terkait (dependen)
2. Pengujian terhadap koefisien regresi simultan dengan uji F sig 10 % dengan $df = 98\%$
 - Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$, maka seluruh variabel bebas (independen) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel terkait.

- Jika $F_{hitung} < F_{tabel}$, maka seluruh variabel bebas (independen) secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel terkait.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Populasi Penelitian

Populasi perusahaan-perusahaan manufaktur merupakan kelompok emiten terbesar dari seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ. Dimana selama lima tahun terakhir dari tahun 1996 sampai tahun 2000 perusahaan-perusahaan manufaktur mendominasi jumlah emiten yang listing di BEJ. Pada tahun 1996 emiten yang listing di BEJ berjumlah sebanyak 256 sementara emiten manufaktur berjumlah 130, tahun 1997 emiten yang listing di BEJ berjumlah sebanyak 283 sementara emiten manufaktur berjumlah 133, tahun 1998 emiten yang listing di BEJ berjumlah sebanyak 291 sementara emiten manufaktur berjumlah 136, tahun 1999 emiten yang listing di BEJ berjumlah sebanyak 298 sementara emiten manufaktur berjumlah 139, dan tahun 2000 emiten yang listing di BEJ berjumlah sebanyak 297 sementara emiten manufaktur berjumlah 139.

Dapat dikatakan selama 5 tahun terakhir sejak tahun 1996 sampai tahun 2000 hampir 50% perusahaan yang listing di BEJ adalah emiten manufaktur, bahkan tahun 1996 lebih terdapat 51% adalah emiten manufaktur. Selain itu selama 5 tahun tersebut jumlah emiten manufaktur selalu bertambah, kecuali pada tahun 2000 yang jumlahnya sama dengan tahun 1999.

Untuk memperoleh gambaran lebih jelas mengenai perkembangan perusahaan manufaktur dari tahun 1996 sampai tahun 2000 lihat tabel 4.1. berikut ini :

Tabel 4.1.
Perkembangan Perusahaan Manufaktur Di BEJ
Dari Tahun 1996 Sampai Tahun 2000

| Keterangan | Tahun | | | | |
|------------------------------|-------|------|------|------|------|
| | 2000 | 1999 | 1998 | 1997 | 1996 |
| Jumlah Emiten Di BEJ | 297 | 298 | 291 | 283 | 256 |
| Jumlah Emiten Manufaktur | 139 | 139 | 136 | 133 | 130 |
| Prosentase Emiten Manufaktur | 47% | 47% | 47% | 47% | 51% |

Sumber : JSX Stastistik Bursa Efek Jakarta tahun 1996 sampai 2000, dan diolah

Emiten manufaktur terbagi menjadi 3 klasifikasi industri besar yaitu *basic industry and chemical*, *miscellaneous industry*, dan *consumer good industri*. Dari 3 klasifikasi industri tersebut kemudian dibagi menjadi lagi beberapa sub industri. Lebih jelas lihat tabel 4.2 berikut ini :

Tabel 4.2
Klasifikasi Industri Perusahaan Manufaktur Di BEJ

| Basic industry and chemical | Miscellaneous industry | Consumer good industry |
|-------------------------------|----------------------------------|----------------------------|
| 1. Cement | 1. Machinery and heavy equipment | 1. Food and beverages |
| 2. Ceramics, glass, porcelain | 2. Automotive and component | 2. Tobacco manufactures |
| 3. Chemical | 3. Textile, Garment | 3. Pharmaceuticals |
| 4. Plastics and packaging | 4. Footwear | 4. Cosmetics and household |
| 5. Animal feed | 5. Cable | 5. Houseware |
| 6. Wood industries | 6. Electronics | 6. Others |
| 7. Pulp and paper | 7. Others | |
| 8. Others | | |

Sumber : JSX Stastistik Bursa Efek Jakarta tahun 2000

4.2. Perusahaan-Perusahaan Sampel Penelitian

Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian adalah 20 perusahaan manufaktur, yang diambil dengan metode purposive sampling. 20 perusahaan tersebut telah memenuhi kualifikasi sampling adalah sebagai berikut :

1. Tercatat sebagai emiten aktif sejak tahun 1996 sampai tahun 2000.

Emiten aktif yang dimaksudkan disini adalah emiten yang tidak termasuk IPO (*initial public offering*) atau emiten pendatang baru dan emiten tidak terkena delisting. Pengertian IPO adalah emiten yang pertama kali melakukan perdagangan saham pada tahun pengamatan, sedangkan delisting adalah perusahaan yang dikeluarkan dari daftar perusahaan yang *listing* di BEJ selama tahun pengamatan.

Berdasarkan JSX Statistik pada tahun 2000 tercatat 6 emiten sebagai IPO dan 2 emiten yang terkena delisting. Pada tahun 1999 tercatat 1 emiten sebagai IPO dan 4 emiten terkena delisting. Sedangkan tahun 1998 tercatat 2 emiten tercatat sebagai IPO dan tidak ada perusahaan yang terkena delisting. Untuk tahun 1997 tercatat 8 emiten sebagai IPO dan 1 emiten terkena delisting. kemudian, tahun 1996 tercatat 9 emiten IPO dan 1 emiten yang terkena delisting. Lebih jelas lihat tabel 4.3 berikut ini :

Tabel 4.3.
Jumlah Perusahaan Manufaktur Sebagai IPO dan Terkena Delisting
Tahun 1996 sampai 2000

| Tahun | IPO | Delisting |
|---------------|------------|------------------|
| 2000 | 6 | 2 |
| 1999 | 1 | 4 |
| 1998 | 2 | 0 |
| 1997 | 8 | 1 |
| 1996 | 9 | 1 |
| Jumlah | 26 | 8 |

Sumber : Data yang diolah

Dari tabel tersebut dapat diketahui jumlah emiten yang melakukan IPO terbanyak adalah pada tahun 1996 dengan 9 perusahaan, sedangkan IPO terkecil pada tahun 1999 sebanyak 1 perusahaan. Untuk emiten yang terkena delisting terbanyak tahun 1999 dengan 4 perusahaan, dan yang terkecil tahun 1998 dengan tidak ada perusahaan yang terkena delisting.

Dengan demikian dapat dikatakan total perusahaan yang memenuhi kriteria ini berjumlah 105 perusahaan ($139 - (26+8)$), atau emiten yang konsisten aktif melakukan perdagangan saham di BEJ dari 1996 sampai 2000. Lebih jelas tersebut 105 emiten yang aktif tersebut dapat dilihat pada lampiran 1.

2. Mengeluarkan laporan keuangan setiap tahun, dengan dasar periode tahun kalender yang berakhir tanggal 31 Desember.

Pada kriteria kedua ini dari 105 emiten aktif akan di seleksi perusahaan mana saja yang mengeluarkan laporan keuangan setiap tahun. Melalui perbandingan pada Capital Market Directory tahun 1996 sampai 2000 dari 105 emiten aktif tersebut semuanya telah menerbitkan laporan keuangan. Hal ini sejalan dengan persyaratan yang ada di BEJ bahwa emiten aktif (listing) merupakan perusahaan yang telah menyerahkan laporan keuangan pada BEJ, yang kemudian dipublikasikan melalui Capital Market Directory.

3. Didalam laporan keuangan tercantum beban bunga.

Pemilihan sampel dengan kriteria ini didasari untuk memudahkan dalam perhitungan variabel penelitian. Beban bunga

terkait dalam perhitungan variabel pemebentuk EVA dan ROA Namun hampir dapat dipastikan jika perusahaan membutuhkan tambahan modal maka perusahaan tersebut akan memiliki hutang jangka panjang, dan berarti pula memiliki beban bunga.

Dengan kriteria-kriteria seperti yang telah dikemukakan maka dipilih 20 perusahaan manufaktur sebagai sampel. Adapun perusahaan-perusahaan yang terpilih menjadi sampel penelitian disajikan pada tabel 4.4 berikut ini :

Tabel 4.4
Sampel Penelitian

| No | Stock | KODE | Klasifikasi Industri |
|----|-------------------------|------|-------------------------------|
| 1 | Aqua Golden Mississippi | AQUA | Food and Beverages |
| 2 | Asahimas Flat Glass | AMFG | Ceramics, Glass, Plastics |
| 3 | BAT Indonesia | BATI | Tobacco |
| 4 | Duta Pertiwi Nusantara | DPNS | Chemical |
| 5 | H.M Sampoerna Tbk | HMSP | Tobacco |
| 6 | Indocement Tunggai P. | INTP | Cement |
| 7 | Komatsu Indonesia | KOMI | Machinery and Heavy Equipment |
| 8 | Merck Industrindo | MERK | Pharmaceuticals |
| 9 | Miwon Indonesia | MWON | Food and Beverages |
| 10 | Mulia Industrindo | MLIA | Ceramics, Glass, Plastics |
| 11 | Multi Bintang Indonesia | MLBI | Food and Beverages |
| 12 | Pan Brothers Tex | PBRX | Textile, Garment |
| 13 | Semen Gresik Tbk | SMGR | Cement |
| 14 | Sucaco Tbk | SCCO | Cable |
| 15 | Sumalindo Lestari Jaya | SULI | Wood Industries |
| 16 | Tempo Scan Pacific | TSPC | Pharmaceuticals |
| 17 | Tifico Tbk | TFCO | Textile, Garment |
| 18 | Trafindo Perkasa | TRPK | Electronic |
| 19 | Trias Sentosa Tbk | TRST | Plastics and Packing |
| 20 | Van Der Horst Indonesia | SIMA | Plastics and Packing |

Sumber : JSX Statistik Bursa Efek Jakarta tahun 2000

Dari tabel tersebut dapat ketahui 8 perusahaan merupakan klasifikasi *basic industry and chemical*, yang terdiri dari 2 perusahaan

sub industri cement, 2 perusahaan ceramics, plastics and packing, 2 perusahaan dari sub industri plastics and packing, 1 perusahaan berasal dari sub industri chemical, dan perusahaan lagi dari sub industri wood industries. Kemudian diketahui pula 7 perusahaan merupakan klasifikasi *consumer good industry*, yang terdiri dari 3 perusahaan berasal sub industri food and beverages, 2 perusahaan dari berasal sub industri pharmaceuticals, dan 2 perusahaan berasal dari sub industri tobacco. Selanjutnya perusahaan 5 dari klasifikasi *miscellaneous industry*, yang masing-masing berasal dari 1 perusahaan dari sub industri machinery, 1 perusahaan dari sub industri electronic, 1 perusahaan dari machinery and heavy equipment, dan 2 perusahaan berasal dari sub industri textile and garment.

Selain itu dapat dikatakan pula perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel penelitian bervariasi dari sudut nilai market kapitalisasi di BEJ dari tahun 1996 sampai tahun 2000. Untuk kategori besar seperti perusahaan H M Sampoerna, Semen Gresik, indocement. Kategori menengah seperti perusahaan BAT Indonesia, Asahimas Flat glass, Komatsu Indonesia, dan Sumalindo Lestari. Sedangkan untuk kecil seperti perusahaan Van Der Horst Indonesia, Tifico, dan Trafindo Perkasa. Untuk lebih jelasnya mengenai besarnya nilai kapitalisasi market dapat dilihat pada lampiran 2.

4.3.Data-Data Pendukung

Data-data pendukung ini dimaksudkan akan digunakan untuk mendukung perhitungan variabel penelitian diambil dari laporan keuangan perusahaan sampel. Data yang diambil dari laporan keuangan

meliputi total asset, total modal, total hutang, hutang jangka panjang, jumlah lebar saham beredar, beban bunga, laba sebelum pajak, dan laba bersih. Data yang lain digunakan seperti tingkat suku bunga SBI diambil dari laporan Bank Indonesia, harga saham diambil dari Capital Market Directory BEJ, dan market kapitalisasi dari JSX statistik BEJ.

Dalam pengelolaan data peneliti menemukan beberapa hal yang terkait dengan tingkat akurasi perhitungan variabel penelitian, yaitu :

- a. Ketidakkonsistenan penamaan rekening dan terutama rekening-rekening pembentuk hutang jangka dalam laporan keuangan perusahaan sampel, yang mungkin akan menyebabkan data akan bias. Ada perusahaan yang secara tegas menamakan rekening dengan nama hutang jangka panjang atau kewajiban jangka panjang, namun ada beberapa yang menamakan kewajiban tidak lancar. Ketidakkonsistenan rekening-rekening pembentuk hutang jangka panjang juga banyak dilakukan perusahaan sampel. Ada perusahaan yang menampilkan rekening pembentuk dengan hutang bank dan hutang sewa guna usaha, ada yang menambahkan dengan hutang kepada pihak memiliki hubungan istimewa, kewajiban pajak tangguhan, namun juga ada secara tegas memisahkan hutang jatuh tempo dalam waktu satu tahun.

Untuk memudahkan perhitungan peneliti mengambil *judgment* bahwa kewajiban tidak lancar merupakan kewajiban jangka panjang atau sama dengan hutang jangka panjang. Dengan demikian rekening-rekening

pembentuk hutang jangka atau kewajiban tidak lancar dianggap hutang jangka panjang.

- b. Seluruh data akuntansi tentang biaya bunga yang digunakan dalam laporan keuangan, tidak memisahkan antara biaya bunga jangka pendek dan biaya bunga hutang jangka panjang (karena memang tidak data keuangan yang memisahkan), sehingga memungkinkan data akan bias. Hal ini dipertegas dengan adanya beberapa perusahaan yang biaya bunganya melebihi hutang jangka panjang, bahkan ada perusahaan yang memiliki beban bunga tetapi tidak memiliki hutang jangka panjang.

Lebih jelas mengenai data-data pendukung dapat dilihat pada lampiran 3.

4.4.Data Statistik Perusahaan Sampel

4.4.1. ROA Perusahaan

Data statistik yang digunakan meliputi ROA, EVA, dan MVA perusahaan selama tahun pengamatan penelitian. Dengan menggunakan data pendukung (dalam lampiran 3) maka nilai ROA akan didapatkan. Namun untuk mendapatkan ROA terlebih dahulu dicari nilai penyesuaian terhadap pajak yang kemudian dikalikan dengan bunga dan ditambahkan dengan laba bersih, dan selanjutnya dibagi dengan total aktiva.

Hasil perhitungan mengenai ROA dapat dilihat pada lampiran 4. Dengan pengamatan dari tahun 1996 sampai 2000 didapatkan bahwa perusahaan yang memiliki ROA tertinggi adalah perusahaan Sucaco yaitu sebesar 1.1686 atau 117% pada tahun 2000. Hal ini berarti kemampuan

perusahaan tersebut menghasilkan laba dengan mengelola aset yang dimilikinya adalah sebesar 117%.

Namun sebaliknya perusahaan yang memiliki ROA terendah adalah perusahaan Sucaco yaitu sebesar $-0,5459$ atau -55% pada tahun 1998. Dengan indikator ROA yang demikian sulit bagi perusahaan tersebut untuk merealisasikan laba atas aset yang dikelola. Hal ini tercermin bahwa pada tahun yang sama perusahaan mengalami kerugian sebesar Rp 432.419. juta lebih.

Dengan demikian dapat dikatakan dengan menggunakan indikator yang tanpa memasukan unsur biaya modal, sulit bagi investor untuk mengetahui apakah perusahaan telah menciptakan nilai atau tidak. Sebagai contoh perusahaan Sucaco yang pada tahun 1998 investor akan berasumsi bahwa sulit bagi perusahaan untuk menghasilkan laba, atau akan menurunkan return saham yang mereka miliki, namun pada dua tahun berikutnya perusahaan telah berhasil mendapatkan laba yang sangat besar.

4.4.2. EVA Perusahaan

Untuk mendapatkan nilai EVA terlebih dahulu dihitung variabel-variabel pembentuknya. Hasil penghitungan variabel EVA dapat dilihat pada lampiran 5. Dari hasil perhitungan tersebut dapat diketahui selama tahun 1996 sampai 2000 perusahaan yang memiliki nilai EVA tertinggi adalah perusahaan H.M Sampoerna, dengan nilai EVA Rp 3.381.584 juta pada tahun 2000. Sedangkan perusahaan yang memiliki nilai EVA

terendah adalah perusahaan Mulia Industrindo, dengan nilai EVA Rp – 1.479.789 juta.

4.4.3. MVA Perusahaan

Hasil perhitungan MVA perusahaan sampel pada lampiran 6. MVA merupakan nilai EVA sekarang yang dipresent valuekan. Perusahaan yang memiliki nilai MVA tertinggi adalah perusahaan HM Sampoerna sebesar RP 13.397.880 juta pada tahun 1999. Sedangkan perusahaan yang memiliki nilai MVA terendah adalah perusahaan Semen Gresik sebesar Rp – 699.225 juta lebih pada tahun 1997.

Jika EVA dan MVA dibandingkan dengan nilai laba bersih, maka akan diketahui nilai masing-masing variabel. Berikut ini tabel laba bersih, EVA, dan MVA positif :

Tabel 4.5

Laba bersih, EVA, dan MVA Positif dan Negatif

| Tahun | Laba Bersih | | EVA | | MVA | |
|-------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | Positif | Negatif | Positif | Negatif | Positif | Negatif |
| 1996 | 18 | 2 | 8 | 12 | 15 | 5 |
| 1997 | 11 | 9 | 16 | 4 | 8 | 12 |
| 1998 | 12 | 8 | 3 | 17 | 11 | 9 |
| 1999 | 17 | 3 | 7 | 13 | 16 | 4 |
| 2000 | 13 | 7 | 12 | 8 | 15 | 5 |

Sumber : Data yang diolah

Dari 20 perusahaan tersebut berdasarkan laporan keuangan (per 31 Desember) tahun 1996, 1997, 1998, 1999, dan 2000 perusahaan yang

mencatat laba positif masing-masing berjumlah 18, 11, 12, 17, dan 13 perusahaan. Untuk perusahaan yang memiliki nilai EVA positif untuk tahun 1996, 1997, 1998, 1999, dan 2000 masing-masing berjumlah 8, 16, 3, 7, dan 12 perusahaan. Namun perusahaan dengan nilai MVA positif untuk tahun 1996, 1997, 1998, 1999, dan 2000 masing-masing berjumlah 15, 8, 11, 16, dan 15 perusahaan.

Dari tabel tersebut juga dapat diamati bahwa walaupun perusahaan mencatat laba bersih, hal tersebut tidak secara langsung diikuti dengan nilai EVA dan MVA yang positif pula. Begitu juga terhadap perusahaan yang memiliki nilai EVA positif tidak langsung secara diikuti dengan nilai MVA positif. Hal demikian tergambar dari jumlah keseluruhan EVA dari tahun 1996 sampai dengan tahun 2000, yang berjumlah 46 EVA positif dan 54 EVA negatif sedangkan MVA positif berjumlah 65 dan 35 MVA negatif. Dengan demikian dampak terhadap variabel yang akan diteliti dapat dimatai secara langsung.

4.4.4. Return Saham

Return saham dalam penelitian dihitung atas dasar return realisasi individual (*actual return*). Hasil penghitungan atas return realisasi individual ini dapat dilihat pada lampiran 7. Dari hasil penghitungan diketahui perusahaan yang memiliki return saham tertinggi adalah perusahaan Tempo Scan Pasifik, yaitu sebesar 12,88%. Hal ini wajar

karena harga karena harga awal saham tersebut Rp 425 namun pada akhir meningkat tajam sebesar Rp 5900.

Sementara perusahaan yang memiliki return saham terkecil adalah perusahaan Van Der Horst, yaitu - 91%. Hal ini dikarenakan pada perdagangan awal tahun harga saham tersebut adalah Rp 2400 per lembar namun pada akhir tahun turun menjadi Rp 225.

4.4.5. Pengukuran variabel penelitian

Dari data statistik yang telah diuraikan dapat diketahui bahwa ukuran variabel EVA dan variabel MVA adalah nilai (rupiah), namun variabel ROA dan return saham menggunakan ukuran rasio (persentase). Dalam kondisi tersebut maka tidak memungkinkan EVA dan MVA dapat dipergunakan sebagai prediktor yang layak. Karena kemampuan prediksi bilangan genap dalam jumlah juta atau milyar, akan menjadi lemah dalam memprediksi bilangan pecahan (prosentase) dimana besarnya lebih kecil dari angka 1.

- Dalam permasalahan terjadi perbedaan ukuran antar variabel, umumnya metode statistik merekomendasikan dilakukan transformasi variabel kedalam bentuk logaritma. Namun karena logaritma hanya dapat dilakukan pada angka positif, dan dalam observasi terdapat serangkaian nilai negatif pada variabel EVA dan MVA, maka transformasi logaritma tidak memungkinkan dilakukan.

Untuk keperluan perhitungan statistik dimana setiap variabel konsisten dalam bentuk persentase, maka dalam mengukur pengaruh EVA dan MVA terhadap return saham kemudian dipakai variabel EVA dan MVA. Penyesuaian ini dilakukan dengan cara membagi EVA dan MVA dengan nilai pasar ekuitas atau kapitalisasi pasar.

4.4.6. Perumusan Model Regresi Linier Berganda

Untuk mengetahui pola pengaruh variabel ROA, EVARET dan MVARET terhadap return saham, maka disusun suatu persamaan dasar regresi yang menempatkan return saham sebagai variabel terikat, dan variabel ROA, EVARET, MVARET sebagai variabel bebas.

Dengan demikian maka persamaan regresi berganda dalam penelitian ini dirumuskan dengan model :

$$Y = \alpha + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e$$

Dimana

Y = actual return (AR)

α = konstanta

b = koefisien regresi

X1 = ROA

X2 = EVARET

X3 = MVARET

e = faktor pengganggu

Dengan mengolah variabel penelitian (lampiran 8) kedalam software-SPSS maka diperoleh hasil output tabel 4.6. sebagai berikut:

Tabel 4.6.

Nilai β , Variabel EVARET, MVARET, ROA Terhadap Return Saham

| Variabel | β |
|-------------|---------|
| (Konstanta) | 0.349 |
| ROA | 0.783 |
| EVARET | 0.226 |
| MVARET | 0.264 |

Sumber : lampiran 9(b)

Dengan demikian maka dapat disusun suatu persamaan regresi sebagai berikut :

$$Y = 0,349 + 0,783 \text{ ROA} + 0,226 \text{ EVARET} + 0,264 \text{ MVARET} + e_i$$

4.5.Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum melakukan uji hipotesis dengan uji t dan uji F maka dilakukan uji asumsi klasik. Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah model yang dapat diterima untuk melakukan uji hipotesis. Uji asumsi klasik sebenarnya ada 7, namun dalam penelitian ini hanya digunakan hanya 5 uji asumsi klasik yaitu uji multikolinearitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastitas, uji normalitas, dan uji linearitas. Untuk melakukan uji asumsi klasik ini menggunakan SPSS versi 10.

4.5.1. Uji Multikolinearitas

Melalui pengolahan SPSS dengan cara meregresikan model regresi di atas, menghasilkan output yang dapat dilihat pada tabel 4.7. berikut ini :

Tabel 4.7a.
Tingkat Korelasi Antar Variabel Bebas
EVARET, MVARET dan ROA

| Variabel Korelasi | MVARET | ROA | EVARET |
|-------------------|--------|--------|--------|
| MVARET | 1.000 | -0.045 | 0.472 |
| ROA | -0.045 | 1.000 | -0.439 |
| EVARET | 0.472 | -0.439 | 1.000 |

Sumber : Lampiran 9(a)

Tabel 4.7b.
Nilai Toleransi dan VIF,
EVARET, MVARET, ROA

| Variabel Korelasi | Toleransi | VIF |
|-------------------|-----------|-------|
| MVARET | 0.745 | 1.343 |
| ROA | 0.773 | 1.294 |
| EVARET | 0.602 | 1.661 |

Sumber : Lampiran 9(a)

Analisis terhadap tabel 4.7a. di atas diketahui bahwa tidak terdapat satupun korelasi antar variabel bebas yang memiliki nilai lebih besar dari 90%. Korelasi tertinggi terjadi antara variabel EVARET dan MVARET dengan tingkat korelasi sebesar 0,472 atau 47,2%.

Nilai tolerance pada tabel 4.7b. di atas menunjukkan bahwa tidak ada variabel bebas yang memiliki nilai tolerance kurang dari 10%, yaitu berarti tidak ada korelasi antar variabel bebas yang nilainya lebih dari 90%.

Hasil perhitungan nilai variance inflation factor (VIF) variabel ROA sebesar 1,294, variabel EVARET sebesar 1,661, dan variabel

MVARET sebesar 1,343. Hal ini menunjukkan tidak ada satu variabel bebas yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolonieritas antar variabel bebas dalam model regresi.

Dengan menggunakan semua pendekatan pengukuran korelasi, toleransi maupun VIF terhadap gejala multikolinieritas, maka dapat disimpulkan bahwa gejala multikolinieritas tidak terjadi pada model regresi.

4.5.2. Uji Autokorelasi

Uji asumsi klasik autokorelasi ini menggunakan uji Durbin-Watson (DW test), dengan cara membandingkan hasil DW hitung dengan batas-batas DW (DW bound) yang diolah dari sumber tabel DW.

Kriteria kemungkinan terjadi autokorelasi bila nilai DW hitung terletak antara batas atas (du) dan ($4-du$), maka koefisien autokorelasi bernilai sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.

- Berdasarkan hasil perhitungan SPSS pada derajat kepercayaan 5 %, nilai DW diketahui sebesar 2,217 seperti pada tabel 4.8a. berikut :

Tabel 4.8.
Uji DW Variabel EVARET, MVARET, ROA
Terhadap Return Saham

| Batas atas (du) | ($4 - du$) | Dw | Kesimpulan |
|---------------------|--------------|-------|----------------------------|
| 1.74 | 2.26 | 2.217 | Tidak terjadi autokorelasi |

Sumber : lampiran 9(a).

Selanjutnya pada tabel DW dengan menggunakan $df = 5\%$ untuk jumlah observasi 100 dan jumlah variabel bebas 3, maka didapat nilai batas atas (du) sebesar 1,74 dan nilai (4-du) adalah 2,26. Oleh karena nilai DW hitung 2,217 terletak antara batas atas 1,74 dan 2,26 maka koefisien autokorelasi sama dengan nol dan disimpulkan tidak ada autokorelasi pada model regresi.

4.5.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji asumsi klasik heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan uji Glejser dengan langkah awal berupa meregresikan nilai absolut residual (AbsUt) terhadap variabel-variabel bebas. Langkah berikutnya berupa meneliti tingkat signifikansi masing-masing variabel bebas, dimana bila bernilai lebih dari 5% maka disimpulkan tidak mengandung gejala heteroskedastisitas.

Dengan demikian maka pada uji Glejser ini dirumuskan persamaan regresi sebagai berikut :

$$AbsUt = b_0 + b_1 ROA + b_2 EVARET + b_3 MVARET$$

Hasil output SPSS dari regresi di atas dapat dilihat pada tabel 4.9. sebagai berikut:

Tabel 4.9.
Nilai t, Signifikansi Uji Glesjer
Variabel EVARET, MVARET, dan ROA

| Variabel | t | Signifikan |
|----------|-------|------------|
| ROA | 0.771 | 0.443 |
| EVARET | 0.821 | 0.414 |
| MVARET | 0.823 | 0.413 |

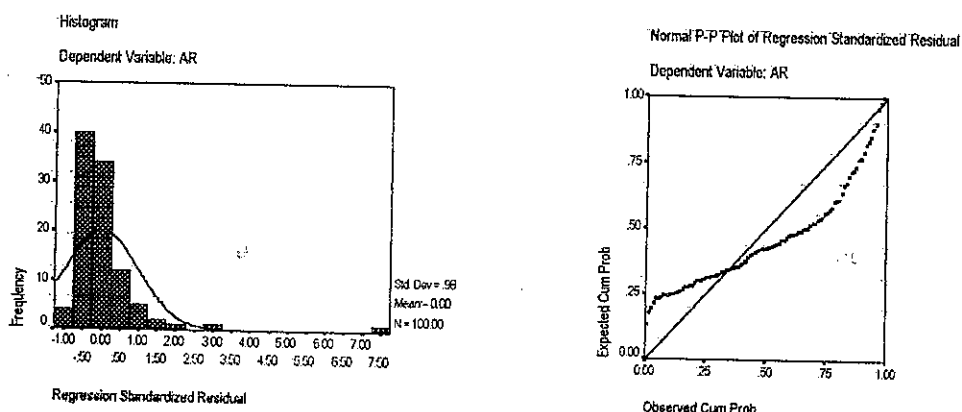
Sumber : lampiran 9(a)

Dari tabel di atas didapatkan nilai probabilitas signifikansi pada variabel ROA sebesar 0.443, sedangkan signifikansi variabel EVARET sebesar 0.414, dan signifikansi variabel MVARET sebesar 0,413. Hal ini menunjukkan bahwa probabilitas signifikansi semua variabel bebas berada di atas kepercayaan 5%. Jadi dapat disimpulkan dalam model regresi tidak mengandung adanya gejala heteroskedastisitas.

4.5.4. Uji Normalitas

Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan analisis grafik, yang meliputi grafik histogram dan grafik normal plot. Dari hasil output SPSS dapat diketahui bahwa grafik histogram memberikan pola distribusi yang mendekati normal. Sedangkan pada grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal, dengan penyebaran yang mengikuti arah garis diagonal (gambar 4.1.). Grafik tersebut menunjukkan bahwa model regresi layak dipakai karena memenuhi asumsi normalitas.

Gambar 4.1.
Gambar Histogram dan Normal P-P Plot Regresi Statistik Variabel EVARET, MVARET, dan ROA terhadap Return Saham



Sumber : Lampiran 9(a)

4.5.5. Uji Linearitas

Uji asumsi kalsik linearitas dalam penelitian ini menggunakan uji Lagrange Multiplier. Estimasi dengan uji ini bertujuan untuk mendapatkan nilai χ^2 hitung yaitu sebesar hasil perkalian $n \times R^2$. Selanjutnya dilakukan perbandingan dimana bila χ^2 hitung $<$ χ^2 tabel, maka disimpulkan bahwa model regresi berbentuk linier adalah diterima.

Tahap pertama dalam uji ini adalah mencari nilai residual dari persamaan utama, dan kemudian meregresikannya terhadap kuadrat variabel bebas. Dengan demikian maka persamaan regresi uji Lagrange menjadi sebagai berikut :

$$U = b_0 + b_1 \text{ROA2} + b_2 \text{EVARET2} + b_3 \text{MVARET2}$$

Hasil pengolahan regresi SPSS dalam rangka menghitung uji Lagrange dapat dilihat pada tabel 4.10 sebagai berikut :

Tabel 4.10.
Nilai R^2 , R^2 Hitung, X^2 Tabel pada Uji Linearitas Variabel EVARET, MVARET, dan ROA terhadap Return Saham

| R^2 | X^2 hitung | X^2 tabel | Kesimpulan |
|-------|--------------|-------------|------------|
| 0.004 | 0.4 | 124.3 | diterima |

Sumber : lampiran 9(a)

Dari tabel 4.10. di atas didapatkan nilai R^2 sebesar 0,004. Dengan jumlah n observasi 100, maka besarnya nilai χ^2 hitung = $100 \times 0.004 = 0.4$. Nilai χ^2 tabel pada tingkat signifikansi 0.05 dan degree of freedom (df) sebesar $n-k=100-4=96$, adalah sebesar 124,3. Oleh karena nilai χ^2

hitung $< \chi^2$ tabel, yaitu sebesar $0.4 < 124.3$, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi linier diatas dapat diterima. (Imam Ghozali, 2001)

Dari 5 uji asumsi klasik yang telah dilakukan diatas memberikan kesimpulan bahwa tidak terdapat permasalahan pada model. Untuk itu model yang digunakan dalam melakukan uji terhadap hipotesis dapat dilanjutkan.

4.6. Pengujian Hipotesis

4.6.1. Analisis pengaruh masing-masing variabel kinerja perusahaan secara parsial terhadap return saham

Pada bagian ini akan dibahas tentang penjabaran hipotesis hubungan parsial, pemilihan metode statistik dan pengolahan data, penentuan kriteria, pengujian hipotesis dan analisis hasil statistik.

1. Penjabaran hipotesis hubungan parsial yang menduga ada pengaruh secara signifikan dari masing-masing variabel kinerja perusahaan terhadap return saham, adalah sebagai berikut :
 - a. Hipotesis pertama (H1) : Return On Assets (ROA) berpengaruh secara signifikan terhadap return saham.
 - b. Hipotesis kedua (H2) : EVA Return (EVARET) berpengaruh secara signifikan terhadap return saham.
 - c. Hipotesis ketiga (H3) : MVA Return (MVARET) berpengaruh secara signifikan terhadap return saham.

2. Pemilihan metode statistik dan pengolahan data

Untuk mengetahui pengaruh satu variabel bebas terhadap suatu variabel terikat, maka digunakan metode regresi linier sederhana secara parsial/individual. Dalam penelitian ini dipilih tingkat taraf nyata (significant level) sebesar 10% dan 5% seperti umumnya digunakan pada penelitian bidang sosial/ekonomi. Metode uji statistik yang digunakan adalah uji t terhadap model regresi. Pengujian dilakukan melalui uji 1 sisi (one tailed test) pada bagian kanan.

Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan analisis linear regression dalam program SPSS (Statistic Product and Service Solution) versi 10.

3. Penentuan kriteria pengujian hipotesis berpengaruh secara parsial

a. Pengaruh ROA terhadap return saham

Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis pertama (H1) yang menyebutkan adanya pengaruh ROA terhadap return saham adalah sebagai berikut :

Jika taraf signifikansi 10% maka :

H1 diterima jika signifikansi hitung $<$ signifikansi 0,10

H1 ditolak jika signifikansi hitung $>$ signifikansi 0,10

Jika taraf signifikansi 5% maka :

H1 diterima jika signifikansi hitung $<$ signifikansi 0,05

H1 ditolak jika signifikansi hitung $>$ signifikansi 0,05

b. Pengaruh EVARET terhadap return saham

Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis kedua (H2) yang menyebutkan adanya pengaruh EVARET terhadap return saham adalah sebagai berikut :

Jika taraf signifikansi 10% maka :

H2 diterima jika signifikansi hitung $<$ signifikansi 0,10

H2 ditolak jika signifikansi hitung $>$ signifikansi 0,10

Jika taraf signifikansi 5% maka :

H2 diterima jika signifikansi hitung $<$ signifikansi 0,05

H2 ditolak jika signifikansi hitung $>$ signifikansi 0,05

c. Pengaruh MVARET terhadap return saham

Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis ketiga (H3) yang menyebutkan adanya pengaruh MVARET terhadap return saham adalah sebagai berikut :

Jika taraf signifikansi 10% maka :

H3 diterima jika signifikansi hitung $<$ signifikansi 0,10

H3 ditolak jika signifikansi hitung $>$ signifikansi 0,10

Jika taraf signifikansi 5% maka :

H3 diterima jika signifikansi hitung $<$ signifikansi 0,05

H3 ditolak jika signifikansi hitung $>$ signifikansi 0,05

4. Pengujian hipotesis berpengaruh secara parsial

Tabel 4.11
Nilai β , t, Signifikansi Pada Uji Hipotesis EVARET, MVARET, ROA Terhadap Return Saham

| Hipotesis | β | t | Signifikant | Kesimpulan |
|--------------------|---------|-------|-------------|------------|
| ROA-Rt shm (H1) | 0.783 | 0.767 | 0.445 | Ditolak |
| EVARET-Rt shm (H2) | 0.226 | 1.595 | 0.114 | Ditolak |
| MVARET-Rt shm (H3) | 0.264 | 2.205 | 0.030 | Diterima |

Sumber : Lampiran 9(b)

a. Pengujian Hipotesis Pertama (H1)

Pengambilan kesimpulan dan analisa data :

Nilai t hitung berdasarkan tabel 4.11. dengan taraf nyata 10%, 5% satu sisi dengan $df = 98$ adalah sebesar 0.767. Dengan nilai signifikansi hitung 0.445, dengan demikian signifikansi hitung > daripada 0.10 dan 0.05, maka diambil kesimpulan H1 ditolak.

Dengan kata lain ROA tidak berpengaruh terhadap return saham.

b. Pengujian Hipotesis Kedua (H2)

Pengolahan SPSS dengan cara meregresikan EVARET terhadap return aktual saham (AR) menghasilkan output tabel 4.11. :

Pengambilan kesimpulan dan analisa data :

Nilai t hitung berdasarkan tabel 4.11. dengan taraf nyata 10% dan 5% satu sisi dengan $df = 98$ adalah sebesar 1.595. Dengan nilai signifikansi hitung 0.114, dengan demikian signifikansi hitung > daripada 0.10 dan 0.05, maka diambil kesimpulan H2 ditolak.

Dengan kata lain EVARET tidak berpengaruh terhadap return saham.

c. Pengujian Hipotesis Ketiga (H3)

Pengolahan SPSS dengan cara meregresikan MVARET terhadap return aktual saham (AR) menghasilkan output pada tabel 4.11 :

Pengambilan kesimpulan dan analisa data :

Nilai t hitung berdasarkan tabel 4.11. dengan taraf nyata 10% dan 5% satu sisi dengan $df = 98$ adalah sebesar 2.205. Dengan nilai signifikansi hitung 0.030, dengan demikian signifikansi hitung < daripada 0.10 dan 0.05, maka diambil kesimpulan H3 diterima

Dengan kata lain MVARET berpengaruh terhadap return saham.

4.6.2. Analisis pengaruh seluruh variabel kinerja perusahaan secara simultan terhadap return saham

Pada bagian ini akan dibahas tentang penjabaran hipotesis hubungan simultan, pemilihan metode statistik dan pengolahan data, penentuan kriteria pengujian, pengujian hipotesis dan analisis hasil statistik.

1. Penjabaran hipotesis hubungan simultan, yang menduga ada pengaruh secara signifikan dari masing-masing variabel kinerja perusahaan terhadap return saham, menjadi sebagai berikut :

Hipotesis keempat (H4) : ROA, EVARET, MVARET secara simultan berpengaruh secara signifikan terhadap actual return saham (AR)

2. Pemilihan metode statistik dan pengolahan data

Untuk mengetahui pengaruh beberapa variabel bebas terhadap suatu variabel terikat, maka digunakan metode regresi linier berganda sederhana secara simultan. Dalam penelitian ini dipilih tingkat taraf nyata (significant level) sebesar 10%, dengan metode statistik uji F terhadap model regresi.

Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan analisis linear regression dalam program SPSS (Statistic Product and Service Solution) versi 10.

3. Penentuan kriteria pengujian hipotesis hubungan simultan

Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis keempat (H4) yang menyebutkan adanya hubungan ROA, EVARET, MVARET secara simultan berpengaruh terhadap return saham adalah sebagai berikut:

H4 diterima jika signifikansi hitung < signifikansi 0.10

H4 ditolak jika signifikansi hitung > signifikansi 0.10

4. Pengujian hipotesis hubungan simultan

Pengolahan SPSS dengan cara meregresikan ROA, EVARET, MVARET secara simultan terhadap return aktual saham (AR) menghasilkan output pada tabel 4.12. :

Tabel 4.12.
Nilai F hitung, Signifikansi pada Uji Hipotesis Hipotesis Keempat

| Hipotesis | F hitung | Signifikansi | Kesimpulan |
|---------------|----------|--------------|-----------------------------------|
| Simultan (H4) | 2.338 | 0.078 | Diterima dengan signifikansi 10 % |

Sumber : lampiran 9(b)

Pengambilan kesimpulan dan analisa data :

Nilai F hitung berdasarkan tabel 4.12. dengan taraf nyata 10% satu sisi dengan $df = 98$ adalah sebesar 2.338. Dengan nilai signifikansi hitung 0.078, dengan demikian signifikansi hitung $<$ daripada 0.10, maka diambil kesimpulan H4 diterima. Dengan kata lain EVARET, MVARET, ROA berpengaruh secara simultan terhadap return saham.

Berdasarkan hasil statistik di atas dapat dikatakan bahwa ketiga variabel kinerja perusahaan (ROA, EVARET, MVARET) berpengaruh pada actual return saham pada taraf signifikansi 10%.

4.7. Pembahasan

Berdasarkan hasil uji hipotesis di atas menunjukkan adanya ketidakkonsistenan hasil penelitian dengan penelitian terdahulu. Namun juga terdapat hasil hipotesis yang sesuai atau konsisten dengan penelitian terdahulu. Pada hipotesis yang pertama, terdapat pengaruh yang signifikan antara ROA terhadap Return saham, dimana nilai t hitung adalah sebesar 0.767 dengan nilai signifikansi 0.445. Dengan demikian t hitung $>$ daripada nilai signifikansi, maka H1 ditolak. Hal ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh *Dodd dan Chen (1996)* mengambil sampel 566 perusahaan pada bursa saham di Amerika dimana ROA mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap return saham. penelitian yang dilakukan Dodd dan Chen didukung oleh peneliti dalam negeri yaitu

oleh *Jogiyanto Hartono dan Chendrawati (1999)*, dengan sampel 45 perusahaan yang terdapat dalam LQ 45 tahun 1994, dimana nilai t-nya 0.7 sedangkan taraf signifikansinya 0.0038 yang berarti kurang dari 0.10 dengan demikian hipotesis dari peneliti ini diterima, dimana ROA berpengaruh secara signifikan terhadap return saham. Ketidak signifikanan hipotesis yang pertama ini lebih disebabkan oleh karena faktor eksternal yang bersifat psikologis, yakni adanya fluktuasi kurs dolar terhadap rupiah pada tahun 1997 sampai 2000, transisi kekuasaan tahun 1998, konflik etnis tahun 1998, krisis moneter sejak tahun 1997, restrukturisasi hutang perusahaan.

Sedangkan hipotesis yang kedua, terdapat pengaruh yang signifikan antara EVARET terhadap return saham, dimana hasilnya menunjukkan nilai t hitung sebesar 1,595 nilai signifikansi hitung 0,114. Dengan demikian H2 ditolak, hal ini sesuai dengan penelitian terdahulu. Seperti yang dilakukan oleh *Rousana (1997)* dengan sampel 30 perusahaan di BEJ periode penelitian tahun 1989-1993 dimana menyimpulkan tidak ada pengaruh yang signifikan antara EVARET terhadap return saham, demikian juga hasil penelitian yang dilakukan oleh *Dewanto dan Sartono* periode tahun penelitian tahun 1994 sampai 1996 dan 1994 sampai 1997 yang berkesimpulan tidak ada pengaruh yang signifikan antara EVARET dan Return Saham. Ketidaksignifikanan ini lebih disebabkan karena investor dalam menginvestasikan modalnya di pasar modal Indonesia belum memperhatikan biaya modal, dimana biaya modal merupakan faktor

yang sangat menentukan dalam menilai kinerja suatu perusahaan, dengan kata lain EVARET belum banyak digunakan oleh para investor di Indonesia (*Rousana, 1997*).

Hipotesis yang ketiga, terdapat pengaruh yang signifikan antara MVARET terhadap return saham, hasil penelitian ini menunjukkan nilai t hitung sebesar 2.205, nilai signifikansi sebesar 0,030. Dengan demikian hipotesis yang ketiga ini diterima hal ini menunjukkan bahwa investor di Indonesia sebelum melakukan investasi terlebih dahulu memperhatikan reaksi pasar terhadap kinerja suatu perusahaan (*Young, 1994*). Penelitian yang dilakukan peneliti terdahulu di Indonesia, sebagai contoh *Rousana* dalam penelitiannya menyimpulkan tidak ada pengaruh yang signifikan antara MVARET dengan Return Saham, demikian pula penelitian yang dilakukan *Dewanto*. Namun demikian hasil penelitian ketiga ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh *Lehn dan Makhija (1996)*, dimana mereka berkesimpulan MVARET lebih signifikan terhadap return saham.

Hipotesis yang keempat “terdapat pengaruh yang signifikan antara EVARET, MVARET, dan ROA terhadap return saham secara simultan dengan hasil nilai F hitung 2,698 dan nilai signifikansi 0,078, dengan taraf signifikansi 10%, sehingga untuk hipotesis yang keempat diterima. Hal ini disebabkan pengaruh EVARET dan ROA, walaupun dalam uji hipotesis menunjukkan ketidaksigifikanan, namun demikian EVARET dan ROA masih memiliki pengaruh yang kecil namun tidak berarti, hal ini ditunjukkan dengan taraf signifikansi yang positif, tapi masih diluar

ketentuan signifikansi 10 %. Pengaruh variabel MVARET terhadap return saham dapat diterima, hal ini ditunjukkan dengan hasil Hipotesis yang ketiga.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Dari pembahasan yang telah dilakukan pada bab-bab sebelumnya maka peneliti dapat menyimpulkan hasil penelitian dan memberi saran-saran.

5.1. Simpulan

1. Dari uji t hitung yang dilakukan dimana masing-masing variabel bebas (ROA, EVARET) kaitannya terhadap variabel independen (return saham) menunjukkan tingkat signifikansi lebih besar dari signifikansi 0.10 dan 0.05. Dimana signifikansi ROA 0.445 dan EVARET 0,114. Dengan demikian hipotesa yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh secara signifikan ROA, EVARET terhadap return saham ditolak.
2. Dari uji t hitung pada hipotesis yang ketiga, yaitu MVARET berpengaruh terhadap return saham menunjukkan tingkat signifikansi lebih kecil dari signifikansi 0.10 dan 0.05. Dengan demikian hipotesis yang ke tiga ini dapat diterima. Hal ini menunjukkan bahwa investor sebelum melakukan investasi saham di psar modal terlebih dahulu menilai kinerja perusahaan dari sisi pasar. Pada hipotesis yang ketiga ini sekaligus dapat diambil kesimpulan bahwa variabel MVARET merupakan alat ukur kinerja yang paling dominan berpengaruh terhadap Return Saham.
3. Dari hasil uji F diketahui bahwa nilai F hitungnya 2.338 dengan signifikansi 0.078 lebih besar dari nilai F 0.10. Hal ini berarti ketiga

variabel kinerja perusahaan (ROA, EVARET, MVARET) berpengaruh pada return saham pada taraf signifikansi 10% secara simultan. Faktor eksternal yang dapat diduga dapat menjelaskan tidak signifikannya variabel ROA, EVARET terhadap return saham adalah faktor fluktuasi kurs dollar terhadap rupiah pada tahun 1997, transisi kekuasaan tahun 1998, konflik etnis tahun 1998, krisis moneter sejak tahun 1997, restrukturisasi hutang perusahaan. Pengaruh lain disebabkan oleh tradisi investasi para pemodal yang masih cenderung mengikuti gerakan investor asing. Dengan besarnya pengaruh sosial politik ekonomi seperti dijelaskan di atas, maka turut membentuk kecenderungan para pemodal hanya secara minimal menggunakan informasi keuangan sebagai referensi pengambilan keputusan investasi.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan-keterbatasan yang menyebabkan adanya ketidaksignifikanan pada pengujian hipotesis, adalah sebagai berikut:

- a. Adanya keterbatasan sampel. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya berjumlah 20 perusahaan. Dengan demikian masih terbukanya peluang terdapat perusahaan-perusahaan lain yang dapat mempengaruhi hasil uji hipotesis yang sejalan dengan ROA, EVARET, dan MVARET.

- b. Adanya keterbatasan dalam metodologi penelitian. Beberapa cara penghitungan variabel mungkin mengandung beberapa kelemahan karena digunakannya asumsi-asumsi guna penyederhanaan analisis. Sebagai contoh penghitungan biaya hutang dengan cara membagi beban bunga dengan total hutang perusahaan, yang mengasumsikan bahwa nilai buku hutang sama dengan nilai pasar hutang. Hal ini yang mungkin menyebabkan kesalahan dalam penghitungan biaya modal sehingga mempengaruhi penghitungan nilai EVARET.
- c. Adanya keterbatasan data dalam melakukan penghitungan terhadap variabel-variabel penelitian terutama penghitungan biaya butang (Kd). Hal ini terutama berhubungan dengan hutang jangka panjang dan beban bunga. Pada hutang jangka panjang banyak perusahaan tidak konsisten baik penamaan maupun rekening pembentuk hutang jangka panjang, sehingga memungkinkan data yang dipergunakan dalam penghitungan variabel akan bias. Begitu pun halnya mengenai beban bunga yang memungkinkan penghitungan terhadap variabel akan bias. Dimana dalam data mengenai beban bunga tidak memisahkan antara beban bunga hutang jangka pendek dan beban bunga hutang jangka panjang.

5.3. Implikasi Kebijakan

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengambilan keputusan investasi para investor Indonesia lebih banyak dipengaruhi faktor ekstern (analisis teknis) bukan menggunakan analisis fundamental. Untuk itu sebaiknya

investor meletakkan secara proporsional bahwa analisis teknis merupakan pendukung dari analisis fundamental Hal ini untuk mengetahui data-data empirik mengenai kinerja perusahaan sehingga dapat menggambarkan secara rasional mengenai kinerja perusahaan sesungguhnya.

2. Untuk masa mendatang dimana terdapat laporan keuangan yang memuat data-data secara lebih rinci, misalnya rincian mengenai jenis hutang dan beban bunga dari masing-masing hutang, kapan jatuh tempo, dan berapa proporsi dari masing-masing hutang maka untuk menghitung biaya hutang (K_d) dapat menggunakan metode *bond yield* sebagai dasar penentuan biaya hutang tersebut.
3. Untuk penelitian tentang EVARET dan MVARET dimasa mendatang sebaiknya dilakukan dengan jumlah sampel perusahaan lebih banyak dan metodologi penelitian yang lebih baik. Untuk mengetahui respon pemegang saham ketika nilai EVARET dan MVARET dapat diketahui (saat diterbitkannya laporan keuangan) melalui pengujian pengaruh EVARET dan MVARET terhadap return saham dapat dilakukan menggunakan *event study*. Misalnya dengan memisahkan atau mengelompokkan sampel-sampel dengan EVARET positif dan negatif yang berada dalam industri dan nilai kapitalisasi perusahaan yang sama.

DAFTAR PUSTAKA

- Alwi, S. 1993, *Alat-alat Analisis Dalam Pembelanjaan*, Edisi Ketiga, Penerbit Andi Offset, Yogyakarta.
- Bacidore, Jeffrey M., Boquist, Jhon A., Milbourn, Todd., dan Thakor. Anjan V. 1997, "The Search for the Best : Financial Performance", *Financial Analysts Journal*.
- Coates. J.B. 1993, Davis. E.W., Emmanuel C. dan Stacey. R.J., "Corporate Performance Evaluation in Multinationals", *Research Studies CIMA, Kingdom*.
- Davis. H.A. 1996, "Cash Flow Performance Measurement : Managing For Value", *Financial Executive Research Foundation, Inc., Merisstown New Jersey*.
- Dodd. J. I, dan S, Chen 1996, "EVA : A New Panacea ?", *Business And Economic Review*, July – September, 1996.
- Gitmant. L.J., Joehnk, M.D. 1996, *Fundamental Of Investing*, Sixth Edition, Harper Collins Publisher Inc.
- Grant. James L. 1996, "Foundation of EVA for Investment Managers", *The Journal of Portofolio Management*.
- Hartono, J., dan Chendrawati. 1999, "ROA and EVA : A Comparative Empirical Study", *Gajah Mada International Journal of Business Volume I May*.
- Hartono. J. 1998, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta.
- Haugen. R.A. 1998, *Modern Invesment Theory*, Edisi Ketiga, Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ, .
- Hongren, C.T. 1993, *Pengantar Akuntansi Manajemen*, Jilid 2, Edisi Keenam, Erlangga.
- Husnan. S. 1994, *Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas*, Edisi Kedua, Unit Penerbit Dan Percetakan AMP YKPN.

- Imam Ghozali, 2001, *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Lee. C. M. 1996, "Measuring Wealth", *CA Magazine*, April, 1996.
- Lehn. K., dan A.K. Makhija. 1996, "EVA & MVA as Performance Measures and Signals For Strategic Change", *Strategy & Leadership Magazine*.
- Mowen. H. 1995, *Akuntansi Manajemen*, Jilid 2, Erlangga.
- Mulyadi. 1995, *Managemnt Keuangan Perusahaan*, BPFE UGM, Yoyakarta.
- Purnomo, Y. 1998, "Keterkaitan Kinerja Keuangan Dengan Harga Saham : Studi Rasio Keuangan 30 Emiten di BEJ", *Usahawan No 12 XXVI*, Desember, 1998.
- Riyanto, B. 1995, *Dasar-Dasar Pembelajaran Peusahaan*, Yayasan Badan Penerbitan UGM Yogyakarta.
- Rousana. M. 1997, Memanfaatkan EVA Untuk Menilai Perusahaan Di Pasar Modal Indonesia, *Usahawan No. 4 TH XXVI*, April 1997.
- Santoso, S. 1997, *SPSS Stastistik Parametrik*, Gramedia, Jakarta.
- Sartono, A.R. 1999, "Adakah Pengaruh EVA Terhadap Nilai Perusahaan Dan Kemakmuran Perusahaan Publik ?", *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 1999 Vol 14.
- Sumantoro. 1990, *Pengantar Tentang Pasar Modal Di Indonesia*, Ghalia Indonesia, Jakarta.
- Sudjipto, B.W. 1997, "EVA .: Fakta dan permasalahan", *Usahawan No 4 Th XXVI*, April, 1997.
- Tandelilin. 1991, *Investasi Manajemen*, PAU-Study UGM, Yogyakarta.
- O'hara. T., Lazdowski. C., "Financial Indicators of Stock Price", *Performance American Business Review*, January, 2000.
- Mirza. T., dan Imbuh S. 1999, "Konsep Economic Value Added : Pendekatan Untuk Menentukan Nilai Riil Perusahaan Dan Kinerja Riil Manajemen", *Usahawan No. 01 TH XXVII*, January, 1999.

- Utama. S. 1997, "EVA : Pengukuran Penciptaan Nilai Perusahaan", *Usahawan No. 4 TH XXVI*, April 1997.
- Young. D. 1994, Insead France, "Economic Value Added : A Premier For European Manager", *European Management Journal 15 No 4*, August 1994.
- Yuliati, S.H., Prasetyo, H., Tjiptono, F. 1996, *Manajemen Portofolio Dan Analisis Investasi*, Penerbit Andi Offset, Yogyakarta, 1996.
- Weston dan Copeland. 1992, *Manajemen Keuangan*, Edisi Kedelapan, Penerbit Erlangga.
- Weston dan Brigham. 1995, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Penerbit Erlangga.
- Widayanto, G. 1993, "EVA/NITAMI : Suatu Terobosan Baru Dalam Pengukuran Kinerja Perusahaan", *Usahawan No. 12 YH XXII*, Desember, 1993.