

MODEL PENCIPTAAN NILAI TAMBAH EKONOMIS DAN NILAI PERUSAHAAN

Suripto

Jurusan Administrasi Bisnis - FISIP Universitas Lampung
Jl.Prof.Sumantri Brojonegoro No.1, Gedung Meneng, Bandar Lampung, 35145

Abstract

This research test and macroeconomic analyze influence to the firms characteristic, capital structure, value-based management and corporate value. This research conducted at the firms of SWA 100 value creators among year 2002 - 2006 in Stock Exchange Indonesia (BEI). This research use analysis of Structural Equation Modeling (SEM). Result of analysis use modeling equation structural (SEM) of indicating that there is influence of macroeconomic significant to characteristic of the firms, macroeconomic have effect significant to value-based management and macro economics have effect significant to corporate value. Characteristic of the firms have effect significant to value based management and characteristic of the firms have effect significant to corporate value. Capital structure have effect significant to value based management, capital structure have effect significant to value of the firms and Value-based Management have effect to corporate value. While macro economics do not significant to macro economics, characteristic of the firms do not significant to capital structure, so also value-based management do not significant to corporate value.

Key words: *macroeconomic, firm's characteristic, capital structure, value-based management corporate value.*

Harga saham yang juga merupakan indikator nilai perusahaan pada dasarnya merupakan gambaran keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan (keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen) yang dibuat oleh manajemen perusahaan. Keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan tersebut dinilai berdasarkan dampak yang ditimbulkannya terhadap harga saham. Manajemen perusahaan dapat dikatakan berhasil apabila keputusan-keputusan yang diambil berdampak positif atau dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dari peningkatan harga saham perusahaan.

Keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan yang dibuat oleh manajemen perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan selain ditentukan oleh faktor internal perusahaan juga dipengaruhi oleh faktor eksternal utamanya kondisi ekonomi makro. Pada dasarnya suatu perusahaan merupakan bagian dari entities ekonomi dari suatu negara, oleh karena itu maka kinerja perusahaan juga akan dipengaruhi oleh kondisi perekonomian negara tersebut. Kondisi ekonomi makro suatu negara juga akan memengaruhi keberhasilan manajemen perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan (meningkatkan nilai perusahaan).

Korespondensi dengan Penulis:

Suripto: Telp. +62 721 483 83, Fax. +62 721 432 42
E-mail: riptounila@gmail.com

Model Penciptaan Nilai Tambah Ekonomis dan Nilai Perusahaan

Suripto

Pengukuran kinerja yang berhubungan dengan nilai tambah merupakan pengukuran kinerja berdasarkan nilai tambah ekonomis atau yang dikenal dengan *Economic Value Added (EVA)* yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Pengukuran kinerja berdasarkan nilai tambah ekonomis akan memberikan arah bagi manajemen untuk mengambil kebijakan dan strategi yang dapat menciptakan nilai tambah secara ekonomis. Pihak manajemen dapat dikatakan berhasil apabila dapat menciptakan nilai tambah ekonomis bagi investor ataupun pemegang saham.

Capital Assets Pricing Model (CAPM) yang diperkenalkan oleh Sharp (1964) dan Lintner (1965) merupakan model untuk menentukan harga saham pada kondisi *equilibrium*, dimana keuntungan yang diisyaratkan oleh pemodal untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut. Risiko yang diperhitungkan adalah risiko sistematis yang diwakili oleh beta, karena risiko yang tidak sistematis bisa dihilangkan dengan cara diversifikasi. Nilai EVA diperoleh dari laba bersih setelah pajak dikurangi biaya modal. Model CAPM ini digunakan dalam rangka menghitung besarnya biaya modal dalam menentukan besarnya EVA. Secara empiris CAPM diproksikan adanya pengaruh EVA terhadap tingkat pengembalian saham (nilai saham). Artinya keakuratan EVA dalam menilai harga saham sangat tergantung kepada keakuratan CAPM dalam menghitung biaya modal yang merupakan salah satu bagian dari komponen EVA.

Ross (1977) merumuskan suatu teori yang disebut sebagai *Arbitrage Pricing Theory (APT)*. Seperti halnya CAPM, APT menggambarkan hubungan antara risiko dan pendapatan. APT menyatakan bahwa harga suatu aktiva bisa dipengaruhi oleh berbagai faktor, tidak hanya satu faktor (portofolio pasar) seperti yang telah dikemukakan pada teori CAPM. Pendekatan APT ini dapat menjelaskan keterkaitan tingkat pengembalian saham dengan berbagai faktor. Artinya adanya hubungan linier antara tingkat pengembalian saham dengan beberapa faktor.

APT diproksikan dengan adanya pengaruh variabel ekonomi makro (tingkat inflasi dan tingkat bunga) terhadap nilai perusahaan (tingkat pengembalian saham). Variabel ekonomi makro diharapkan agar dimasukkan sebagai variabel pembentuk model APT untuk memprediksi tingkat pengembalian saham. Artinya faktor-faktor ekonomi makro dalam model APT dapat menentukan tingkat pengembalian saham.

Manajemen berbasis nilai (*Value-based Management*) adalah suatu manajemen yang menanamkan cara berfikir dimana setiap orang dalam organisasi belajar untuk mengutamakan keputusan berdasarkan pengertian bagaimana suatu keputusan dapat memberikan nilai tambah. EVA yang dikembangkan oleh Stewart (1991) dapat dijadikan pusat proses implementasi dari suatu strategi utama yang berhubungan dengan perencanaan strategis, alokasi modal, anggaran operasi, pengukuran kinerja, kompensasi manajemen, komunikasi internal dan komunikasi eksternal atau pasar modal (Young & O'Byrne, 2001). Artinya kebijakan investasi (aktiva tetap) dan kebijakan pendanaan (struktur modal) diharapkan mampu meningkatkan efektivitas pelaksanaan manajemen berbasis nilai (EVA). Secara empiris kebijakan investasi dan fleksibilitas operasional diproksikan dengan aktiva tetap dan profitabilitas (karakteristik perusahaan), serta kebijakan pendanaan diproksikan dengan struktur modal.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian-penelitian Tzelepis & Skuras (2004), Worthington & West (2004), Warr (2005), Eldomiaty, *et al.*, (2006), Obreja (2006) Merikas & Merika (2006) dan Supanvaniji (2006) dengan menambahkan beberapa hubungan variabel baru yaitu pengaruh karakteristik perusahaan terhadap manajemen berbasis nilai dan pengaruh struktur modal terhadap manajemen berbasis nilai sehingga membuat suatu model penelitian yang lebih komprehensif. secara keseluruhan penelitian ini adalah menguji dan menganalisis suatu model penelitian, yaitu pengaruh ekonomi makro terhadap karakteris-

tik perusahaan, struktur modal, manajemen berbasis nilai dan nilai perusahaan.

Usulan penelitian ini diharapkan akan menjadi temuan baru yang membedakan dengan penelitian sebelumnya yaitu pengaruh karakteristik perusahaan yang merupakan dimensi dari kebijakan investasi dan kebijakan operasional dan struktur modal yang merupakan dimensi dari kebijakan pendanaan terhadap manajemen berbasis nilai. Temuan dari usulan peneliti ini, diharapkan akan menjadi sumber informasi untuk mengetahui faktor-faktor yang dapat menentukan keberhasilan pelaksanaan manajemen berbasis nilai.

HIPOTESIS

Berdasarkan latar belakang maka jawaban sementara dari permasalahan penelitian sebagai berikut:

- H_{a1} : Ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap karakteristik perusahaan.
- H_{a2} : Karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
- H_{a3} : Karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- H_{a4} : Karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap manajemen berbasis nilai.
- H_{a5} : Ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
- H_{a6} : Ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- H_{a7} : Ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap manajemen berbasis nilai.
- H_{a8} : Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap manajemen berbasis nilai.
- H_{a9} : Ada pengaruh signifikan struktur modal terhadap nilai perusahaan.
- H_{a10} : Manajemen berbasis nilai berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

METODE

Jenis penelitian ini disebut sebagai penelitian *explanatory* yang bersifat *ex post facto*. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan pencetak EVA terbesar yang termasuk dalam perusahaan-perusahaan SWA100 yang dilakukan oleh majalah Swasembada bekerja sama dengan *MarkPlus, Inc.* dan Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia di luar perusahaan sekuritas, asuransi ataupun pembiayaan dan perbankan, 50 perusahaan beraset di bawah 1 triliun dan 50 perusahaan beraset di atas 1 triliun tahun 2002, 2003, 2004, 2005 dan 2006, dengan total sebanyak 300 perusahaan.

Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling*, dengan kriteria-kriteria yang ditetapkan untuk memilih perusahaan yang dijadikan sampel adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan-perusahaan yang termasuk perusahaan SWA100 antara tahun 2002 sampai 2006. (2) Perusahaan-perusahaan yang mempunyai aset di atas satu triliun. Berdasarkan kriteria tersebut, maka jumlah perusahaan yang dijadikan sampel sebanyak 36 perusahaan selama 5 tahun yaitu 180 perusahaan (36 x 5 tahun = 180).

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder atau dokumen, yaitu data yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, *Indonesian Securities Market Database*, Majalah Swasembada dan Bank Indonesia yang berupa laporan indikator-indikator ekonomi makro. Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah teknik dokumentasi untuk memperoleh nilai EVA, laporan keuangan, harga saham, tingkat inflasi, tingkat bunga dan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar US\$.

Variabel Eksogen

Variabel eksogen yang digunakan dalam penelitian ini adalah indikator-indikator ekonomi

Model Penciptaan Nilai Tambah Ekonomis dan Nilai Perusahaan

Suripto

makro. Indikator-indikator ekonomi makro yang terdiri dari: (a) tingkat inflasi (X_4) diukur dengan Indeks Harga Konsumen merupakan besarnya pengaruh perubahan indeks harga konsumen terhadap harga saham. Variabel ini dinyatakan dengan koefisien *slope regresi* dari harga saham akhir bulan yang merupakan fungsi dari indeks harga saham dan tingkat inflasi. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Domian, *et al.* (1996), Joseph (2002). (b) Nilai Tukar (X_5) merupakan pengaruh perubahan kurs Dolar Amerika selama setahun terhadap harga saham. Variabel ini dinyatakan dengan koefisien *slope regresi* dari harga saham akhir bulan yang merupakan fungsi dari indeks harga saham dan nilai tukar. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Burgman (2006), dan Joseph (2002). (c) Tingkat Bunga (X_6) merupakan besarnya bunga pinjaman investasi rata-rata bank umum. Variabel ini dinyatakan dengan koefisien *slope regresi* dari harga saham akhir bulan yang merupakan fungsi dari indeks harga saham dan tingkat bunga. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Joseph (2002).

Variabel Endogen

Variabel endogen dalam penelitian ini adalah karakteristik perusahaan, struktur modal, manajemen berbasis nilai, dan nilai perusahaan. Karakteristik- karakteristik perusahaan terdiri dari: (a) Rasio aktiva tetap (X_1) merupakan gambaran kemampuan perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya atau memutar aktiva tetap yang diukur dengan perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Wanzenried (2002), Eldomiaty (2004), dan Supanvaniji (2006). (b) Ukuran perusahaan (X_2) merupakan gambaran besar kecilnya perusahaan yang diukur dengan *log* dari penjualan. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Titman & Wessels (1988), Eldomiaty (2004), dan Supanvaniji (2006). (c) Profitabilitas (X_3) merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Ukuran

yang dipakai dalam penelitian ini adalah perbandingan antara aliran kas dengan penjualan. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Bhaduri (2002). (d) Pertumbuhan (X_4) merupakan kemampuan perusahaan dalam menjalankan usahanya yang tercermin dari perkembangan penjualan. Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah perbandingan total penjualan tahun t dikurangi total penjualan tahun $t-1$ dengan total penjualan tahun $t-1$. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Eldomiaty (2004) dan Abor (2005).

Struktur Modal (Y_1) merupakan perbandingan dari utang dan modal sendiri (saham preferen, saham biasa dan laba ditahan) yang tercermin pada laporan akhir. Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah: (a) Perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Miller (1963) dan Graflund (2000). (b) Perbandingan antara total utang dengan total aktiva. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Titman & Wessels (1988), Bhaduri (2002), Wanzenried (2002), Eldomiaty (2004), dan Abor (2005).

Manajemen berbasis nilai (Y_2) merupakan gambaran aktifitas manajemen yang diukur dengan nilai tambah ekonomis atau *Economic Value Added* (EVA) yaitu selisih antara laba bersih setelah pajak yang telah disesuaikan atau *adjusted NOPAT* (*Net Operating Profit Afte Tax*) selama satu tahun buku dengan biaya modal (*capital charge*) yang merupakan hasil perkalian rata-rata biaya modal tertimbang yang terdiri dari biaya modal sendiri dan biaya modal pinjaman dengan *invested capital*. EVA disini sama dengan formula EVA yang menjadi paten Stewart (1991) EVA diukur dengan satuan rupiah per lembar saham.

Nilai Perusahaan (Y_3) merupakan persepsi investor terhadap prospek keberhasilan perusahaan dimasa yang akan datang yang tercermin dari harga saham. Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini: (a) *Stock returns* merupakan *return* yang diterima oleh pemegang saham, yaitu pengembali-

an yang diterima oleh para pemegang saham atas investasi yang telah dilakukan, yang bisa berupa dividen kas dan selisih perubahan harga saham (*capital gain/loss*). Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah perbandingan antara harga saham tahun t ditambah dividen, dikurangi harga saham $t-1$, dengan harga saham $t-1$. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Biddle & Wallace (1998), Chen & Dodd (2001), Worthington & West (2004), Ferguson, et al. (2005), Elali (2006), Ismail (2006) Kyriazis & Anastassis (2007).

Book-to-market merupakan ukuran kekayaan pemegang saham dari aspek nilai buku saham dan nilai pasar atau harga saham. Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah perbandingan antara nilai buku suatu saham dengan nilai pasar pada akhir tahun penutupan. Ukuran ini sesuai dengan penelitian Biddle & Wallace (1998), Pande (2005), dan Kyriazis & Anastassis (2007).

Penggunaan analisis ini disebabkan oleh pengaruh antara variabel independen dengan beberapa variabel dependen baik secara parsial maupun secara simultan serta model pengaruhnya berbentuk struktural dengan langkah-langkah sebagai berikut: (1) membuat tabulasi data; (2) membuat *diagram path*; (3) menguji asumsi-asumsi sehubungan dengan penggunaan *Structural Equation Modeling (SEM)*

Alat statistik yang digunakan dalam pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis SEM menggunakan berbagai jenis *fit index* untuk mengukur derajat kesesuaian antara model hipotesis dengan data yang digunakan.

HASIL

Dari evaluasi model yang diajukan menunjukkan bahwa evaluasi model terhadap konstruk secara keseluruhan sudah menghasilkan nilai di atas kritis sehingga dapat dikemukakan bahwa model relatif dapat diterima atau sesuai dengan data, karena petunjuk dari *modification indices* sudah tidak

ada lagi sehingga dapat dilakukan uji kesesuaian model selanjutnya.

Pengujian hipotesis dengan membandingkan nilai t hitung dengan nilai t tabel, jika nilai t hitung lebih besar dari t tabel maka hubungan antara variabel signifikan dan dapat dianalisa lebih lanjut. Pada *degree of freedom* (df) = 105 nilai T tabel (α =5%) sebesar 1.98 dan nilai T tabel (=10%) sebesar 1.65. maka persamaan strukturalnya adalah sebagai berikut:

$$Y_1 = 0.483X1 + e_{12}$$

$$Y_2 = -0.012X1 + 0.022Y1 + e_{13}$$

$$Y_3 = 0.218X1 + 0.149Y1 + 0.179Y2 + e_{14}$$

$$Y_4 = 0.376X1 + 0.715Y1 + 0.253Y2 + 0.018Y3 + e_{15}$$

Dari keseluruhan model, terdapat tujuh jalur yang signifikan yang terlihat dari nilai probabilitas yang lebih kecil dari atau nilai $p = 0.05$ (level 5%) serta nilai t hitung di bawah 1.98, sisanya tiga jalur yang lain menunjukkan angka yang tidak signifikan. Adapun interpretasi dapat dijelaskan sebagai berikut: ekonomi makro mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap karakteristik perusahaan dengan $p = 0.003$ (< 0.05) dan nilai CR (t hitung) $> t$ tabel ($2.984 > 1.98$) dan *loading factor* sebesar 0.483, koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan ekonomi makro akan meningkatkan karakteristik perusahaan. Karakteristik perusahaan mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal dengan $p = 0.880$ (> 0.05), serta nilai CR (t hitung) $< t$ tabel ($0.151 < 1.98$) dan *loading factor* = 0.022. Koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan karakteristik perusahaan akan meningkatkan struktur modal meskipun peningkatannya tidak signifikan.

Karakteristik perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan $p = 0.004$ (< 0.05), serta nilai CR (t hitung) $> t$ tabel ($2.858 > 1.98$) dan *loading factor* = 0.715. Koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan karakteristik perusahaan akan meningkatkan nilai

Model Penciptaan Nilai Tambah Ekonomis dan Nilai Perusahaan

Suripto

perusahaan. Karakteristik perusahaan mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap manajemen berbasis dengan *constraint fix* (permintaan model) dan *loading factor* = 0.149. Koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan karakteristik perusahaan akan meningkatkan manajemen berbasis nilai. Ekonomi makro mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal dengan $p = 0.921 (> 0.05)$, serta nilai $CR (-t \text{ hitung}) > -t \text{ tabel}$ ($-0.100 > -1.65$) dan *loading factor* sebesar -0.012. Koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan ekonomi makro akan menurunkan struktur modal meskipun penurunannya tidak signifikan.

Ekonomi makro mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan $p = 0.035 (< 0.05)$, serta nilai $CR (t \text{ hitung}) > t \text{ tabel}$ ($2.106 > 1.98$) dan *loading factor* = 0.376. Koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan ekonomi makro akan meningkatkan nilai perusahaan. Ekonomi makro mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap manajemen berbasis nilai dengan $P = 0.031 (< 0.05)$, serta nilai $CR (t \text{ hitung}) > t \text{ tabel}$ ($2.155 > 1.98$) dan *loading factor* sebesar 0.218. Koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan ekonomi makro akan meningkatkan manajemen berbasis nilai.

Struktur modal mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap manajemen berbasis nilai dengan $P = 0.040 (< 0.05)$, serta nilai $CR (t \text{ hitung}) > t \text{ tabel}$ ($2.049 > 1.98$) dan *loading factor* = 0.179. Koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan struktur modal akan meningkatkan manajemen berbasis nilai. Struktur modal mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan $P = 0.040 (< 0.05)$, serta nilai $CR (t \text{ hitung}) > t \text{ tabel}$ ($2.051 > 1.98$) dan *loading factor* = 0.253. Koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan.

Manajemen berbasis nilai mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai per-

usahaan dengan $p = 0.893 (> 0.05)$, serta nilai $CR (t \text{ hitung}) < t \text{ tabel}$ ($0.134 < 1.98$) dan *loading factor* = 0.018. Koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan manajemen berbasis nilai akan meningkatkan nilai perusahaan meskipun peningkatannya tidak signifikan.

PEMBAHASAN

Pengaruh Ekonomi Makro terhadap Karakteristik Perusahaan.

Ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap karakteristik perusahaan didukung oleh data empiris atau diterima. Artinya ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap karakteristik perusahaan. Kondisi ini mengindikasikan bahwa tingkat inflasi dan tingkat bunga mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap karakteristik perusahaan. Artinya peningkatan tingkat inflasi dan tingkat bunga akan meningkatkan karakteristik perusahaan. Ekonomi makro berpengaruh negatif terhadap karakteristik perusahaan. Peningkatan yang terus menerus dari IHSG inilah yang dapat meningkatkan karakteristik perusahaan. Artinya peningkatan IHSG masih lebih besar dari peningkatan indikator ekonomi makro, sehingga dapat meningkatkan karakteristik perusahaan. Peningkatan pendapatan perusahaan akan berpengaruh pada karakteristik perusahaan yang meliputi aktiva tetap, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Artinya perusahaan berhasil meningkatkan efisiensi, dimana peningkatan ekonomi makro dapat diantisipasi dengan baik oleh pihak manajemen perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa kualitas manajemen cukup baik dalam menghadapi kondisi ekonomi makro.

Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Struktur Modal

Pengaruh karakteristik perusahaan secara teoritis berpengaruh terhadap struktur modal.

Karakteristik perusahaan yang diukur dengan perbandingan aktiva tetap dengan total aktiva, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan akan menentukan struktur modal perusahaan.

Karakteristik perusahaan yang diukur dengan profitabilitas, secara teoritis berpengaruh terhadap struktur modal. Semakin besar profitabilitas, maka semakin berkurang sumber modal dari utang perusahaan karena perusahaan mengutamakan penggunaan sumber dana internal (profitabilitas) yang dikenal dengan *Pecking Order Theory* yaitu tata urutan pendanaan, pertama harus mempertimbangkan dana internal, kemudian mempertimbangkan eksternal (pinjaman). Hasil analisis membuktikan bahwa nilai koefisien jalur menunjukkan arah yang positif. Artinya peningkatan karakteristik perusahaan akan meningkatkan struktur modal meskipun peningkatannya tidak signifikan. Hal ini tidak sejalan dengan *Pecking Order Theory*, dimana perusahaan tidak mengutamakan dana internal perusahaan (profitabilitas) dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan.

Hasil ini tidak sesuai dengan temuan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Titman & Wessels (1988), Homaifar, *et al.*, (1994), Graflund (2000), Booth, *et al.*, (2001), Bhaduri (2002), Wanzenried (2002), Eldomiaty (2004), Nishioka & Baba (2004), Abor (2005), dan Supanvaniji (2006) yang menemukan bukti bahwa karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, namun penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Sudarma (2003) yang meneliti perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Pendekatan yang sering dilakukan oleh investor dalam berinvestasi yaitu menggunakan pendekatan fundamental yaitu memperhatikan karakteristik perusahaan atau faktor-faktor fundamental dari perusahaan tersebut yang tercermin dari

laporan keuangannya. Faktor-faktor fundamental tersebut akan mempengaruhi harapan akan pertumbuhan dan keuntungan perusahaan tersebut. Hasil analisis menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan karakteristik perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hipotesis (H_3) yang menyatakan bahwa karakteristik perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian: Davis, (2001), Sudarma (2003), Nichols & Wahlen, (2004), Wech (2004), Dhankani (2005), Eldomiaty, *et al.*, (2006), Obreja (2006) dan Sujoko (2007). Hal ini sejalan dengan teori bahwa semakin besar karakteristik perusahaan, maka semakin besar nilai perusahaan. Artinya peningkatan rasio aktiva tetap, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil analisis ini menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya karakteristik perusahaan (profitabilitas) dapat dijadikan sebagai sinyal positif bagi investor. Peningkatan karakteristik perusahaan dapat dijadikan sebagai sinyal positif bagi investor, bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang. Temuan ini mendukung *Signaling Theory* (Battacharya, 1979).

Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Manajemen Berbasis Nilai.

Manajemen berbasis nilai atau *Value-Based Management* (VBM) merupakan suatu pendekatan manajerial yang mana tujuan utamanya adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Pencapaian tujuan perusahaan diperlukan sistem, strategi, proses, teknik analisis, pengukuran kinerja dan budaya sebagai pedoman dalam pencapaian tujuan yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Arnold, 1998).

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa fleksibilitas operasional perusahaan tercermin dari rasio aktiva tetap dengan total aktiva perusahaan berpengaruh signifikan dalam menentukan efektivitas pelaksanaan manajemen berbasis nilai. Begitu juga dengan keputusan investasi yang tercermin dari profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap manajemen berbasis nilai.

Pusat perhatian dari sistem kontrol manajemen adalah bagaimana orang-orang tersebut bertindak merasa sesuai dengan kepentingan diri sendiri juga sesuai dengan kepentingan organisasi secara keseluruhan (Anthony & Govindarajan, 2001) Sistem VBM adalah sistem yang mendukung untuk mengurangi ketidakselarasan tujuan antara pemilik dan manajemen. Suatu proyek akan diterima apabila menghasilkan penerimaan yang melebihi dari total biaya utang dan biaya modal sendiri (*the firm's opportunity cost of all/debt and equity*). Artinya kebijakan operasional perusahaan mampu meningkatkan nilai EVA.

Pengaruh Ekonomi Makro terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian ini berlawanan dengan temuan Booth, *et al.*, (2001) dan Eldomiaty (2004), namun penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Wanzenried (2002)) dan Sudarma (2003) yang meneliti perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ekonomi makro berpengaruh negatif terhadap struktur modal, walaupun tidak signifikan. Alasannya karena peningkatan variabel ekonomi makro (tingkat inflasi dan tingkat bunga) diikuti juga adanya peningkatan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang merupakan cermin dari kondisi fundamental perusahaan secara keseluruhan.

Secara teoritis meningkatnya struktur modal dimungkinkan selama perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik, sehingga untuk memenuhi kebutuhan investasinya dipenuhi dari utang. Temuan ini didukung oleh sampel pene-

litian, dimana yang dijadikan sampel penelitian terdiri dari perusahaan-perusahaan yang termasuk perusahaan-perusahaan yang mempunyai kinerja terbaik yang diukur dari EVA. Artinya perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik, sehingga dengan adanya peningkatan utang yang tercermin dari struktur modal justru akan meningkatkan kinerja perusahaan (EVA).

Pengaruh Ekonomi Makro terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis data membuktikan bahwa ekonomi makro mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Sill (1995), Domian, *et al.*, (1996), Joseph (2002), Sudarma (2003), Tsoukalas (2003), Dritsaki (2005), Naughton & Madhu (2005), Lai (2005), Merikas & Merika (2006) dan Sujoko (2007).

Penelitian ini menemukan bahwa variabel ekonomi makro (inflasi dan bunga pinjaman) mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan (tingkat pengembalian saham). Temuan ini mengindikasikan bahwa variabel ekonomi makro (inflasi dan bunga pinjaman) direkomendasikan untuk dimasukkan sebagai variabel pembentuk model APT untuk memprediksi tingkat pengembalian saham. Artinya faktor-faktor ekonomi makro dalam model APT dapat menentukan tingkat pengembalian saham.

Pengaruh Ekonomi Makro terhadap Manajemen Berbasis Nilai

Biaya ekuitas bisa dihitung dengan menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM) ataupun *arbitrage pricing model* (APM). Dengan menggunakan CAPM, biaya ekuitas akan dihitung dengan formula: $E(R_i) = R_f + [\text{Beta} \times (R_m - R_f)]$ (3). Dimana $E(R_i)$ adalah tingkat pendapatan yang diharapkan oleh pasar atas sekuritas i , R_f adalah tingkat pendapatan bebas resiko, β adalah sensitivitas tingkat

pendapatan dari sebuah perusahaan terhadap pergerakan tingkat pendapatan pasar secara keseluruhan dan R_m adalah tingkat pendapatan yang diharapkan diperoleh dari portofolio pasar secara keseluruhan. Formula tersebut yang digunakan untuk menentukan besarnya biaya modal sendiri.

Ekonomi makro berpengaruh terhadap manajemen berbasis nilai didukung oleh data empiris atau diterima. Hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian Oxelheim & Wihlborg (2002), Blazenko (2003) dan Warr (2005). Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa secara teoritis keadaan ekonomi makro akan berpengaruh terhadap perusahaan. Peningkatan ekonomi makro yang diukur dengan tingkat suku bunga dan inflasi akan meningkatkan biaya produksi karena adanya peningkatan bahan baku. Peningkatan biaya produksi akan memaksa perusahaan untuk meningkatkan harga jual, yang pada akhirnya diharapkan akan meningkatkan pendapatan perusahaan. Peningkatan pendapatan perusahaan akan meningkatkan pendapatan operasional yang pada akhirnya akan berpengaruh pada besarnya EVA.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Manajemen Berbasis Nilai.

Secara konseptual bahwa EVA juga ditentukan oleh besarnya biaya modal. Hal ini didasari oleh suatu pemikiran bahwa kreditur dan pemilik perusahaan menginvestasikan uangnya ke dalam perusahaan, mereka menciptakan sebuah *opportunity cost* yang sama dengan *return* yang mungkin akan diperoleh dari investasi lain yang sejenis dan memiliki resiko yang sama. *Opportunity cost* ini adalah *cost of capital* perusahaan. Prinsip *cost of capital* adalah prinsip substitusi, seorang investor tidak akan mau membiayai sebuah investasi jika ada investasi lain yang lebih menarik. *Cost of capital* perusahaan adalah *cost* setiap sumber modal yang ditimbang sesuai dengan struktur modal perusahaan.

Masing-masing komponen dalam struktur pembiayaan memiliki biaya tertentu dan kompo-

nen biaya-biaya tersebut membentuk biaya modal rata-rata tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Komponen *cost of capital* berdasarkan struktur modal bisa dibedakan atas biaya utang (*cost of debts*) dan biaya modal sendiri atau ekuitas (*cost of equity*). Biaya utang pada umumnya akan sama dengan tingkat bunga utang yang harus dibayar oleh perusahaan kepada kreditur. Disinilah relevannya struktur modal dalam mempengaruhi EVA. Penggunaan EVA sebagai *compensation plan base* akan mendorong manajer untuk membayar kelebihan dana (*free cash flow*) kepada pemegang saham, begitu juga manajer akan memberi penalti setiap proyek yang tidak menghasilkan penerimaan yang dapat menutupi semua biaya (*the firm's opportunity cost of all debt and equity*). Kelebihan dana tersebut (*free cash flow*) akan digunakan manajer untuk membeli kembali saham dan pembayaran dividen.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Modigliani dan Miller (MM) berasumsi bahwa investor memiliki informasi yang sama tentang prospek perusahaan seperti para manajernya (*symmetric information*). Kenyataannya bahwa para manajer seringkali memiliki informasi yang lebih baik dari pada investor (*asymmetric information*). Keadaan ini akan berpengaruh dalam menentukan struktur modal perusahaan. Manajer akan meningkatkan struktur modal selama perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik atau menguntungkan.

Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Wech (2004), Davis (2001), Nichols & Wahlen (2004), Dhankani (2005), Eldomiaty, et al. (2006) dan Obreja (2006). Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang relevan untuk mencapai tujuan perusahaan (Modigliani & Miller, 1963). Hasil penelitian ini juga sesuai dengan teori keputusan pendanaan dari Modigliani

Model Penciptaan Nilai Tambah Ekonomis dan Nilai Perusahaan

Suripto

& Miller (1963) yang menyatakan bahwa pendanaan dari utang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena adanya penghematan pajak dari pembayaran bunga. Penggunaan utang dalam struktur modal yang tepat akan direspon positif oleh investor dan berdampak positif terhadap harga saham, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Jika pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dilakukan dengan cara emisi saham baru (*right issue*), maka akan direspon negatif oleh investor.

Ross (1977) menyatakan bahwa tingkat utang yang besar sebagai sinyal positif bagi investor. Tindakan yang diambil oleh manajemen dapat dijadikan sebagai sinyal oleh investor mengenai bagaimana cara pandang manajemen terhadap prospek perusahaan, inilah yang mendasari *Signaling Theory*. Temuan ini mendukung *Signaling Theory* yaitu struktur modal sebagai sinyal bagi investor. Penambahan utang dapat diartikan bahwa perusahaan mempunyai kemampuan untuk memenuhi kewajibannya di masa yang akan datang oleh pihak investor dan perusahaan mempunyai risiko bisnis yang rendah (Brigham & Houston, 1999) sehingga penambahan utang telah memberikan sinyal positif.

Pengaruh Manajemen Berbasis Nilai terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh manajemen berbasis nilai terhadap nilai perusahaan tidak didukung oleh data empiris atau ditolak. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chen & Dodd (2001), Curdier & Kent (2001), Byrne (2002), Garvey & Milbourne (2000), Worthington & West (2004), Griffith (2004), tetapi sejalan dengan Bowen & Wallace (1997), Biddle & Bowen (1998), Peyote (2001), Chen & Dodd (2001), Ferguson, *et al.*, (2005), Elali (2006), Ismail (2006) dan hasil penelitiannya Kyriazis dan Anastassis (2007) yang sama-sama meneliti pasar saham yang sedang berkembang (*Athens Stock Exchange*). Perbedaan ini kemungkinan disebabkan oleh sampel, lokasi dan

waktu penelitian yang berbeda, dimana kondisi pasar modal di Indonesia yang belum efisien, berbeda dengan kondisi pasar modal di negara-negara maju sebagai lokasi penelitian dari peneliti sebelumnya.

Secara teoritis pasar akan merespon setiap informasi yang diterimanya. Begitu juga dengan informasi EVA, maka pasar akan meningkatkan harga saham sesuai dengan meningkatnya nilai EVA. Artinya pasar akan mengakui dampak EVA dan akan menggandakan dalam harga saham (Chen & Dodd, 2004). Tidak meningkatnya kinerja atau belum relevansinya model penentuan harga aset tradisional seperti CAPM dan APT telah memberikan suatu daya dorong perilaku keuangan karena model tersebut membutuhkan semua pola yang dapat diperkirakan dalam tingkat pengembalian saham, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Economic profit tidak bertentangan dengan EMH (pasar efisien) sepanjang harga saham sepenuhnya merefleksikan informasi fundamental tentang kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *earning*, dengan demikian dalam waktu tertentu investor tidak dapat mendapatkan *abnormal returns* (tingkat pengembalian yang tidak normal) dari investasi saham (Kothari, 2001). EVA kurang tepat sebagai konstruk dalam *non* - EMH karena CAPM tidak valid sebagai model untuk menghitung *return* yang diharapkan dan harga saham ditentukan oleh faktor non fundamental yang lain dari pada *earning* atau dividen (Paulo, 2001). Artinya dalam konsep ini bahwa EVA tidak relevan dalam menentukan harga saham.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Ekonomi makro mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap karakteristik perusahaan. Dengan demikian bahwa peningkatan ekonomi makro akan meningkatkan karakteristik per-

usaha. Peningkatan tingkat suku bunga dan tingkat inflasi berhasil diatasi oleh perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan yang diprosikan dengan aktiva tetap, profitabilitas, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan belum merupakan faktor penentu struktur modal. Karakteristik perusahaan mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Karakteristik perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap manajemen berbasis nilai. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan karakteristik perusahaan akan meningkatkan manajemen berbasis nilai. Temuan ini mengindikasikan bahwa pelaksanaan manajemen berbasis nilai yang diukur dengan EVA dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan yang diukur dengan aktiva tetap, ukuran perusahaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan.

Ekonomi makro mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal. Artinya bahwa peningkatan ekonomi makro akan menurunkan struktur modal meskipun penurunannya tidak signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan dalam menentukan sumber modal atau kebijakan pendanaan tidak ditentukan oleh kondisi ekonomi makro. Temuan ini membuktikan bahwa ada keterkaitan antara tingkat pengembalian saham dengan faktor ekonomi makro atau dikenal dengan pendekatan APT.

Struktur modal mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap manajemen berbasis nilai. Artinya bahwa peningkatan struktur modal akan meningkatkan manajemen berbasis nilai. Temuan ini mengindikasikan bahwa besarnya biaya modal yang ditentukan oleh besarnya struktur modal berpengaruh signifikan terhadap EVA. Temuan ini mendukung *signaling theory* yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan meningkat setelah diumumkan adanya peningkatan utang perusahaan.

Manajemen berbasis nilai berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan manajemen

berbasis nilai akan meningkatkan nilai perusahaan meskipun peningkatannya tidak signifikan. Secara teoritis pasar akan merespon setiap informasi yang diterimanya, sama halnya juga dengan informasi EVA maka pasar akan meningkatkan harga saham sesuai dengan meningkatnya nilai EVA.

Saran

Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan tidak mengutamakan pendanaan internal (profitabilitas) atau tidak sejalan dengan *pecking order theory* dan tidak memperhatikan penghematan pajak dalam memenuhi kebutuhan modal. Kondisi ini memungkinkan selama perusahaan mempunyai prospek baik yang ditunjukkan oleh semakin meningkatnya IHSG. Berdasarkan temuan ini disarankan kepada perusahaan untuk memperhatikan prospek perusahaan sebagai cermin dari kondisi fundamental perusahaan dalam menentukan struktur modal.

Penelitian ini menemukan bahwa karakteristik perusahaan dan struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap manajemen berbasis nilai. Temuan ini mengindikasikan bahwa kebijakan operasional, kebijakan investasi dan kebijakan pendanaan dapat meningkatkan EVA sebagai dimensi dari pelaksanaan manajemen berbasis nilai. Oleh karena itu disarankan bagi perusahaan untuk menggunakan nilai EVA sebagai dasar menentukan kebijakan investasi, kebijakan operasional dan kebijakan pendanaan ataupun pengukuran kinerja internal perusahaan. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa CAPM tidak relevan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam memprediksi harga saham (nilai perusahaan) sejalan dengan tidak berpengaruh signifikannya manajemen berbasis nilai terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan temuan ini disarankan untuk tidak mengutamakan EVA atau menggunakan CAPM, namun menggunakan APT dalam menentukan harga saham sejalan dengan pengaruh signifikan ekonomi makro terhadap nilai perusahaan.

Model Penciptaan Nilai Tambah Ekonomis dan Nilai Perusahaan

Suripto

Adanya perbedaan perusahaan pencipta EVA positif dengan perusahaan pencipta EVA negatif, dimana variabel pertumbuhan penjualan sebagai variabel pembeda. Berdasarkan temuan ini saran bagi perusahaan yang menghasilkan EVA negatif untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, sehingga dapat meningkatkan nilai EVA. Rekomendasi terhadap penelitian yang akan datang. Terkait adanya beberapa keterbatasan dari penelitian ini baik yang berhubungan dengan metodologi maupun aspek substansi kajian. Penelitian ini menggunakan pendekatan *accounting-based research* yaitu dengan mempelajari fenomena perilaku melalui cara tidak langsung dengan menggunakan data sekunder. Mengatasi keterbatasan ini maka direkomendasikan pada penelitian yang akan datang untuk mencoba menggunakan data primer. Rekomendasi selanjutnya ialah menambah indikator ekonomi makro, karakteristik perusahaan dan dimensi manajemen berbasis nilai, sehingga dapat menghasilkan model yang lebih komprehensif juga direkomendasikan untuk menguji secara parsial dari masing-masing indikator, sehingga dapat di analisis lebih tajam.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. 2005. The Effect of Capital Structure on Profitability, An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6-5.
- Anonim. 2004. Seratus Jagoan Pencetak EVA Terbesar. *Swasembada*, 20(23): 34-38.
- Anonim. 2006. SWA 100 Value Creator. *Swasembada*, 22(25): 34-38.
- Anonim. 2007. SWA 100 Indonesia's Best Wealth Creator 2007. *Swasembada*, 23(26): 36-42.
- Bank Indonesia. 2000-2006. *Laporan Bank Indonesia Akhir Tahun 2000-2006*. <http://www.bi.go.id> (Diakses tanggal 14 Desember 2008).
- BAPEPAM. 2000-2006. *Statistik Pasar Modal*. <http://bapepam.go.id> (Diakses tanggal 20 Desember 2008).
- Bhaduri, S. 2002. Determinants of Capital Structure Choice: A Study of the Indian Corporate Sector. *Applied Financial Economics*, 12: 665-721.
- Biddle, G. R., Bowen, & Wallace, J. 1997. Does EVA Beat Earning? Evidence on Association with Stock Returns and Firms Value. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 6: 183-232.
- Blanzenko, G.W. 2003. Inflation Adjusted Economic Profit. *The Engineering Economist*, 48: 4.
- Booth, L., Aivazian, V., Kunt-Demirguc, A., & Maksimovic, V. 2001. Capital Structure in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 60(1): 7.
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. 1999. *Fundamental of Financial Management*. Edisi Ke-10. Yulianto, Ali Akbar (Penerjemah). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku 2. Salemba Empat Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. 2000-2006. *Informasi Laporan Keuangan Emiten Bursa Efek Indonesia*. <http://idx.co.id> (Diakses 10 Desember 2008).
- Chen, S. & Dodd, J.L. 2001. Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is More Value? *Journal of Managerial Issues*, 13(1): 65-86.
- Davis, J.L. 2001. Explaining Stock Returns: A Literature Survey. <http://www.dfaus.com>.
- Davis, J.L. 2001. Mutual Fund Performance and Manager Style. *Financial Analysts Journal*, 57: 19-27.
- Dhankani, D. 2005. Fundamental Analysis and Stock Returns: India (2000-2005). *The Business Review*. Cambridge.
- Dritsaki, M. 2005. Linkage Between Stock Market and Macro Economic Fundamentals: Case Study of Athens Stock exchange. *Journal of Financial Management & Analysis*, 18(1): 38.
- Eldomiatty, T., Ju Choi, C., & Cheng, P. 2006. Do Informativeness of Co-Integrated Financial Fundamentals Contribute to Shareholder? Evidence from Egypt. *Journal of Financial Management & Analysis*: 14.
- Eldomiatty, T. 2004. Dynamics of Financial Signaling Theory and Systematic Risk Classes Transitional Economies: Egyptian Economy in Perspective. *Journal of Finance Management and Analysis*: 41-59.

- Ferguson, R., Rentzler, J., & Susana, Y. 2005. Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance Profitability. *Journal of Applied finance*, 15: 2.
- Garvey, G.T. & Todd, T.M. 2000. EVA versus Earnings: Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns? *Journal of Accounting Research*, 38: 209-245.
- Graflund, A. 2000. Dynamic Capital Structure: The Case of Hufvudstaden. [http:// www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). (Diakses 12 September 2007).
- Griffith, J.M. 2004. The True Value of EVA. *Journal of Applied Finance*, 14(2).
- IECFIN. 2000-2006. Indonesian Capital Market Directory 2000-2006. *Institute for Economic and Financial Research*. Jakarta.
- Ismail, A. 2006. Is Economic Value Added More Associated with Stock Return than Accounting Earnings? The UK Evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4): 343.
- Lai, S. C. 2005. How Do Macroeconomic News Impact Stock Returns in the Presence of Heterogeneous Beliefs? *The Business Review Cambridge*, 4(2): 199.
- Kyriazis, D. & Anastassis, C. 2007. The Validity of Economic Value Added Approach: An Empirical. *European Financial Management*, 13(1): 71.
- Merikas, A.G. & Merika, A.A. 2006. Stock Prices Response to Real Economic Variables: The Case of Germany. *Managerial Finance*, 32(5): 446.
- Naughton, T. & Madhu, V. 2005. A Multifactor Model Explanation of the Anomalies in the Cross-Section of Expected Stock Returns: Evidence from Indonesia, Singapore and Taiwan. *Finance India*, 19(1): 135.
- Nichols, D.C. & Wahlen, J. 2004. How Do Earnings Numbers Relate to Stock Returns? A Review of Classic Accounting. *Accounting Horizons*, 18(4): 263.
- O' Byrne, S. 1996. EVA and Market Value. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9: 116-125.
- Obreja, J. 2006. Financial Leverage and The Cross-Section of Stock Returns. Job Market Paper. [http:// www.Andrew.cmu.edu/user/iobreja](http://www.Andrew.cmu.edu/user/iobreja). (Diakses tanggal 22 Juli 2008).
- Oxelheim, L. & Wihlborg, C. 2002. Recognizing Macroeconomic Fluctuations in Value Based Management. The Research institute of Industrial Economic. *Working Paper*: 574.
- Sujoko. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Strategi Diversifikasi, Leverage, Faktor Intern, Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Disertasi*. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Supanvanij, J. 2006. Capital Structure: Asian Firms Versus Multinational Firms in Asia. *Journal of American Academy of Business*, 10: 1.
- Tsoukalas, D. 2003. Macroeconomic Factors and Stock Prices in the Emerging Cypriot Equity Market. *Managerial Finance*: 87.
- Tzelepis, D. & Skuras, D. 2004. The Effects of Regional Capital Subsidies on Firm Performance: An Empirical Study. *Journal of Small Business and Enterprises Development*, 11(1): 121- 129.
- Warr, S. R. 2005. An Empirical Study of Inflation Distortions to Economic Value Added (EVA). *Journal of Economics and Business*, 57(2): 119.
- Wech, I. 2004. Capital Structure and Stock Returns. *The Journal of Political Economy*: 106.
- Worthington, A.C. & West, T. 2004. Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value Added (EVA). *Australian Journal of Management*, 29(2): 201.