

PENGARUH *ECONOMIC VALUE ADDED* DAN FAKTOR LAINNYA TERHADAP HARGA PASAR SAHAM

Julianti Sjarief

Alumnus Magister Akuntansi Universitas Trisakti

Aruna Wirjolukito

Magister Akuntansi Universitas Trisakti

Abstract

In financial management perspective, the objective of the firm is maximizing firm value that reflects wealth of the owners. Firm value, so far is acknowledge as a fine parameter in measuring management performance. According to many literature we know before, good performance will absolutely increase value of stockholders' equity. After ROI become famous parameter, nowadays managers look around for better measurement. EVA so far, become one of them and in many cases proved that objectives. This paper examine EVA, a new comer benchmark and tool, as measurement of management performance that proxied by stock price. In regression method used, we simply find that EVA has advantage. Result from this study found that EVA does better status rather than leverage ratio and ages, that reflect firms' reputation before public.

Keywords: *EVA, DER, umur perusahaan, harga saham*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Pada perusahaan-perusahaan yang memisahkan antara kepemilikan dan manajemen secara tegas, seperti kebanyakan perusahaan besar dewasa ini, pengukuran kinerja manajemen merupakan hal yang *crucial*. Dengan melakukan pengukuran terhadap kinerja manajemen, pemilik mengetahui apakah perusahaannya mampu memberikan *benefit* atau *return* yang diharapkan. Perlu diingat, bahwa selain pemilik, investor juga berkepentingan terhadap kinerja manajemen, untuk memilih investasi mana yang memberikan *return* yang tertinggi. Kinerja manajemen dapat diukur dengan berbagai metode. Beberapa metode yang biasa digunakan, antara lain [1] membandingkan *earning after tax* dari beberapa periode berturut-turut, [2] membandingkan dividen yang dibagikan dari beberapa periode berturut-turut, [3] *return on investment*, dan [4] *return on equity*.

Sejak tahun 1990-an, dunia bisnis mengenal alat baru untuk mengukur kinerja keuangan pada suatu perusahaan, alat itu dikenal dengan sebutan *economic value added* atau biasa disingkat EVA. EVA dianggap oleh banyak pihak sebagai yang terbaik dan paling tepat dalam mengukur kinerja manajemen. Secara sederhana, EVA adalah laba usaha setelah pajak sebelum beban bunga (*net operating after tax*) dikurangi biaya modal. Pada dasarnya EVA bukanlah hal baru, dimana ide dasar dari EVA adalah menciptakan nilai bagi pemegang saham dimana pengembalian atas modal investasi (*return on invested capital*) harus melebihi *cost of capital*-nya. Perbedaan EVA dengan tolok ukur kinerja keuangan lainnya adalah EVA memperhitungkan seluruh biaya modal, sedangkan pada tolok ukur lainnya hanya memperhitungkan jenis biaya modal yang mudah dilihat pada laporan laba rugi yaitu biaya bunga dan mengabaikan biaya modal sendiri (*cost of equity*).

Pada pendekatan EVA, praktik rekayasa keuangan dengan maksud memperbaiki kinerja perusahaan tidak dapat dilakukan. Kiat mengejar omzet penjualan tidak dapat dilakukan kecuali apabila peningkatan omzet ini menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi daripada biaya modalnya. Selain itu penerapan EVA menghapus keengganan perusahaan dalam melakukan riset karena pada pendekatan EVA, dana untuk penelitian merupakan kapitalisasi dan dimasukkan ke dalam neraca sehingga mendorong perusahaan untuk menciptakan produk yang inovatif dan kompetitif yang merupakan salah satu

modal persaingan yang baik. Dana penelitian pada Pedoman Standar Akuntansi Keuangan (PSAK no.20) di Indonesia justru dimasukkan ke dalam kelompok biaya yang membebani biaya produksi sehingga membuat perusahaan di Indonesia enggan melakukan penelitian produk.

Di negara-negara maju, khususnya Amerika Serikat dan Eropa Barat, efektivitas EVA dalam mendongkrak kinerja perusahaan sebenarnya telah sangat teruji. Salah satu perusahaan pertama yang sukses menerapkan EVA adalah Coca Cola Company yang merupakan salah satu klien Stern Stewart Management Service, yang setelah menerapkan EVA dapat meningkatkan harga pasar sahamnya menjadi 14 kali lipat. Setelah itu banyak perusahaan lain yang mengikuti jejak Coca Cola Company, guna mengimplementasikan pendekatan EVA di dalam perusahaan. Sebagian besar dari perusahaan tersebut mampu meningkatkan harga sahamnya secara signifikan.

Perumusan Masalah

Pada penelitian ini, kami ingin membuktikan apakah EVA benar-benar dapat diandalkan dalam mengukur kinerja manajemen perusahaan terutama di Indonesia. Secara teori, kinerja manajemen yang baik akan meningkatkan nilai pemegang saham, dalam hal ini adalah harga pasar dari saham. Sehingga kesimpulan sementara kami adalah kinerja manajemen yang baik, yang dalam hal ini diukur dengan EVA, akan berpengaruh positif terhadap harga pasar dari saham perusahaan.

KERANGKA TEORETIS DAN HIPOTESIS

Economic Value Added

EVA merupakan konsep yang dikembangkan pada tahun 1989 oleh Joel M. Stern dan G. Bennet Stewart III pemilik perusahaan konsultan Stern Stewart Management Service, dimana dalam beberapa tahun terakhir ini telah berkembang menjadi alat untuk mengukur kinerja yang digunakan oleh hampir semua perusahaan besar di Amerika Serikat, untuk mengukur efektifitas dari manajemen *financial* mereka. Secara sederhana, besarnya EVA diperoleh dari laba usaha dikurangi biaya-biaya (*charges*) atas *capital* yang diinvestasi (*invested capital*) yang disebut juga *capital charges*, baik dalam perusahaan secara keseluruhan, di tingkat unit bisnis, pabrik, kantor atau lini perakitan. Adapun

persamaan dari EVA adalah :

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{Net Operating After Tax} - \text{Capital Charges} \\ &= \text{Net Operating After Tax} - (\text{Average Cost Of Capital} \times \text{Total Capital Employed}) \end{aligned}$$

EVA yang menghasilkan angka positif berarti keuntungan yang diperoleh perusahaan melebihi harapan tingkat pengembalian yang diharapkan investor dan mampu menutupi biaya-biaya yang timbul untuk memperoleh keuntungan tersebut sedangkan EVA yang menunjukkan angka nol berarti keuntungan yang dihasilkan oleh perusahaan sudah sesuai dengan harapan tingkat pengembalian yang diharapkan investor dan mampu menutupi biaya-biaya yang timbul untuk mendapatkan keuntungan tersebut. Karena EVA adalah angka absolut, sehingga sulit untuk diperbandingkan dengan wajar antara satu perusahaan dengan perusahaan lain sehingga digunakan *spread EVA* atau EVA dalam persentase dengan rumus EVA dibagi dengan *Average Operating Asset*. Definisi *Net Operating After Tax* (NOPAT) menurut Karnadi (1993:29) adalah hasil operasi perusahaan yang diperoleh dari usaha normal perusahaan. Secara singkat NOPAT dapat diperoleh dengan rumus $\text{EBIT} \times (1 - \text{tax})$ atau dinyatakan dengan penjumlahan berikut, yaitu EAT ditambah dengan bunga $(1 - \text{tax})$ ditambah dengan kerugian/ minus keuntungan yang bukan berasal dari operasi normal perusahaan dan ditambah dengan cadangan pajak yang ditangguhkan.

Capital charges merupakan aspek paling penting dan khas dari EVA. Di dalamnya tidak hanya memperhitungkan *charges* (berbentuk bunga) yang harus dibayarkan ke kreditor, tetapi juga biaya-biaya yang harus dibayarkan ke pemegang saham, yang selama ini tidak tercermin dalam laporan akuntansi. Komponen kunci dalam menghitung EVA adalah mencari *Weighted Average Cost Of Capital* atau disingkat WACC. WACC adalah tingkat *return* minimum yang dibobot berdasarkan proporsi masing-masing instrumen pembiayaan dalam struktur modal perusahaan yang harus dihasilkan perusahaan untuk memenuhi harapan kreditor dan pemodal atau pemegang saham. Pembobotan dilakukan karena setiap bentuk pembiayaan yang berbeda mengandung risiko berbeda bagi investor, karena itu, tiap-tiap bentuk pembiayaan yang dipilih perusahaan mengandung *cost* yang berbeda.

Untuk menghitung WACC, komponen pembiayaan yang diikutsertakan dalam penghitungan *cost* adalah semua komponen yang masuk dalam *invested capital*. Secara sederhana WACC dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$WACC = \frac{\text{Hutang} \times K_d (1 - \text{tax})}{\text{Total pembelanjaan}} + \frac{\text{Ekuitas} \times K_e}{\text{Total pembelanjaan}}$$

Hal-hal yang perlu diperhatikan dalam perhitungan WACC antara lain adalah :

- *Cost Of Debt* (K_d)

Definisi dari *cost of debt* menurut Van Horne dan Warchowicz (1995:396) adalah : "*Cost of debt is the required rate of return on investment of the lenders of the company.*" Pinjaman disini dapat berupa pinjaman jangka pendek dan pinjaman jangka panjang, dan juga meliputi kewajiban lancar (*current liabilities*) serta biaya – biaya yang masih harus dibebankan (*accrued expense*). Adapun rumus dari *cost of debt* adalah *interest* (1-tax).

- *Cost Of Equity* (K_e)

Cost of equity adalah biaya yang dibayarkan dalam menarik investor untuk menanamkan uangnya dalam saham perusahaan dan mempertahankan investor tersebut. Bila perusahaan tidak mampu menyediakan *cost of equity* yang layak, maka investor akan melepas investasinya dan beralih ke perusahaan lain dan hal ini akan menyulitkan perusahaan dalam mengumpulkan modal untuk keperluan operasinya.

Cost of equity dapat dihitung dengan dua cara yaitu :

a. *Constant growth valuation model* dengan rumus

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

dimana :

D_1 = *Dividend per share*

P_0 = harga per lembar saham

g = *constant rate of growth in dividend*

b. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dengan model berikut ini :

$$E_{(R)} = R_f + b (R_m - R_f)$$

atau

$$E_{(R)} = R_f + b \times \text{market risk premium}$$

Dimana $E_{(R)}$ adalah harapan pengembalian dari aktiva yang berisiko.

- *Risk Free Rate (R_f)*

Risk free rate adalah balas jasa yang diperoleh investor apabila menginvestasikan dananya pada investasi bebas risiko, misalnya *treasury bills* di Amerika atau obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah.

- *Market Risk Premium*

Market risk premium merupakan balas jasa yang diperoleh investor karena menginvestasikan dananya pada pasar modal secara keseluruhan

- *Beta Coefficient (β)*

Beta coefficient merupakan penyesuaian dari *market risk premium* yang didasarkan dari persepsi risiko dari suatu perusahaan. Jadi beta koefisien adalah pengukuran risiko untuk suatu perusahaan untuk mengidentifikasi respon pengembalian saham terhadap perubahan dari seluruh pasar modal, karena itu apabila perusahaan merasa risiko perusahaannya tidak lebih atau tidak kurang berisiko daripada risiko pasar, maka beta koefisiennya adalah 1. Umumnya nilai beta antara +0,25 dan +1,75. dan bervariasi bisa negatif dan bisa positif. Adapun rumus dari beta adalah covarian (R_x, R_m) dibagi dengan varian (R_m).

- *Invested Capital*

Invested capital merupakan hasil reorganisasi neraca untuk melihat besarnya *capital* yang diinvestasi dalam perusahaan oleh kreditor dan pemodal juga untuk melihat seberapa besar *capital* yang diinvestasi dalam aktivitas operasional dan nonoperasional lainnya. *Invested capital* dapat dihitung dari

1. Jumlah utang jangka pendek
2. Bagian pinjaman bank atau sewa guna usaha atau obligasi jangka panjang yang jatuh tempo dalam satu tahun (*current maturity of long term debt*)
3. Utang jangka panjang
4. Kewajiban pajak yang ditangguhkan (*deferred taxes liabilities*)
5. Kewajiban jangka panjang lainnya
6. Hak minoritas
7. Ekuitas

Penelitian mengenai EVA dalam kaitannya dengan harga saham sebelumnya telah dilakukan oleh Merrill Lynch serta Stern-Stewart. Merrill Lynch menyatakan bahwa tidak ada korelasi positif antara EVA dengan harga saham, sedangkan Stern-Stewart menyatakan bahwa ada korelasi positif antara EVA dengan harga saham. Penelitian Stern dan Stewart dilakukan pada salah satu klien mereka yaitu Herman Miller yang merupakan produsen bir, dimana setelah perusahaannya mengimplementasikan EVA, harga saham perusahaannya mengalami peningkatan. Berdasarkan uraian diatas, dapat dibuat kesimpulan sementara bahwa :

H_1 : *Economic value added* berpengaruh positif terhadap harga saham

- **Debt to Equity Ratio (DER)**

DER adalah perbandingan antara jumlah pinjaman dan jumlah ekuitas dari sebuah perusahaan. *Ratio* ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus *total debt* dibagi dengan *total equity*. *Total debt* diukur dari penjumlahan semua kewajiban perusahaan terhadap pihak luar baik yang *current liabilities* maupun *long-term liabilities*. *Total debt* terdiri dari *trade payable/account payable, accrued expenses, bank loan, tax payable, minority interest* dan *other liabilities*. *Total equity* diukur dari penjumlahan semua modal yang dimiliki perusahaan, yang berasal dari pihak dalam. *Total equity* terdiri atas *common stock, preferred stock, paid-in capital, revaluation of fixed asset*, dan *retained earnings*. Berdasarkan uraian di atas, dapat dibuat kesimpulan sementara bahwa :

H_2 : *Debt to equity ratio* berpengaruh terhadap harga saham secara

Umur Perusahaan

Umur dari perusahaan dapat menunjukkan kredibilitas dan reputasi perusahaan dimata masyarakat, dimana perusahaan yang telah lama berdiri biasanya sudah dikenal dan diterima oleh masyarakat sehingga menimbulkan semacam rasa percaya atas perusahaan tersebut. Perusahaan yang telah lama berdiri secara tidak langsung membuktikan bahwa perusahaan itu mampu bertahan dan meraih laba dalam berbagai kondisi ekonomi pada jangka waktu yang lama. Selain itu juga mampu menunjukkan bagaimana perusahaan dapat mempertahankan posisi perusahaan dalam industri di tengah persaingan. Berdasarkan hal-hal di atas, wajarlah kalau mendorong masyarakat cenderung berinvestasi pada perusahaan yang sudah lama berdiri dan hal ini akan

mendorong naiknya harga pasar saham dari perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, dapat diambil kesimpulan sementara bahwa :

H_3 : Umur perusahaan berpengaruh terhadap harga saham secara positif.

METODOLOGI PENELITIAN

Data dan Sumber data

Populasi perusahaan di BEJ pada tahun 2000 berjumlah 290 perusahaan, sedangkan jumlah perusahaan yang hendak dijadikan sampel adalah 75 perusahaan. Dari 75 perusahaan itu, ternyata hanya ada 51 perusahaan yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel penelitian ini. Kriteria sampel yang digunakan adalah perusahaan yang sudah didaftarkan di BEJ pada tahun 2000 dan tidak melakukan *stock-split*, *bonus shares*, *company listing* maupun *right issue* agar harga saham awal dan akhir periode dapat dibandingkan dengan wajar. Adapun teknik pengambilan sampel yang dilakukan adalah dengan metode *sample random sampling*, dengan harapan sampel yang dipilih dapat menggambarkan kondisi populasi secara keseluruhan.

Data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari sumber-sumber berikut :

1. Laporan Keuangan masing-masing perusahaan tahun 2000 dimana data yang digunakan adalah neraca, laporan laba rugi, bunga pinjaman, dan riwayat singkat mengenai tahun berdirinya perusahaan.
2. *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999, 2000, dan 2001. Data yang digunakan adalah harga saham masing-masing perusahaan pada tiap akhir bulan mulai Januari 1998 sampai Desember 2000.
3. Perpustakaan Bank Indonesia, dimana data yang digunakan adalah sertifikat suku bunga Bank Indonesia 3 bulanan pada tahun 2000, *JIBOR*, *SIBOR*, dan *LIBOR*.

Model Statistik dan Definisi Operasional Variabel

Dari hipotesa di atas, diambil kesimpulan sementara bahwa perubahan harga saham dipengaruhi oleh EVA, DER, dan umur; dengan model statistik sebagai berikut :

$$\text{SAHAM} = b_0 + b_1 \text{EVA} + b_2 \text{DER} + b_3 \text{UMUR} + \varepsilon$$

Dimana :

SAHAM= kenaikan atau penurunan harga saham/lembar pada tahun 2000

EVA = EVA perusahaan pada tahun 2000

DER = DER perusahaan pada tahun 2000

UMUR = Umur Perusahaan sampai tahun 2000

Model statistik yang dibuat oleh penulis memiliki konstanta (b_0) dengan alasan, kenaikan atau perubahan harga saham adalah suatu yang pasti terjadi. Kenaikan atau penurunan ini mungkin disebabkan oleh kondisi ekonomi makro, kondisi politik dan keamanan, kondisi spesifik dari perusahaan tersebut, dan masih banyak hal lainnya yang tak bisa disebutkan satu persatu.

Pada penelitian ini ada tiga variabel independen dan satu variabel dependen. Variabel-variabel independen itu adalah EVA, DER, dan UMUR. Variabel dependennya adalah kenaikan atau penurunan harga pasar saham per lembar dalam setahun. Harga saham yang akan diperbandingkan dengan EVA, DER, dan UMUR adalah selisih harga saham selama tahun 2000 (SAHAM). Harga saham disini adalah harga pasar saham tersebut menurut pasar modal (BEJ) pada akhir tahun 1999 dan akhir tahun 2000.

Metode Analisis Data

EVA dihitung dengan tarif pajak sebesar 30% dan dengan menggunakan tingkat bunga tingkat bunga SIBOR (*Singapore Inter Bank Offered Rate*), LIBOR (*London Inter Bank Offered Rate*), dan JIBOR (*Jakarta Inter Bank Offered Rate*) yang di-markup sebesar *rate* tertentu. Adapun besarnya SIBOR tahun 2000 adalah 6,65%, LIBOR tahun 2000 adalah 6,65%, dan JIBOR tahun 2000 adalah 10,63%. Sedangkan besarnya *cost of equity* dihitung dengan menggunakan model CAPM. Untuk menghitung besarnya R_i digunakan rata-rata tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia selama tiga bulan selama tahun 2000, yaitu sebesar 12,34%. *Market risk premium* menunjukkan balas jasa yang diperoleh investor karena menginvestasikan dananya pada pasar modal secara keseluruhan. *Market risk premium* yang kami gunakan adalah 6%, angka ini kami peroleh mengacu pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Markplus&Co yang menggunakan 6% sebagai *market risk premium*. Sedangkan untuk *beta coefficient* kami mendapatkannya dengan menghitung menggunakan rumus β seperti bab

sebelumnya, dimana R_x mewakili *return* saham perusahaan pada tiap akhir bulan selama 3 tahun (1998 sampai 2000). Sedangkan R_m mewakili *return* IHSG pada tiap akhir bulan selama 3 tahun (1998 sampai 2000).

Sedangkan nilai variabel DER diperoleh dengan cara mengutip hasil perhitungan yang disajikan dalam *Indonesian Market Capital Directory 2001*. Umur perusahaan (UMUR) ditentukan dengan melihat tahun berdiri perusahaan berdasarkan akte notaris pendirian pertama perusahaan tersebut sampai tahun 2000. Bila perusahaan pada suatu saat tertentu mengubah nama perusahaan, maka perhitungan tetap diasumsikan mulai tahun pendirian awal perusahaan dan bukan tahun perubahan nama.

ANALISA DAN PEMBAHASAN

Berikut ini ditampilkan gambaran umum mengenai EVA, DER, UMUR, dan perubahan harga saham (SAHAM) dari sampel penelitian kami pada tabel 1.

Tabel 1
Deskriptif Statistik

	<i>N</i>	<i>Range</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Mean</i>	<i>Deviation Std</i>
EVA	51	1,02	-36%	65%	-6,86%	0,13233
DER	51	164,27	-148	16,27	-1,7929	21,817
UMUR	51	109	7	116	28,4314	18,546
SAHAM	51	17200	-6600	10600	-450,098	2478,3768

Dalam penelitian ini, dilakukan pengujian normalitas dan multikolinearitas dari sampel-sampel dependen variabel agar diperoleh kepastian mengenai layak tidaknya sampel-sampel yang akan digunakan untuk pengujian hipotesis. Uji normalitas dari dependen variabel dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov dengan nilai signifikansi pada $\alpha=1\%$ dan H_0 adalah data terdistribusi secara normal. Berikut adalah tabel pengujian normalitas dari dependen variabel.

Tabel 2
Tabel Uji Kolmogorov-Smirnov

Nilai uji K-S	
Unstandardized Residual	0,124*

* signifikan pada $\alpha = 0,01$

Dari tabel uji Kolmogorov-Smirnov terlihat bahwa sampel dari penelitian ini telah terdistribusi dengan normal. Sedangkan untuk uji multikolinieritas, penulis menggunakan uji dilakukan dengan menggunakan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Angka VIF yang tinggi menandakan ada korelasi yang kuat antara sesama independen variabel. Sedangkan angka VIF dibawah 5 menandakan peluang terjadinya multikolinieritas antara sesama independen variabel adalah kecil.

Tabel 3
Variance Inflation Factor

Dependen Variabel	VIF
EVA	1,063
DER	1,014
UMUR	1,077

Dari tabel di atas, dapat ditarik kesimpulan bahwa antara independen variabel tidak berpeluang terjadinya multikolinieritas, sehingga pengujian dengan analisa regresi dapat menjelaskan dengan baik hubungan antara dependen dan independen variabel. Analisa regresi berganda dilakukan dengan menggunakan *software* SPSS versi 11.0. Berikut ini adalah hasil dari analisa regresi yang sudah disederhanakan.

Tabel 4
Hasil Analisis Regresi

Model	Beta	t-value
(Constant)	1595,714	2,488
EVA	8205,966	3,385*
DER	3,310	0,230
UMUR	-51,959	-2,984*
R ²	0,259	
F-value	5,480*	

* signifikan pada $\alpha = 0,01$

Dengan melihat tabel 4, dapat disimpulkan mengenai hubungan antara dependen variabel dengan independen variabel. R^2 sebesar 25,9% berarti 25,9 % bagian dari dependen variabel (Δ harga saham) yang dapat dijelaskan oleh independen variabel (EVA, DER, UMUR), sedangkan 74,1 % sisanya dijelaskan oleh independen variabel yang lain, yang tidak tercantum dalam penelitian ini. Untuk penelitian akuntansi, nilai tersebut diyakini cukup memberikan kontribusi berarti. *F-value* sebesar 5,480 dan signifikansi pada tingkat $\alpha = 1\%$, berarti variasi perubahan dari independen variabel (EVA, DER, dan UMUR) secara bersamaan mempengaruhi variasi perubahan dependen variabel (SAHAM). Adapun persamaan regresi dari independen variabel dan dependen variabel adalah sebagai berikut:

$$\text{SAHAM} = 1595,714 + 8205,966 \text{ EVA} + 3,310 \text{ DER} - 51,959 \text{ UMUR} + \varepsilon$$

Pengujian Hipotesis 1

Setelah melakukan uji t, ternyata dependen variabel EVA menghasilkan nilai uji t sebesar 3.385 dan signifikan pada $\alpha = 1\%$. Dengan demikian H_1 dapat diterima dan terbukti secara statistik bahwa EVA mempengaruhi dengan kuat kenaikan atau penurunan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa pengukuran kinerja perusahaan yang menggunakan pendekatan EVA, dapat digunakan untuk meramalkan perubahan harga saham. Tanda yang dihasilkan adalah positif, sesuai dengan yang diharapkan, hal ini berarti semakin besar *spread* EVA suatu perusahaan akan semakin besar pula kenaikan harga saham perusahaan tersebut.

Pengujian Hipotesis 2

Setelah melakukan uji t, ternyata dependen variabel DER menghasilkan nilai uji t sebesar 0,230 dan tidak signifikan pada $\alpha = 1\%$. Dengan demikian H_2 belum dapat diterima dan terbukti secara statistik bahwa tidak terdapat hubungan antara DER dengan kenaikan atau penurunan harga saham. Hal ini menunjukkan DER tidak dapat digunakan sebagai alat meramalkan perubahan harga saham.

Pengujian Hipotesis 3

Setelah melakukan uji t, ternyata dependen variabel umur perusahaan (UMUR) menghasilkan nilai uji t sebesar -2,984 dan signifikan pada $\alpha = 1\%$.

Berdasarkan hasil tersebut, penulis menyatakan menolak H_3 , karena tanda yang penulis harapkan berbeda dengan tanda menurut uji analisa regresi. Tanda yang dihasilkan adalah negatif, berlawanan dengan yang diharapkan, hal ini berarti semakin lama perusahaan itu berdiri akan menyebabkan harga sahamnya makin turun.

Spread EVA menunjukkan tanda yang positif, yang berarti *Spread EVA* mempengaruhi secara positif perubahan harga saham. Hal ini menyatakan kepada kita bahwa EVA secara statistik dapat digunakan mengukur kinerja manajemen. Kemampuan EVA dalam mengukur kinerja manajemen sudah terbukti pada banyak perusahaan, terutama diluar negeri. EVA tidak seperti alat pengukur yang lain, menghitung harapan pengembalian dari pemilik modal sendiri. Walaupun EVA adalah alat pengukur kinerja yang baik, namun keberadaannya kurang mendapat perhatian dari kalangan bisnis dan investor di Indonesia. Perlu diingat di sini bahwa, sebagian besar komponen dari EVA didapat dari laporan keuangan masing-masing perusahaan. Sudah menjadi rahasia umum, bahwa perusahaan di Indonesia banyak yang melakukan manipulasi dalam laporan akuntansinya, bahkan pada perusahaan yang sudah diaudit. Hal ini yang membuat pengukuran manajemen dengan menggunakan pendekatan EVA kurang digemari di Indonesia.

Sebelumnya sudah ada peneliti yang melakukan pengujian pengaruh antara EVA dengan harga saham. Penelitian itu antara lain dilakukan oleh Stern & Stewart, Co mulai Juni 1997 sampai April 1998 dengan kesimpulan ada pengaruh antara EVA dengan perubahan harga saham. Riset Clinton dan Chen (1998) tahun 1991 sampai dengan 1995 juga menyimpulkan ada hubungan antara EVA dengan harga saham, walaupun tidak begitu kuat. O'Byrne (1998) dan Walbert (1994) juga menyimpulkan ada hubungan antara EVA dengan kenaikan/penurunan harga pasar saham. Penelitian yang penulis lakukan semakin menyakinkan kita semua bahwa EVA memang mempengaruhi harga saham. Di dunia nyata, kinerja dari manajemen tidak melulu dihitung dari aspek keuangan, masih ada faktor-faktor lain yang berpengaruh. Faktor-faktor itu antara lain strategi pemasaran perusahaan, sumber daya manusia, perkembangan teknologi, kepuasan pelanggan, kepuasan karyawan dan masih banyak lainnya. EVA hanya mengukur kinerja manajemen dari sisi keuangan dan *return* yang diharapkan investor.

Pada penelitian ini terbukti secara statistik bahwa DER tidak mempengaruhi kenaikan atau penurunan harga saham. Investor dan para

pelaku pasar modal di Indonesia tampaknya tidak memperhitungkan DER dalam memilih investasi mereka. Hal ini mungkin karena mereka menganggap banyak faktor lain yang lebih berpengaruh dibandingkan DER dalam meramalkan harga saham. Umur perusahaan adalah salah satu alat untuk mengukur reputasi perusahaan. Pada penelitian ini umur perusahaan menghasilkan tanda negatif. Tanda negatif ini berarti semakin lama perusahaan berdiri, maka harga sahamnya makin turun. Hal ini mungkin disebabkan oleh beberapa hal. *Pertama*, investor menganggap perusahaan yang sudah lama berdiri harga sahamnya sudah pada batas atasnya, sehingga sulit lagi untuk naik. *Kedua*, perusahaan yang sudah lama berdiri kemungkinan untuk melakukan manipulasi pada laporan keuangannya lebih besar dibandingkan perusahaan yang masih baru berdiri. *Ketiga*, perusahaan yang masih baru berdiri kemungkinan besar mempunyai tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang sudah lama berdiri.

Setelah melakukan analisa regresi untuk melakukan pengujian terhadap hubungan antara dependen variabel dan independen variabel, maka kami menyimpulkan beberapa hal. Pengukuran kinerja yang menggunakan pendekatan EVA dapat digunakan untuk mengukur efisiensi dan efektifitas dari suatu perusahaan. Hal ini terbukti dengan hasil uji statistik yang menyatakan ada hubungan antara EVA dengan harga saham. EVA, seperti yang sudah dibahas sebelumnya, mempunyai keunggulan dibandingkan pengukuran yang lain, karena memperhitungkan besarnya *cost of equity*. Memang bila dibandingkan dengan pengukuran kinerja yang lain, EVA lebih sulit untuk dihitung. *Cost of equity* yang benar-benar mencerminkan *return* yang diharapkan oleh investor sulit untuk ditentukan, kita hanya bisa memperkirakan dengan menggunakan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Sungguhpun demikian dengan menggunakan pendekatan EVA kita dapat memperoleh pengukuran yang lebih akurat mengenai berapa sesungguhnya *profit* yang harus diperoleh perusahaan untuk memuaskan pemilik modal. Pemilik modal disini adalah penyedia dana yang terdiri atas kreditur dan investor.

Menurut pandangan tradisional, perusahaan yang efektif dan efisien adalah perusahaan dengan profitabilitas yang besar. Sedangkan menurut pendekatan EVA, perusahaan yang efektif dan efisien adalah perusahaan yang mampu menghasilkan *return* sesuai atau melebihi *return* yang diharapkan pemilik modal. Hal ini menunjukkan pada kita, bahwa pendekatan EVA lebih komprehensif dibandingkan pendekatan tradisional. Perusahaan yang mampu

menghasilkan *profit* belum tentu memiliki EVA yang positif, sedangkan perusahaan yang memiliki EVA yang positif pasti perusahaan yang menghasilkan *profit*. Kegunaan pendekatan EVA sudah banyak terbukti pada perusahaan di Amerika Serikat dan negara-negara Eropa. Perusahaan yang menggunakan konsep EVA dalam manajemennya, terbukti mampu meningkatkan kinerja manajemennya dan terbukti pada kenaikan harga pasar sahamnya. Perusahaan itu antara lain Coca-Cola, JC Penney, Herman Miller, Webster Finl, Furon, Hershey Foods, Quaker Oats, dan Polaroid.

Perusahaan yang membukukan EVA yang positif di Indonesia baru sedikit. Dari 51 perusahaan yang menjadi sampel, hanya ada 8 perusahaan yang memiliki EVA positif yaitu [1] Gudang Garam, [2] Procter & Gamble, [3] Aneka Tambang, [4] Multi Bintang, [5] Astra Otoparts, [6] Aqua Golden Mississippi, [7] Tempo Scan Pacific dan [8] Hero Supermarket. Kedelapan perusahaan itu mempunyai persamaan, antara lain mempunyai jaringan distribusi yang kuat, merek yang dikenal luas, menghasilkan produk yang diperlukan masyarakat banyak, dan strategi pemasaran (*segmenting, targeting, positioning, diferensiasi*) yang tepat. Penulis percaya bahwa di masa depan akan banyak perusahaan di Indonesia yang menggunakan pendekatan EVA untuk mengukur kinerja perusahaannya. Hal ini disebabkan makin beratnya persaingan dalam bisnis. Perusahaan yang ingin bertahan dan berkembang harus menciptakan *return* sesuai dengan yang diharapkan pemilik modal, bukan hanya asal mendapatkan laba.

DER mengukur struktur modal suatu perusahaan. Menurut teori, perusahaan yang hutangnya lebih besar dari modal sendiri ($DER > 1$) akan menyebabkan perusahaan tersebut sangat berisiko, sehingga dijaui oleh investor akibat akan mengalami penurunan harga saham. Demikian pula sebaliknya, bila perusahaan mempunyai modal sendiri yang lebih besar dari hutangnya ($DER < 1$), maka perusahaan tersebut kurang berisiko, akibatnya harga sahamnya akan naik. Setelah melakukan pengujian analisa regresi terhadap dependen variabel DER, maka tidak terdapat hubungan antara DER dengan harga saham. Menurut penelitian kami DER tidak boleh digunakan sebagai alat untuk memprediksi perubahan harga saham. DER memang pengukuran yang penting untuk mengetahui perbandingan sumber dana perusahaan, tetapi ternyata di Indonesia struktur modal perusahaan bukan merupakan faktor yang mempengaruhi kenaikan atau penurunan harga saham perusahaan.

Umur perusahaan adalah salah satu faktor yang penulis perkirakan mempengaruhi perubahan harga saham. Setelah kami melakukan uji regresi ternyata ada hubungan antara umur perusahaan dengan perubahan harga saham. Karenanya bagi investor pasar modal, cukup bijaksana bila dalam memilih investasi memperhitungkan umur dari perusahaan tersebut.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penulis menyarankan kepada investor bahwa EVA dapat digunakan sebagai salah satu alat untuk memprediksi pergerakan nilai saham. Memang dalam meramalkan harga saham, EVA bukanlah satu-satunya faktor penentu. Peristiwa-peristiwa politik, ekonomi makro, pasar modal global, gejolak kurs mata uang, kejadian spesifik perusahaan yang bersangkutan dan lain-lain juga merupakan faktor penting untuk meramalkan perubahan harga saham. Tapi adalah bijaksana bagi investor untuk memulai memilih investasinya dengan menghitung EVA perusahaan terlebih dahulu. Penulis juga menyarankan pada manajemen puncak, terutama perusahaan *go public*, untuk memulai sedini mungkin penggunaan konsep EVA dalam perusahaannya. Perusahaan yang tidak mampu memberikan kepada investor *return* yang diharapkan, ditandai dengan EVA negatif, secara logis tentu akan ditinggalkan investor. Sebaliknya perusahaan yang memberikan *return* yang diharapkan oleh investor, ditandai dengan EVA positif, akan diminati oleh investor. Berikut ini adalah langkah-langkah yang dapat dilakukan untuk menaikkan EVA perusahaan

- 1) Meningkatkan perputaran aktiva
Hal ini dapat dilakukan dengan meningkatkan penjualan, mengurangi aktiva yang tidak perlu, dan mengurangi jangka waktu kredit, sehingga laba perusahaan akan meningkat.
- 2) Melepaskan bisnis yang tidak menguntungkan
Bisnis dari perusahaan yang memiliki EVA negatif sebaiknya dibuang agar tidak membebani bisnis lain yang memiliki EVA positif.
- 3) Memperbaiki aktiva bukan menggantinya
Sudah merupakan kebiasaan manajer untuk membeli aktiva baru. Hal ini akan membuat aktiva perusahaan meningkat tanpa diiringi peningkatan laba, akibatnya EVA perusahaan akan turun. Agar EVA perusahaan bisa positif, kebiasaan buruk ini harus dihilangkan.

- 4) Memilih perjanjian dengan biaya modal kecil
Manajer harus melakukan perjanjian bisnis dengan biaya modal kecil. Hal ini akan berpengaruh pada EVA perusahaan. Semakin kecil biaya modal dari suatu perjanjian akan membuat EVA makin besar.

DAFTAR PUSTAKA

- Dess, Gregory E., and Alex L. Miller, 1996, *Strategic Management*, New Jersey : McGraw Hill,
- Djawahir, Kusnan M, 2001, "Saatnya Mengejar The True Economic Profit", *SWA*, vol. 17 no. 20 (Oktober , hal. 24-34.
- Erdogan, Oral, Niyazi Berk, and Erol Katircioglu, 2000, "The Economic Profit Approach in Firm Performance Measurement : Evidence From The Turkish Stock Market", *Russian and East European Finance and Trade*, vol.1 no.5 (September-Oktober), pp. 54-75.
- Ikatan Akuntan Indonesia, 2002, *Standar Akuntansi Keuangan per 1 April 2002*, Jakarta: Salemba Empat.
- Karnadi, Steve H, 1989, *Manajemen Pembelanjaan*, jilid 1 dan 2, Jakarta:Yayasan Promotio Humana.
- Koetin, E.A, 1993, *Analisis Pasar Modal*, cetakan ke-4, Bandung: Pustaka Sinar Harapan.
- Helfert, Erich A, 2000, *Techniques of Financial Analysis: A Guide to Value Creation*, edition 10th , Singapore: Prentice Hall International.
- Levy, Haim and Marshall Sarnat, 1990, *Capital Investment and Financial Decisions*, edition 4th , Singapore: Prentice Hall International.
- Mark Plus, 2001, "Metodologi Penghitungan EVA 2001", *SWA*, vol. 17 no.20 (Oktober 2001), hal. 30-31. Indonesian Capital Market Directory.
- Riyanto, Bambang, 1995, *Dasar - dasar Pembelanjaan Perusahaan*, edisi ke-4, Yogyakarta: BPFE.
- Stern, Joel M., John S. Shiely, and Irwin Ross, 2001, *The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in An Organization*, New York: John

Wiley&Sons Inc.

Stewart, G. Bennet, 1991, *A Guide For Senior Manager : The Quest For Value*, Harper Collins Publisher.

Supranto, J, 2000, *Statistik: Teori dan Aplikasi*, jilid 1 dan 2, edisi ke-6, Jakarta: Erlangga.

Tully, Shawn, 1993, "The Real Key To Creating Value". *Fortune Magazine*, no.8 (September).

Utomo, Lisa Linawati, 1999, "EVA Sebagai Ukuran Keberhasilan Kinerja Manajemen Perusahaan". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, vol.1 no.1 (Mei), hal. 28-42.

Van Horne, James C, 1998, *Financial Management and Policy*, edition 11th Singapore: Prentice Hall International.

_____, and John M. Warchowicz, 1995, *Fundamental of Financial Management*, New Jersey: McGraw-Hill.

Wijaya, 2001, *Analisis Statistik Dengan Program SPSS 10.0*, Bandung: Alfabeta.

Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland, 1999, *Manajemen Keuangan* (judul asli: *Managerial Finance*), edisi ke-9, jilid 2, penerjemah Yohanes Lamarto, Jakarta: Erlangga.

Young, S. David and Stephen F. O'Byrne, 2001, *EVA dan Manajemen Berdasarkan Nilai: Panduan Praktis Untuk Implementasi* (judul asli: *EVA and Value-Based Management : A Practical Guide to Implementation*), edisi pertama, penerjemah Lusy Widjaja, Jakarta: Salemba Empat.