

ECONOMIC VALUE ADDED DAN MARKET VALUE ADDED TERHADAP RETURN SAHAM

**Kartini
Gatot Hermawan**

Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen Universitas Islam Indonesia (UII)
Jl.Lingkar Utara (SWK) No.104, Condong Catur, Sleman, Yogyakarta 55283

Abstract: *This research purposes were to prove the hypothesis consisted of: (1) EVA which had a positive correlation to the stock return, (2) MVA which had a positive correlation to the stock return. This research used regression analysis to find how much the contribution of the independent variable in influencing the stock return was. Data used in this research was a secondary data provided by Jakarta Stock Exchange (JSX) since 2005 until 2006. The type of data analyze was manufacturing companies sub consumers goods, from 2005 to 2006. The conclusion of this research was that EVA and MVA did not significantly influence the stock return. This was proved by the evidence of the $F_{statistic}$ which was lower than the F_{table} ($1,075 < 3,15$) and the significance was more than 0.05 ($p > 0,05$). EVA did not positively correlate to the stock return. It was proved by the significances of 0,695 higher than 0.05 ($p > 0,05$). MVA did not positively correlate to the stock return. It was proved by the significances of 0,238 higher than 0.05 ($p > 0,05$).*

Keywords: *Economic Value Added, Market Value Added, stock return*

Tujuan perusahaan hanya untuk menghasilkan laba yang sebesar-besarnya sudah kurang relevan lagi di masa sekarang karena tanggung jawab perusahaan tidak hanya kepada pemilik saja. Tanggung jawab kepada seluruh *stakeholder* menjadi sangat penting sehingga hal ini menuntut perusahaan untuk menimbang semua strategi yang diambil dan dampaknya kepada *stakeholder* tersebut.

Tujuan yang sesuai adalah untuk memaksimalkan nilai suatu perusahaan. Pada kasus perusahaan publik nilai perusahaan dikaitkan dengan nilai saham yang beredar di pasar. Penetapan tujuan yang benar akan sangat

berpengaruh pada proses pencapaian tujuan dan pengukuran kinerja nantinya. Karena kesalahan menentukan tujuan akan berakibat pada kesalahan strategi yang diambil. Kesalahan pengukuran kinerja akan mengakibatkan kesalahan dalam memberi imbalan atas prestasi yang ada.

Kinerja dan prestasi manajemen yang diukur dengan rasio-rasio keuangan tidak dapat dipertanggungjawabkan, karena rasio keuangan yang dihasilkan sangat bergantung pada metode atau perlakuan akuntansi yang digunakan. Dengan adanya distorsi akuntansi ini maka pengukuran kinerja berdasarkan laba per saham, tingkat pertumbuhan laba dan tingkat pengembalian tidak efektif lagi. Karena pengukuran berdasarkan rasio ini tidak dapat diandalkan dalam mengukur nilai tambah yang

Korespondensi dengan Penulis:

Kartini: Telp. +62 274 881 546, +62 274 885 376

E-mail: kartini@fe.uii.ac.id

tercipta dalam periode tertentu, maka kritik diajukan tentang seberapa valid pengukuran kinerja berdasarkan rasio keuangan dapat menunjukkan kinerja sebenarnya dari manajemen perusahaan (Utomo, 1999).

Pradhono (2004) mengungkapkan pada saat ini banyak perusahaan menggunakan ukuran kinerja yang lebih menekankan *value* (*Value based Management* (VBM)). Konsep VBM mendorong manajemen lebih termotivasi dan fokus pada penciptaan arus kas di masa mendatang bagi pemegang saham. VBM yang diterapkan secara kontinyu, pada kondisi pasar yang efisien akan merefleksikan kinerja dan prospek bagus pada harga saham. VBM memiliki dua elemen kunci, yaitu: 1) penciptaan nilai bagi pemegang saham (*shareholder value*) sebagai tujuan utama perusahaan, 2), sebagai ukuran kinerja internal perusahaan yang mampu memotivasi manajemen mengejar tujuan maksimalisasi tujuan di atas.

Economic Value Added (EVA) memfokuskan pada efektifitas manajerial dalam satu tahun tertentu. EVA adalah suatu estimasi laba ekonomis yang sesungguhnya dari perusahaan dalam tahun berjalan. EVA menunjukkan sisa laba setelah semua biaya modal, termasuk modal ekuitas dikurangkan (Brigham, 2001).

EVA menjadi relevan untuk mengukur kinerja yang berdasarkan *value* karena EVA adalah ukuran nilai tambah ekonomis yang dihasilkan oleh perusahaan sebagai akibat dari aktivitas atau strategi manajemen. Dengan adanya EVA, maka pemilik perusahaan hanya akan memberi imbalan (*reward*) aktivitas yang menambah nilai dan membuang aktivitas yang merusak atau mengurangi nilai keseluruhan suatu perusahaan. Aktivitas yang *value added* dapat dipisahkan dari aktivitas *non-value added* berdasarkan proses *value added assessment*. Diharapkan pemilik perusahaan dapat mendorong manajemen untuk mengambil *actions* atau strategi yang *value added* karena hal ini memungkinkan perusahaan untuk beroperasi

dengan baik. Manajemen akan digaji dalam jumlah besar, jika mereka menciptakan nilai tambah yang besar pula.

Banyak hal lain dalam perusahaan dimana EVA juga berperan. EVA membantu manajemen dalam hal menetapkan tujuan internal (*internal goal setting*) supaya tujuan perusahaan berpedoman pada implikasi jangka panjang dan bukan jangka pendek saja. Dalam hal investasi EVA memberikan pedoman untuk keputusan penerimaan suatu *project* (*capital budgeting decision*), dan dalam hal mengevaluasi kinerja rutin (*performance assessment*) manajemen, EVA membantu tercapainya aktivitas yang *value added*. EVA juga membantu adanya sistem penggajian atau pemberian insentif (*incentive compensation*) yang benar dimana manajemen didorong untuk bertindak sebagai *owner*.

Market Value Added (MVA) mengukur tindakan manajerial sejak pendirian perusahaan. Kekayaan pemegang saham akan menjadi maksimal dengan memaksimalkan perbedaan antara nilai pasar ekuitas perusahaan dan jumlah modal ekuitas yang diinvestasikan investor (Brigham, 2001). Perbedaan ini disebut MVA.

Apabila perusahaan mempunyai tujuan untuk melipatgandakan kekayaan pemegang saham, maka ukuran yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan, seharusnya mempunyai hubungan langsung dengan *return* yang diterima oleh pemegang saham. Sebagai tolok ukur kinerja yang baik, EVA dan MVA seharusnya mempunyai pengaruh terhadap kekayaan pemegang saham suatu perusahaan, sebagaimana tolok ukur kinerja yang lain.

Beberapa hasil penelitian yang telah menemukan bukti bahwa EVA dan MVA berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham diantaranya adalah yang dilakukan oleh Suratman (2006), Rahayu (2006), Muhdaryatiningsih (2004), Utomo (1999), dan Uyemura dan Pettit (1996).

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh yang signifikan antara EVA dan MVA terhadap *return* saham

PENILAIAN KINERJA KEUANGAN

Pada dasarnya, pengukuran kinerja perusahaan bisa dikelompokkan dalam tiga kategori Helfert (2000) dalam Pradhono (2004), yaitu: (1) *Earnings Measures*, yang mendasarkan kinerja pada *accounting profit*. Termasuk dalam kategori ini adalah *earnings per share* (EPS), *return on investment* (ROI), *return on net assets* (RONA), *return on capital employed* (ROCE) dan *return on equity* (ROE) (2) *Cash Flow Measures*, yang mendasarkan kinerja pada arus kas operasi (*operating cash flow*). Termasuk dalam kategori ini adalah *free cash flow*, *cash flow return on gross investment* (ROGI), *cash flow return on investment* (CFROI), *total shareholder return* (TSR) dan *total business return* (TBR) (3) *Value Measures*, yang mendasarkan kinerja pada nilai (*value based management*). Termasuk dalam kategori ini adalah EVA, MVA, *cash value added* (CVA) dan *shareholder value* (SHV).

VALUE ADDED DAN NON-VALUE ADDED ACTIVITIES

Untuk dapat mengukur nilai tambah yang diciptakan dalam perusahaan, manajemen terlebih dahulu memisahkan aktivitas mana saja yang bersifat *value added* dari aktivitas yang bersifat *non-value added*. Pemisahan aktivitas yang *value added* dari *non-value added* diawali dengan proses analisa aktivitas. *Activity analysis* adalah “*the process of identifying, describing, of evaluating the activities an organization performs*” (Hansen dan Mowen, 1994) Analisis aktivitas ini bertujuan untuk mengidentifikasi dan

menghilangkan semua aktivitas yang tidak diperlukan, dan akhirnya meningkatkan efisiensi semua aktivitas yang diperlukan. Analisis aktivitas dapat berarti pula menambah aktivitas yang *value added* terhadap sebuah organisasi.

Suatu sistem pengukuran kinerja dalam perusahaan harus dapat membedakan aktivitas yang *value added* dari aktivitas yang *non-value added*. Pembagian ini diperlukan sehingga manajemen organisasi dapat berfokus untuk mengurangi biaya-biaya yang timbul akibat aktivitas yang tidak menambah nilai. Pengurangan biaya-biaya akibat aktivitas *non-value added* ditujukan untuk peningkatan efisiensi organisasi keseluruhan. “*Reporting non-value added costs separately encourages managers to place more emphasis on controlling nonvalue added activities. Furthermore, tracking these costs over time permits managers to assess the effectiveness of their activity-management programs.*” (Hansen dan Mowen, 1994)

Proses *Value Added Assessment* (VAA) atau penaksiran nilai tambah di dalam buku oleh Trischler (1996) mengidentifikasi beberapa langkah yang harus diambil untuk menghilangkan proses bisnis yang tidak perlu: (1) *Management Establishes Business Objectives*. Langkah awal ini sangat penting karena disinilah manajemen menentukan dan menginformasikan visi dan tujuan-tujuan yang ingin dicapai suatu perusahaan kepada seluruh stakeholdernya. Visi bersifat luas dan merupakan gambaran kemana para pemimpin suatu perusahaan ingin melangkah. Sedangkan tujuan bersifat spesifik, jelas dan merupakan sasaran jangka pendek dan jangka panjang. Pada akhirnya tingkat efisiensi suatu proses ditentukan oleh prinsip terpenuhi atau tidaknya kepuasan semua *stakeholder*, sehingga tugas manajemen adalah untuk memastikan semua tujuan yang direncanakan pada langkah ini diarahkan untuk mencapai prinsip ini. (2) *Identification of Process Stakeholders*. Misalkan proses untuk pemberian

persetujuan (*approvals*) terhadap transaksi tertentu. Satu tanda tangan mungkin menambah nilai untuk organisasi tersebut, tetapi tanda tangan lain tidak menambah nilai. Menentukan apakah suatu proses menambah nilai atau tidak terhadap organisasi sangatlah sulit. Tetapi langkah ini sangat penting supaya manajemen tetap berfokus pada *stakeholders' needs*, dan bukan pada kepentingan sendiri. 3) *The Process Management Team Analyzes Process Step*. Langkah ini merupakan awal dari pemisahan aktivitas atau proses yang menambah nilai kepada pelanggan (*customer*) dan bukan pelanggan (*non-customer*). Tujuan manajemen adalah memaksimalkan tingkat efisiensi dan fleksibilitas dari proses-proses tersebut untuk *customer*. Proses yang menambah nilai kepada *non-customer* diperlukan juga supaya suatu organisasi berjalan dengan baik, jadi hal tersebut menambah nilai bisnis (*business value*) suatu organisasi. Proses yang menambah *business value* adalah aktivitas yang dilakukan untuk pemenuhan kebutuhan menjalankan bisnis yang hidup. Sedangkan aktivitas yang menambah *process value* adalah untuk membantu manajemen melakukan perencanaan dan pencegahan di bidang pekerjaan tertentu dan bertujuan untuk mengoptimalkan efisiensi proses-proses yang telah ditentukan. Manajemen kemudian menghapuskan semua proses lain yang tidak menambah nilai kepada *stakeholder*. Pada akhirnya komunikasi yang baik tentang hasil dari proses *Value Added Assessment* ini antar divisi dalam suatu organisasi menjamin terlaksananya tujuan organisasi tersebut.

ECONOMIC VALUE ADDED

Dalam Utomo (1999), "*Economic Value Added (EVA) is a residual income measure that subtract the cost of capital from the operating profits generated in the business.*" (Stewart, 1993).

Residual income adalah "*the difference between operating income and the minimum dollar return required on a company's operating assets.*" (Hansen dan Mowen, 1994). EVA adalah nilai tambah ekonomis yang diciptakan perusahaan dari kegiatan atau strateginya selama periode tertentu. Prinsip EVA memberikan sistem pengukuran yang baik untuk menilai suatu kinerja dan prestasi keuangan manajemen perusahaan karena EVA berhubungan langsung dengan nilai pasar sebuah perusahaan.

EVA adalah suatu estimasi laba ekonomis yang sesungguhnya dari perusahaan dalam tahun berjalan. EVA menunjukkan sisa laba setelah semua biaya modal, termasuk modal ekuitas, dikurangkan. (Brigham, 2001). Menurut majalah Fortune (28 November 1994), EVA adalah suatu ide keuangan yang populer saat ini. Dikembangkan oleh lembaga konsultan Stern Stewart & Co, EVA membantu manajer memastikan bahwa suatu unit bisnis menambah nilai pemegang saham, sementara investor dapat menggunakan EVA untuk mengetahui saham spot yang akan meningkatkan nilainya.

Manajemen dapat melakukan banyak hal untuk menciptakan nilai tambah, tetapi pada prinsipnya EVA akan meningkat jika manajemen melakukan satu dari tiga hal berikut (Stewart, 1993): 1) Meningkatkan laba operasi tanpa adanya tambahan modal, 2) Menginvestasikan modal baru ke dalam *project* yang mendapat *return* lebih besar dari biaya modal yang ada. 3) Menarik modal dari aktivitas-aktivitas usaha yang tidak menguntungkan.

Meningkatkan laba operasi tanpa adanya tambahan modal berarti manajemen dapat menggunakan aktiva perusahaan secara efisien untuk mendapatkan keuntungan yang optimal. Selain itu, dengan berinvestasi ke *project* yang menerima *return* lebih besar daripada biaya modal (*cost of capital*) yang digunakan berarti manajemen hanya mengambil *project* yang bermutu dan meningkatkan nilai perusahaan.

MARKET VALUE ADDED

EVA juga mendorong manajemen untuk berfokus pada proses dalam perusahaan yang menambah nilai dan mengeliminasi aktivitas atau proses yang tidak menambah nilai. Perhitungan EVA suatu perusahaan merupakan proses yang kompleks dan terpadu karena perusahaan harus menentukan terlebih dahulu biaya modalnya

Oleh karena itu, jika manajer memfokuskan pada EVA, maka hal ini akan membantu memastikan mereka beroperasi dengan cara yang konsisten untuk memaksimalkan nilai pemegang saham. Ini berarti nilai EVA mempunyai pengaruh terhadap *return* yang akan diterima pemegang saham.

Nilai EVA menunjukkan seberapa besar perusahaan memberikan nilai lebih pada pemegang saham. $EVA < 0$, menunjukkan nilai perusahaan berkurang sebagai akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang diharapkan penyedia dana atau dengan kata lain tidak ada nilai tambah pada perusahaan tersebut karena laba yang tersedia tidak memenuhi harapan-harapan para penyedia dana terutama pemegang saham.

Apabila $EVA = 0$, artinya bahwa perusahaan secara ekonomis berada dalam keadaan impas karena semua laba yang tersedia telah digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyedia dana, baik kreditur maupun pemegang saham.

Nilai $EVA > 0$, memiliki arti bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat yang diminta investor atas investasi yang dilakukannya. Keadaan seperti ini yang menunjukkan bahwa perusahaan telah berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal karena telah memaksimalkan nilai perusahaan.

Tujuan utama sebagian besar perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Tujuan ini jelas menguntungkan pemegang saham, tetapi juga memastikan sumber daya yang terbatas telah dialokasikan secara efisien yang menguntungkan perekonomian. Kekayaan pemegang saham akan menjadi maksimal dengan memaksimalkan perbedaan antara nilai pasar ekuitas perusahaan dan jumlah modal ekuitas yang diinvestasikan *investor* (Brigham 2001). Perbedaan ini disebut MVA. MVA adalah perbedaan antara nilai perusahaan (termasuk ekuitas dan hutang) dan modal keseluruhan yang diinvestasikan dalam perusahaan (Young dan O'Byrne, 2001).

MVA yang positif berarti menunjukkan pihak manajemen telah mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham dan MVA yang negatif mengakibatkan berkurangnya nilai modal pemegang saham sehingga memaksimumkan nilai MVA seharusnya menjadi tujuan utama perusahaan dalam meningkatkan kekayaan pemegang saham (*shareholder's wealth*).

Investor menyerahkan modal ke dalam perusahaan dengan harapan manajer akan menginvestasikannya dengan produktif. Nilai pasar mencerminkan keputusan pasar mengenai bagaimana manajer yang sukses telah menginvestasikan modal yang sudah dipercayakan kepadanya, dan mengubahnya menjadi lebih besar (Yook dan McCabe, 2001) dalam Suratman (2006). Dengan demikian *return* yang akan diterima pemegang saham juga akan semakin meningkat.

RETURN SAHAM

Tujuan *corporate finance* adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Tujuan ini bisa menyimpan konflik potensial antara pemilik perusahaan dengan kreditur. Jika perusahaan menikmati laba yang besar, nilai pasar saham (dana pemilik) akan meningkat pesat, sementara nilai hutang perusahaan (dana kreditur) tidak terpengaruh. Sebaliknya, apabila perusahaan mengalami kerugian atau bahkan kebangkrutan, maka hak kreditur akan didahulukan sementara nilai saham akan menurun drastis. Jadi dengan demikian nilai saham merupakan indeks yang tepat untuk mengukur efektivitas perusahaan, sehingga seringkali dikatakan memaksimalkan nilai perusahaan juga berarti memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Saham suatu perusahaan bisa dinilai dari pengembalian (*return*) yang diterima oleh pemegang saham dari perusahaan yang bersangkutan. Ross (2002) dalam Prodhono (2004) menyatakan *return* bagi pemegang saham bisa berupa penerimaan dividen tunai ataupun adanya perubahan harga saham pada suatu periode.

Menurut Jogiyanto (2003) bahwa yang dimaksud dengan *return* adalah hasil yang diperoleh dari investasi yang dapat berupa *return* realisasi (*realized return*) atau *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi sangat penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan.

HIPOTESIS

- H₁: EVA dan MVA berpengaruh secara bersama-sama terhadap *return* saham.
H₂: EVA berpengaruh terhadap *return* saham
H₃: MVA berpengaruh terhadap *return* saham

METODE

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini menggunakan perusahaan manufaktur sub barang konsumsi yang terdaftar di BEI dari tahun 2005-2006. Teknik sampling yang digunakan *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: (1) Telah menyampaikan laporan keuangan tahun 2005-2006 yang telah diaudit (2) Laporan keuangan telah diaudit dengan pendapat wajar tanpa pengecualian.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder untuk periode tahun 2005-2006, yang diperoleh dari *Jakarta Stock Exchange* (JSX). Data penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar pada perusahaan manufaktur sub barang konsumsi untuk periode 2005-2006.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel *Economic Value Added*

EVA adalah suatu estimasi laba ekonomis yang sesungguhnya dari perusahaan dalam tahun berjalan. EVA menunjukkan sisa laba setelah semua biaya modal, termasuk modal ekuitas, dikurangkan. (Brigham 2001). Perhitungan EVA terdiri dari beberapa tahapan yang kemudian masing-masing komponen akan diuraikan sebagai berikut:

Menghitung Biaya Modal

Dalam perhitungan EVA, komponen biaya modal yang digunakan yaitu biaya modal hutang (*cost of debt/k_d*) dan biaya modal saham biasa (*cost of equity/k_e*).

Biaya Modal Hutang (Cost of Debt)

Menurut Weston dan Brigham (1990) biaya hutang setelah pajak adalah biaya yang digunakan untuk menghitung biaya rata-rata

tertimbang dari modal, Biaya hutang ini terkait dengan hutang baru yang telah memperhitungkan dampak penghematan pajak akibat adanya beban bunga.

$$k_d^* = k_d (1-T)$$

Di mana:

k_d^* = Biaya hutang setelah pajak

k_d = Tingkat bunga atas hutang

T = Tarif pajak marjinal dari perusahaan

(Weston dan Brigham, 1990)

Biaya Modal Saham Biasa (Cost of Equity)

Terdapat dua metode dalam mengestimasi tingkat pengembalian yang diharapkan pemegang saham biasa yang digunakan dalam penentuan biaya modal ekuitas (Keown, 2000), yaitu :

Model Pertumbuhan dividen (Dividen Growth Model)

Harga saham maupun tingkat pengembalian yang diharapkan atas saham biasa tergantung juga pada dividen yang diharapkan atas saham (Weston & Brigham, 1990). Tingkat pengembalian yang diharapkan atas biasa dapat dirumuskan :

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Di mana:

k_s = Pengembalian yang diharapkan atas saham biasa

D_1 = Dividen yang diharapkan akan dibayar pada akhir tahun t

P_0 = Harga saham saat ini

g = Kenaikan nilai modal (*capital gains*)

(Weston dan Brigham, 1990)

Model Penentuan Harga Aktiva Modal (Capital Asset Pricing Model/CAPM)

CAPM menunjukkan adanya keseimbangan resiko dan tingkat pengembalian dalam pasar, di mana resiko didefinisikan sebagai beta (Keown, 2000), dirumuskan :

$$k_c = k_{rf} + \beta (k_m - k_{rf})$$

Di mana:

k_c = Tingkat pengembalian yang diinginkan investor

k_{rf} = Pengembalian bebas resiko

β = Risiko sistimatis

k_m = Tingkat pengembalian pasar yang diharapkan

(Keown, 2000)

Menghitung Struktur Permodalan

Perhitungan stuktur permodalan terdiri dari:
 Hutang jangka panjang + ekuitas = jumlah modal
 Hutang jangka panjang : jumlah modal = komposisi modal
 Ekuitas : jumlah modal = komposisi modal saham

Menghitung Net Operating Profit After Tax (NOPAT)

Net Operating Profit After Tax (NOPAT) merupakan penjumlahan dari laba usaha, penghasilan bunga, beban/penghasilan pajak penghasilan, *tax shield* atas bebaban bunga, bagian atas laba/rugi bersih perusahaan asosiasi, laba/rugi penjualan aktiva tetap dan investasi saham, laba/rugi lain-lain terkait dengan operasional perusahaan.

Penghitungan NOPAT tidak diikutsertakan faktor non-operasional dan laba/rugi luar biasa seperti laba/rugi dari penghentian usaha. Beberapa akun dalam laba/rugi lain-lain yang sama sekali tidak berhubungan dengan kegiatan

KEUANGAN ■■■■■

operasional rutin perusahaan, dan tidak ada keterangan yang jelas dalam catatan atas laporan keuangan, tidak diikutsertakan dalam perhitungan NOPAT (Rahayu, 2002).

Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (Weighted Average Cost of Capital/ WACC)

Biaya modal rata-rata tertimbang menurut Weston dan Brigham (1990) rata-rata tertimbang dari komponen biaya hutang, saham preferen dan ekuitas biasa. Dalam perhitungan WACC digunakan bentuk struktur modal yang mengacu pada proporsi dari masing-masing sumber keuangan yang digunakan oleh perusahaan. Secara matematik perhitungan WACC dapat dituliskan sebagai berikut (Keown, 2000):

$$\left[\begin{array}{l} \text{Biaya Modal} \\ \text{Tertimbang} \end{array} \right] = \left[\begin{array}{l} \text{Biaya} \\ \text{Ekuitas} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Presentasi} \\ \text{Ekuitas} \end{array} \right] + \left[\begin{array}{l} \text{Biaya} \\ \text{Hutang} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Presentase} \\ \text{Hutang} \end{array} \right]$$

Menghitung EVA

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

EVA = Nilai tambah ekonomi
NOPAT = Laba bersih setelah pajak
WACC = Nilai rata-rata tertimbang dari modal
Invested capital = Modal yang diinvestasikan (Keown, 2000)

Market Value Added

MVA adalah perbedaan antara nilai perusahaan (termasuk ekuitas dan hutang) dan modal keseluruhan yang diinvestasikan dalam perusahaan (Young dan O'Byrne 2001).

$$MVA = \text{Nilai pasar} - \text{Modal yang diinvestasikan}$$

Return

Return yang diterima oleh pemegang saham, adalah pengembalian yang diterima oleh

para pemegang saham atas investasi yang telah dilakukan, yang bisa berupa dividen kas dan selisih perubahan harga saham (*capital gain/loss*).

$$\text{Return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

Di mana:

P_t = Harga saham pada periode t
 P_{t-1} = Harga saham pada periode t – 1
 D_{t-1} = Dividen yang dibayarkan pada periode t (Jogiyanto, 2003)

Perumusan Model

Model ini dianalisis dengan analisa regresi yang menggunakan persamaan kuadrat terkecil (*least square regression analysis*), sehingga model yang akan dipakai adalah sebagai berikut:

$$\text{Return} = a + b_1 \text{EVA} + b_2 \text{MVA} + e$$

Di mana:

Return = Tingkat pengembalian yang diharapkan
a = Konstanta
 $b_1 - b_2$ = Koefisien regresi untuk masing-masing variabel
EVA = Nilai tambah ekonomis
MVA = Nilai tambah pasar
e = Error

HASIL

Analisis Deskriptif

Berikut akan dijelaskan analisis deskriptif yaitu menjelaskan deskripsi data dari seluruh variabel yang akan dimasukkan dalam model penelitian. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Statistik Deskriptif dari variabel-variabel penelitian

Variabel	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
EVA	-100,59	2941,39	155,1148	511,92400
MVA	-302400,00	10726790,60	657544,08	1866399,8204
Return	-1,56847	2,30444	0,0703608	0,75586528

Sumber: Data Primer diolah

Sebelum dilakukan uji hipotesis, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik dengan uji sebagai berikut:

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinearitas dapat dilihat pada nilai VIF dan *Tolerance*. Apabila nilai VIF di atas 10 atau nilai toleransi dibawah 0,1 maka terjadi multikolinearitas. Berikut ini adalah hasil uji multikolinearitas terhadap model regresi pada penelitian ini.

Tabel 2. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF	Tolerance	Kesimpulan
<i>Economic Value Added</i> (EVA)	1,120	0,893	Tidak terjadi multikolinearitas
<i>Market Value Added</i> (MVA)	1,120	0,893	Tidak terjadi multikolinearitas

Sumber: Data primer diolah

Tabel 2 menunjukkan bahwa semua variabel bebas *economic value added* (EVA) dan *market value added* (MVA) mempunyai nilai toleransi di atas 0,1 dan nilai VIF dibawah 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi pada penelitian ini tidak terjadi multikolinearitas.

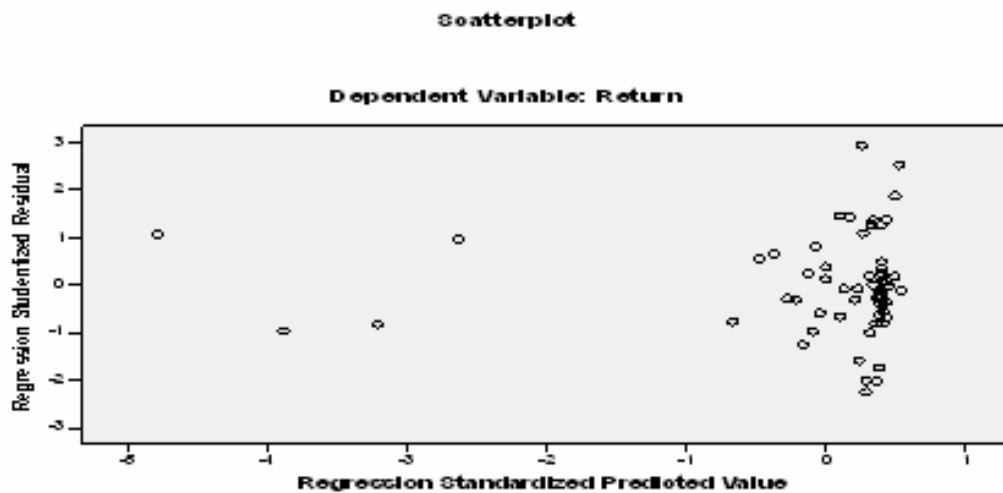
Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas artinya *variance residual* dalam model tidak sama (konstan). Uji ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terjadi penyimpangan model karena varians gangguan berbeda antara satu observasi ke observasi lainnya. Adapun pendeteksiannya menggunakan grafik *scatterplot*. Jika titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heterokedastistas. Hasil uji Heteroskedastisitas dapat dilihat pada Gambar 1.

Berdasarkan Gambar 1, dapat diketahui bahwa titik-titik yang terbentuk menyebar secara acak, tersebar naik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi ini tidak terjadi heteroskedasitas.

Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah korelasi atau hubungan yang terjadi antara anggota-anggota dari



Gambar 1. Grafik Uji Heteroskedastisitas

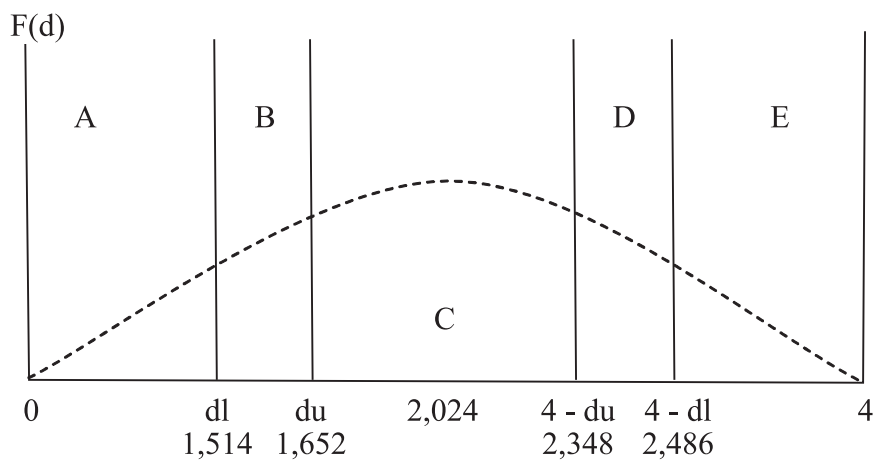
serangkaian pengamatan yang tersusun dalam rangkaian waktu (*data time series*) maupun tersusun dalam rangkaian ruang atau disebut *data cross sectional*. Salah satu pengujian yang umum digunakan untuk mengetahui adanya autokorelasi adalah uji statistik *Durbin Watson*.

Untuk menentukan apakah persamaan regresi linier berganda terdapat autokorelasi atau tidak maka dapat juga dilihat pada gambar sebagai berikut:

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	t-hitung	Sig.	Kesimpulan
EVA	-0,00000776	-0,394	0,695	Ho diterima
MVA	-0,0000000644	-1,193	0,238	Ho diterima
$R^2 = 0,033$ F hitung = 1,057 Sig. = 0,354				

Variabel dependen: *Return* saham



Gambar 2. Kurva Durbin-Watson

Keterangan:

- A = Menolak H_0 , bukti autokorelasi positif
- B = Daerah keragu-raguan
- C = Menerima H_0 , tidak ada autokorelasi
- D = Daerah keragu-raguan
- E = Menolak H_0 , bukti autokorelasi negatif

Berdasarkan hasil perhitungan didapat hasil *Durbin-Watson* sebesar 2,024, karena nilai DW pada model regresi tersebut berada antara d_u dan $4 - d_u$ berarti pada model tersebut tidak terjadi autokorelasi.

Pengujian Hipotesis

Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda diperoleh hasil pada Tabel 3.

Koefisien Determinasi (R^2)

Hasil uji R^2 pada penelitian ini diperoleh nilai R^2 sebesar 0,033. Hal ini menunjukkan bahwa *return* saham dipengaruhi oleh EVA dan MVA, sebesar 3,3%, sedangkan sisanya sebesar 96,7% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Uji F

Uji *F* (uji *Fisher*) digunakan untuk menguji signifikansi model regresi, yang digunakan untuk mengetahui pengaruh kedua variable bebas terhadap variable terikat yaitu *economic value added* (EVA) dan *market value added* (MVA) terhadap *return* saham. Hasil analisis regresi ganda diperoleh F_{hitung} sebesar 1,057 dengan signifikansi 0,354, sedangkan nilai F_{tabel} adalah sebesar 3,15.

Oleh karena nilai F_{hitung} lebih kecil dari F_{tabel} (1,057 < 3,15) dan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ($p > 0,05$), maka dapat dinyatakan bahwa *economic value added* (EVA) dan *market value added* (MVA) tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Uji t (secara parsial)

Pengaruh *Economic Value Added* (EVA) terhadap *Return Saham*

Hasil statistik uji *t* untuk variabel EVA sebesar -0,394 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,695, yang lebih besar dari 0,05 ($p > 0,05$) maka dapat diartikan bahwa secara parsial EVA tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Dengan demikian tidak mendukung hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *economic value added* (EVA) berpengaruh terhadap *return* saham.

Pengaruh *Market Value Added* (MVA) terhadap *Return Saham*

Hasil statistik uji *t* untuk variabel MVA sebesar -1,193, dengan tingkat signifikansi 0,238, oleh karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ($p > 0,05$), maka hal ini menunjukkan bahwa MVA tidak berpengaruh secara paraisal terhadap *return*.

PEMBAHASAN

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh EVA dan MVA terhadap *return* yang diterima oleh saham pada perusahaan manufaktur Sub Barang Konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh *Economic Value Added* (EVA) terhadap *Return Saham*

Dari hasil uji *t* diketahui bahwa EVA tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan kemungkinan besar EVA tidak digunakan para investor sebagai acuan dalam menentukan saham yang akan dibeli atau dilepas.

Menurut Ferry (2006), EVA diterapkan untuk mengukur perusahaan yang efisien, sementara harga saham mencerminkan yang akan terjadi di masa mendatang. Harga saham naik karena ekspektasi *investor* terhadap *future*. Mungkin hanya 1-2 orang yang melihat EVA. Tetapi, kalau dari 10 investor hanya 3 investor yang menggunakan EVA dan 7 lainnya tidak, 7 investor itulah yang menentukan pasar. Hal ini menunjukkan bahwa tolok ukur kinerja ini bukanlah faktor utama yang menentukan harga saham ataupun pembagian dividen. Harga saham suatu perusahaan di bursa efek mencerminkan harapan atau ekspektasi pasar terhadap saham perusahaan yang bersangkutan. Harapan investor bisa dihasilkan dari informasi yang diterimanya (Pradhono, 2004).

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Biddle, Bowen dan Wallace (1996) terhadap 6.513 perusahaan, menolak bahwa EVA memiliki hubungan relatif lebih kuat terhadap *return* saham dibanding laba akuntansi dan *operating cash flow*. Di awal 2002, profesor dari IESE Universitas Navarra Barcelona bernama Pablo Fernandez, menetaskan hasil penelitian berjudul *EVA, Economic Profit and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation*. Tidak terdapatnya hubungan antara EVA dan *return* saham juga didukung Fernandez yang salah satunya terdapat dalam *working paper*-nya yang kali ini digarap bersama Reinoso dengan judul *Shareholder Value Creators and Shareholder Value Destroyers in USA Year 2002*. Di sini Fernandez menganalisis 582 dari seribu perusahaan AS dengan menggunakan data EVA, MVA, NOPAT dan WACC dari Stern Stewart periode 1987-97. Untuk setiap perusahaan, korelasi antara kenaikan MVA setiap tahun terhadap nilai EVA, NOPAT, WACC setiap tahun selama 10 tahun dikalkulasi. Ternyata untuk 296 perusahaan, korelasi antara kenaikan MVA dan NOPAT setiap tahun lebih besar daripada korelasi antara kenaikan MVA dan EVA setiap tahun. Bahkan, 210 dari 582 perusahaan yang

dianalisis ternyata memiliki korelasi negatif antara kenaikan MVA dan EVA setiap tahun. Korelasi rata-rata antara kenaikan MVA setiap tahun terhadap EVA, NOPAT dan WACC berturut-turut: 16%, 21% dan 21,4%. Tidak hanya perusahaan AS, penelitian juga dilakukan terhadap 28 perusahaan terbesar di Spanyol (1991-97), dan memperlihatkan hanya dua perusahaan yang memiliki korelasi kuat antara EVA dan imbal hasil saham. Bahkan, penelitian khusus tahun 1997, dari 19 perusahaan Spanyol yang dijadikan objek penelitian, paling tidak terdapat lebih dari empat perusahaan yang memiliki EVA negatif tetapi MVA-nya positif (Majalah Swa Sembada, 16 Oktober 2003)

Ismail (2006) yang meneliti hubungan EVA dan *return* saham dengan menggunakan sampel sebanyak 2.252 perusahaan di Inggris, menemukan bahwa EVA tidak signifikan dalam menjelaskan *return* saham. *Operating cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return*. Begitu juga Yudha yang meneliti EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan menyatakan di Indonesia beberapa penelitian menemukan pengukuran kinerja perusahaan secara tradisional mempunyai hubungan yang lebih baik dengan *return* saham dibandingkan dengan menggunakan EVA. Para investor dan analis sekuritas juga tidak menggunakan EVA dalam pengambilan keputusan investasi. EVA lebih digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan internal perusahaan, tidak sebagai alat prediksi harga saham ke depan. Para investor di Indonesia masih belum familiar dengan EVA.

Tetapi hasil penelitian ini berlawanan dengan hasil studi Stewart pada tahun 1990 terhadap 618 perusahaan Amerika Serikat, tertulis dalam buku *The Quest for Value*, dinyatakan bahwa EVA dan MVA saling berhubungan erat satu dengan yang lain. Studi selanjutnya yang mendukung temuan Stewart, antara lain,

dilakukan Lehn dan Makhija (1996) terhadap 241 perusahaan selama 1987, 1988, 1992 dan 1993 yang menemukan bahwa EVA dan MVA berkorelasi positif dengan *return* saham dengan korelasi relatif lebih tinggi terhadap ROA (*return on assets*), ROE (*return on equity*) dan ROS (*return on sales*) sebagai alat ukur kinerja perusahaan. Begitu juga studi yang dilakukan Uyemura, Kantor dan Pettit (1996), O'Byrne (1996), Milunovich dan Tsuei (1996), Grant (1996) – Majalah Swa Sembada, 16 Oktober 2003. Hasil penelitian ini juga berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mundayatiningsih (2004), yang menunjukkan bahwa adanya pengaruh antara EVA dan MVA terhadap kapitalisasi pasar perusahaan dan *return* saham.

Pengaruh *Market Value Added* (MVA) terhadap *Return Saham*

Dari hasil uji t diketahui bahwa MVA tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Dengan demikian tidak mendukung hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *market value added* (MVA) berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini didukung oleh Nivoix, *PBR and MVA factors in the Japanese stock market*, yang menyatakan MVA tidak signifikan terhadap *return* saham.

Perbedaan hasil penelitian ini dengan hasil penelitian sebelumnya yang menyatakan ada pengaruh EVA dan MVA terhadap *return* saham, kemungkinan disebabkan perbedaan waktu amatan dan sedikitnya periode penelitian. Nilai MVA pada tahun amatan 2005-2006 pada perusahaan manufaktur Sub Barang Konsumsi yang terdaftar di BEI menunjukkan nilai yang relatif tidak besar dan terdapat beberapa perusahaan yang mempunyai nilai MVA yang negatif. Nilai ini memungkinkan MVA tidak berpengaruh terhadap *return*.

KEUANGAN ■■■■■

- BEJ), *Jurnal Jurusan Akuntansi dan Keuangan*. Universitas Kristen Petra. Surabaya
- Rahayu, R. 2006. Analisa Kinerja Keuangan perusahaan dengan Menggunakan Pendekatan Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) Pada Perusahaan Telekomunikasi yang Go Public di Bursa Efek Jakarta Tahun 2000-2004. *Skripsi*. Program Studi Manajemen Universitas Brawijaya. Malang.
- Stewart, G.B. III. 1990. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers, *Majalah Swa Sembada*, Edisi Kamis 16 Oktober 2003.
- Suratman. 2006. Analisis Pengaruh Economic Value Added dan Market Value Added Terhadap Return Saham (Studi Pada Perusahaan Telekomunikasi yang Terdaftar di BEJ). *Skripsi*. Program Studi Manajemen Universitas Brawijaya. Malang.
- Utomo, L. L. 1999. Economic Value Added Sebagai Ukuran Keberhasilan Kinerja Manajemen Perusahaan. *Jurnal Jurusan Akuntansi dan Keuangan*. Universitas Kristen Petra. Surabaya.
- Uyemura, D. G., Kantor, C.C and Pettit, J.M. 1996. For Banks: Value Creation, Risk Management, and Profitability Measurement. *Majalah Swa Sembada*, Edisi Kamis 16 Oktober 2003.
- Worthington, A.C. and West, T. 2004. Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added, *Australian Journal of Management*, Vol.29, No.2 December.© The Australian Graduate School of Management.
- Young, S. D and O'Byrne, S. F. 2001. *EVA dan Manajemen Berdasarkan Nilai*. Salemba Empat. Jakarta.