PENGARUH *ECONOMIC VALUE ADDED* TERHADAP *RETURN* SAHAM PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA

Ronny Irawan
Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya
jasperconsult@yahoo.com

Abstract

The goal of every companies is to maximize their value. Value of them is correlated with the performance that achieved. Companies' value is measured with stock return or stock price. If the performance is increase, so their value will increase also. Companies' performance usually are measured by one of traditional accounting measurement such as accounting profit, revenue growth, return on investment. Traditional measurements were supposed having more risk, because if companies only focus on the big growth without consider about the higher return than cost of capital, it will destroy company value. One alternative of performance measurements that can be used is economic value added. This research analyzed the influenced of economic value added to stock return, using alternative models. Based on linier regression testing, this study found that there was no a significant effect of current or previous economic value added to current stock return. Second, there was no a significant effect of the change of current or previous economic value added to the change of current stock return of the public companies listed on Indonesian Stock Exchange in 2002 until 2007.

Keywords: *Performance Measurement, Economic Value Added, Stock Return.*

Pendahuluan

Setiap perusahaan ingin dapat memaksimalkan nilai perusahaannya. Nilai perusahaan tercermin dari *return* saham atau harga sahamnya. Nilai perusahaan berhubungan dengan kinerja yang dihasilkan. Perusahaan yang memiliki kinerja yang baik, maka akan meningkatkan nilai perusahaan di mata investor, demikian pula sebaliknya. Kinerja perusahaan seringkali diukur dengan hanya memfokuskan pada salah satu ukuran perhitungan dari akuntansi tradisional seperti laba akuntansi, pertumbuhan pendapatan, dan rasio tingkat kembalian investasi (*return on investment*). Pengukuran secara tradisional ini dianggap berisiko karena jika perusahaan hanya berfokus pada pertumbuhan pendapatan atau laba yang besar saja tanpa memperhatikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari biaya modal yang digunakan, akan menghancurkan nilai perusahaan.

Salah satu alternatif pengukuran kinerja perusahaan yang dapat digunakan adalah ukuran kinerja perusahaan yang dikemukakan oleh Stern Steward yaitu *Economic Value Added* (EVA). EVA adalah nilai tambah ekonomis yang diciptakan perusahaan dari kegiatan atau strateginya selama periode tertentu. Konsep EVA mencoba menggabungkan antara ukuran tradisional dengan konsep

biaya modal. Selain itu, EVA dapat memberikan sistem pengukuran yang baik untuk menilai suatu kinerja dan prestasi keuangan manajemen perusahaan karena EVA berhubungan langsung dengan nilai pasar sebuah perusahaan. Pengukuran kinerja dan prestasi dengan menggunakan EVA timbul akibat antisipasi kelemahan pengukuran kinerja akuntansi tradisional. Pengukuran kinerja dengan EVA terus menjadi perdebatan. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996) menunjukkan bahwa EVA hanya mampu menunjukkan hubungan dengan *stock return* sebesar 20,2%. Sementara itu, Makeleainen (1998) menunjukkan bahwa semakin besar EVA yang diharapkan dari suatu perusahaan, maka akan semakin besar nilai pasarnya, karena itu juga akan meningkatkan harga saham. Secara khusus jika pertumbuhan profitabilitas riil perusahaan bertumbuh, yakni pertumbuhan dari EVA, maka akan meningkatkan harga saham perusahaan.

Menurut Fernandez (2001) ukuran-ukuran yang digunakan dalam akuntansi seperti EVA dan *cash value added* tidak mungkin mengukur penciptaan nilai perusahaan, disebabkan angka-angka yang ada di dalam laporan keuangan bersifat historis. Nilai perusahaan dan peningkatan nilai perusahaan dalam suatu periode pada dasarnya ditentukan oleh perubahan-perubahan ekspektasi mengenai pertumbuhan *cash flow* perusahaan dan perubahan-perubahan risiko perusahaan. Sedangkan Stern Steward dalam Fernandes (2001) menyatakan bahwa EVA merupakan ukuran kinerja yang berhubungan langsung dengan penciptaan kekayaan perusahaan sepanjang waktu, di mana dengan mengelola EVA menjadi lebih tinggi maka akan mengelola harga saham yang lebih tinggi pula.

Lingkup penelitian adalah menguji hubungan EVA dengan nilai pasarnya, yang dicerminkan pada harga saham atau *return* saham. Medeiros (2005) menemukan bahwa signifikan tergantung dari kesesuaian variabel-variabel yang diteliti seperti tingkatan lawan perubahan (*levels versus changes)* dan penentuan waktu yang tepat antara variabel dependen dengan variabel penjelas. Karena itu, penelitian ini mencoba meneliti kembali hubungan antara EVA dengan *stock return* dengan model yang dikembangkan Medeiros (2005) untuk perusahaan-perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Rerangka Teori dan Hipotesis

Economic Value Added (EVA)

EVA diperkenalkan pertama kali oleh *Stern Steward Management Service* sebuah konsultan di Amerika Serikat pada tahun 1980-an. EVA dipakai sebagai alat untuk menilai kinerja suatu pusat investasi. EVA merupakan pembaharuan dari *economic profit* atau *residual income* yang diperkenalkan lebih dari dua abad yang lalu. EVA tidak hanya digunakan sebagai ukuran dari kinerja perusahaan dan sebagai dasar pemberikan sistem bonus, tetapi juga merupakan indikator dari nilai yang diciptakan (*value created*) atau dihancurkan (*value destroyed*) dari pemegang saham (Medeiros, 2005). Jika nilai pasar total dari perusahaan melebihi dari modal yang diinvestasikan maka perusahaan telah menciptakan nilai (*created value*) bagi pemegang saham, sebaliknya jika nilai pasar total dari perusahaan

lebih rendah dari modal yang diinvestasikan maka perusahaan telah mengalami penghancuran nilai (*destroyed value*) dari pemegang saham.

Konsep EVA memiliki prinsip bahwa keberhasilan manajemen diukur berdasarkan nilai tambah ekonomis yang diciptakan selama periode tertentu. Dengan identifikasi aktivitas *value added* dan *nonvalue added* maka manajemen berupaya menambah aktivitas yang *value added* dan mengurangi/menghilangkan aktivitas *nonvalue added* (Utomo, 1999). Menurut O'Byrne dan Young (2001), EVA merupakan laba operasi perusahaan setelah pajak (*net operating profit after tax*) dikurangi biaya modal (*cost of capital*). Biaya modal sama dengan modal yang diinvestasikan perusahaan dikalikan rata-rata tertimbang (*weighted average*) dari biaya modal (WACC). Sementara itu, WACC merupakan jumlah biaya dari setiap komponen modal, utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan ekuitas pemegang saham ditimbang berdasarkan proporsi relatifnya dalam struktur modal perusahaan pada nilai pasar. Penghitungan EVA dalam berbagai kondisi seringkali digunakan formula yang berbeda-beda disebabkan adanya penyesuaian-penyesuaian yang dilakukan oleh pengukur. Oleh karena itu, beberapa perusahaan mempunyai versi yang berbeda dalam menghitung EVA dengan melakukan penyesuaian-penyesuaian seperti penyesuaian yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (2001) yaitu dengan menambahkan nilai *Capital* dan NOPAT dengan kenaikan *deferred tax reserve*, LIFO *reserve*, amortisasi *goodwill*, *unsual loss (gain)*, dan *bad debt reserve*. Penyesuaian tersebut dilakukan agar memberikan nilai EVA yang dapat mencerminkan *economic profit* yang diciptakan perusahaan dan memperbaiki distorsi yang timbul baik karena kecenderungan manajer merekayasa laporan keuangan maupun karena masih banyaknya kekurangan *General Accepted Accounting Principles*.

Widayanti seperti dikutip oleh Mulia (2002) menyatakan tahapan untuk perhitungan EVA adalah sebagai berikut:

1. Menghitung ongkos modal hutang.
2. Menghitung ongkos modal saham.
3. Menghitung struktur permodalan berdasarkan neraca.
4. Menghitung ongkos modal tertimbang (*Weighted Average Cost Capital*).
5. Menghitung EVA.

Return Saham

Pengembalian (*return*) yang diterima pemegang saham bisa dilihat dari penerimaan dividen tunai ataupun perubahan harga saham pada suatu periode. Harga saham merupakan harga yang dibentuk dari interaksi penjual dan pembeli saham yang dilatarbelakangi harapan terhadap profit perusahaan. Harga saham merupakan cerminan prospek perusahaan, jika prospek membaik maka harga saham tersebut akan meningkat (Husnan, 2005). Jika perusahaan berkembang dengan baik, maka nilai perusahaan akan meningkat dan menyebabkan nilai investasi pada perusahaan akan meningkat. Harga saham merupakan indikator nilai yang dipengaruhi secara langsung maupun tidak langsung oleh faktor-faktor seperti: fundamental perusahaan, teknis, dan sosial politik (Usman, 1990).

Pengaruh EVA dengan *Return* Saham

Terdapat beberapa penelitian empiris yang menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda mengenai pengaruh EVA terhadap *stock return*. Lehn dan Makhija (1996) membuktikan pengaruh positif antara *stock return* dengan EVA dan MVA tetapi pengaruh tersebut rendah dan sedikit melebihi daripada ukuran kinerja tradisional seperti ROA, ROE, dan ROS. O'Byrne (1996) menemukan bahwa EVA mampu menjelaskan 31% dari nilai pasar, sedangan perubahan EVA (EVA_t $-EVA_{t-1}$) menjelaskan sebesar 55% dari perubahan nilai pasar. Sedang penelitian Dodd dan Chen (1996) menguji hubungan antara nilai saham dengan berbagai macam ukuran profitabilitas menghasilkan kesimpulan bahwa ROA menghasilkan penjelasan yang paling baik dengan R^2 sebesar 24,5%, EVA sebesar 20,2%, *residual income* sebesar 19,4%, EPS dan ROE sebesar 5-7%.

Biddle, Bowen dan Wallace (1998) menemukan bahwa EVA memiliki hubungan yang lebih besar dengan penilaian saham dan nilai pasar daripada *accrual earnings*. Tetapi sebaliknya *earnings* memiliki hubungan yang kuat dengan *stock returns* dan nilai pasar daripada EVA, *residual income*, dan arus kas operasi. Sebaliknya, Griffit (2006) yang meneliti hubungan antara EVA dengan kinerja saham (*stock performance)* menemukan bahwa EVA, MVA, dan FGR merupakan alat yang buruk dalam penilaian kinerja saham. Ia mengatakan bahwa IRR *return on gross investment* merupakan ukuran kinerja ekonomis perusahaan yang lebih akurat daripada EVA. Medeiros (2005) menemukan bahwa *stock returns* dipengaruhi oleh perilaku EVA periode sebelumnya, oleh karena itu mengapa beberapa penelitian sebelumnya menemukan bahwa terdapat hubungan yang lemah atau tidak hubungan antara *stock return* dan EVA. EVA mempengaruhi *stock return* tetapi hubungan ini tidak secara langsung. Secara spesifik penelitiannya menemukan bahwa *stock returns* secara signifikan dipengaruhi oleh perubahan EVA dengan ukuran satu tahun.

Makelainen (1998) menyatakan bahwa harga saham akan mengikuti EVA lebih dekat daripada ukuran atau rasio seperti EPS, ROE, dan *Operating Margin.* Ini terjadi karena EVA memberikan kepada apa yang sebenarnya diinginkan oleh investor yaitu nilai kembali modal bersih (*net return on capital).* Semakin besar EVA yang diharapkan maka semakin besar nilai pasar, konsekuensinya harga saham semakin besar pula. *Stock return* pada akhirnya akan mencerminkan pengharapan atas EVA di masa akan datang. Pengharapan demikian menanggung ketidakpastian dan mengalami perubahan secara terus menerus yang membuat harga saham bisa berubah-ubah. Karena itu sulit untuk mengamati hubungan antara EVA dan harga saham dalam periode yang pendek. Makelainen (1998) menyatakan bahwa nilai pasar perusahaan amat didasarkan pada pengharapan atas *cash flow* di masa akan datang. Perubahan pada *current stock returns* akan mencerminkan perubahan *cash flow* di masa akan datang dan pengharapan EVA di masa akan datang. *Current* EVA tidak pernah dapat menjelaskan dengan baik *current stock returns,* tetapi perubahan dari *current* EVA dapat mengimplikasikan perubahan EVA yang diharapkan di masa akan datang.

Fernandez (2001) juga berpendapat bahwa penciptaan nilai perusahaan dan peningkatan nilai perusahaan dalam suatu periode pada dasarnya ditentukan

oleh perubahan-perubahan ekspektasi mengenai pertumbuhan *cash flow* perusahaan dan perubahan-perubahan risiko perusahaan. EVA merupakan ukuran kinerja yang bersifat historis karena menggunakan data-data masa lalu. Ukuran kinerja perusahaan atau nilai perusahaan dipengaruhi oleh ekspektasi bagaimana peluang pertumbuhan perusahaan, baik dilihat dengan peluang pertumbuhan *cash flow* dan perubahan risiko perusahaan.

Dari rerangka teori tersebut maka ada beberapa hipotesis penelitan yang akan dibahas dalam penelitian ini, yaitu:

H1: *Return* saham tahun berjalan dipengaruhi oleh EVA tahun berjalan.
H2: *Return* saham tahun berjalan dipengaruhi oleh EVA tahun sebelumnya.
H3: Perubahan *return* saham tahun berjalan dipengaruhi oleh perubahan EVA tahun berjalan.
H4: Perubahan *return* saham tahun berjalan dipengaruhi oleh perubahan EVA tahun sebelumnya.

Metoda Penelitian

Definisi dan Pengukuran Variabel

Penelitian ini menguji pengaruh antara variabel independen (EVA) dengan variabel dependen (harga saham). Definisi masing-masing variabel adalah:

1. EVA adalah laba operasi perusahaan setelah pajak (*Net Operating Profit After Tax*) dikurangi biaya modal (*Cost of Capital*). Biaya modal sama dengan modal yang diinvestasikan perusahaan dikalikan rata-rata tertimbang (*weighted average*) dari biaya modal (WACC).

   EVA = NOPAT – *Cost of Capital*
   NOPAT = EAT + *Interest Expense –Tax Saved*

   Keterangan:
   EVA = *Economic Value Added*
   NOPAT = *Net operating Profit After Tax*
   Cost of capital = Biaya modal
   EAT = *Earning After Tax*
   Interst Expense = Beban Bunga
   Tax Saved = Pajak

   Biaya modal dihitung melalui penjumlahan dari biaya modal hutang dengan biaya modal saham. Perhitungan biaya modal adalah:

   a. Biaya modal hutang diperoleh dengan formula sebagai berikut:

      K'd = Kd (1-T)

      Keterangan:
      K'd = Biaya modal hutang
      Kd = Biaya modal setelah pajak
      T = Tarif pajak penghasilan

   b. Biaya modal saham (Ks), menggunakan metoda *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yaitu terlebih dulu menghitung tingkat pengembalian pasar (Rm), tingkat pengembalian saham (Ri), dan tingkat suku bunga investasi bebas risiko (Rf) yang diperoleh dari tingkat suku bunga Bank Indonesia, serta faktor risiko perseroan (βi), dengan formula:

$Ks = Rf + (Rm - Rf)\,\beta i$

Dengan βi dihitung dari:

$$\beta i = \frac{n\sum xy - \sum x \sum y}{n\sum x^2 - \left(\sum x\right)^2}$$

Keterangan:

n = Banyaknya periode pengamatan
x = Tingkat keuntungan portofolio pasar (Rm)
y = Tingkat keuntungan suatu saham (Ri)

2. Harga saham merupakan harga saham tahunan rata-rata dari masing-masing perusahaan dalam periode t.

Jenis dan Sumber Data

Sumber data penelitian menggunakan data dari perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan dan data harga saham yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan *Indonesian Capital Market Directory.*

Populasi dan Sampel Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian empiris dengan menggunakan data perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2002 sampai dengan tahun 2007. Metoda *sampling* yang digunakan adalah *purposive sampling.* Kriteria yang digunakan untuk perusahaan agar dapat dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang tergolong bergerak dalam industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Teknik Analisis Data

Hubungan antara harga saham dengan EVA yang digambarkan pada Hipotesis 1 sampai 4 akan diuji dengan regresi linier dengan model persamaan:

(1) $\text{Ln } P_{it} = \alpha + \beta \text{ Ln } EVA_{it} + \mu_{it}$
(2) $\text{Ln } P_{it} = \alpha + \beta \text{ Ln } EVA_{it-1} + \mu_{it}$
(3) $\Delta \text{ Ln } P_{it} = \alpha + \beta \ \Delta \text{ Ln } EVA_{it} + \mu_{it}$
(4) $\Delta \text{ Ln } P_{it} = \alpha + \beta \ \Delta \text{ Ln } EVA_{it-1} + \mu_{it}$

Keterangan:

P_{it} = adalah harga saham tahunan rata-rata perusahaan i pada periode t
EVA_{it} = *Economic Value Added* perusahaan i pada periode t
EVA_{it-1} = *Economic Value Added* perusahaan i pada periode t-1
$\Delta \text{ Ln } P_{it}$ = $\text{Ln } P - \text{Ln } P_{t-1}$
$\Delta \text{ Ln } EVA_{it}$ = $\text{Ln } EVA_t - \text{Ln } EVA_{t-1}$
$\text{Ln } EVA_{it-1}$ = $\text{Ln } EVA_{t-1} - \text{Ln } EVA_{t-2}$

Persamaan (1) dan (2) menunjukkan hubungan antara harga saham dengan EVA tahun berjalan maupun EVA tahun sebelumnya. Persamaan (3) dan (4) dimaksudkan untuk memperoleh penjelasan yang terbaik dari pengaruh perubahan EVA terhadap harga saham yaitu apakah perubahan EVA tahun berjalan ataukah perubahan EVA tahun sebelumnya.

Sebelum dilakukan pengujian regresi terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik untuk mengetahui apakah data yang digunakan telah memenuhi ketentuan dalam model regresi. Pengujian asumsi klasik meliputi uji Normalitas dengan menggunakan Uji *Kolmogorov Smirnov*, Uji Heterokedastisitas dengan menggunakan Uji *Glejser*, Uji Autokorelasi dengan menggunakan LM-*test*.

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

Hasil statistik deskriptif untuk pengujian hipotesis 1 sampai 4 dapat dilihat pada Tabel 1 sampai dengan Tabel 4. Tabel 1 merupakan statistik deskriptif untuk persamaan 1 untuk menguji apakah *return* saham tahun berjalan dipengaruhi oleh EVA tahun berjalan.

Tabel 1. Stastik Deskriptif *Return* Saham dan EVA Tahun Berjalan

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Ln P	529	3,40	8,66	5,8749	1,09220
Ln EVA	529	29,97	30,02	29,9959	,00900
Valid N (listwise)	529				

Sumber: hasil pengolahan data

Dari Tabel 1 terlihat bahwa nilai maksimum dari Ln *return* tahun berjalan adalah 8,66 sedangkan minimumnya adalah 3,4. Nilai maksimum Ln EVA tahun berjalan adalah 30,02 sedangkan minimumnya adalah 29,97.

Tabel 2. Statistik Deskriptif *Return* dan EVA Tahun Sebelumnya

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Ln P	521	3,14	9,49	6,0714	1,31539
Ln EVA t-1	521	29,87	30,18	29,9963	,02364
Valid N (listwise)	521				

Sumber: hasil pengolahan data

Dari Tabel 2 terlihat nilai maksimum dari Ln *return* saham tahun berjalan adalah 9,49, sedangkan minimumnya adalah 3,14. Untuk nilai maksimum dari Ln EVA tahun sebelumnya adalah 30,18, sedangkan nilai minimumnya adalah 29,87.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Perubahan *Return* Saham dan Perubahan EVA Tahun Berjalan

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Δ Ln P	223	9,45	9,46	9,4559	,00385
Δ Ln EVA	223	30,55	30,56	30,5536	,00264
Valid N (listwise)	223				

Sumber: hasil pengolahan data

Dari Tabel 3 terlihat nilai maksimum dari perubahan dari *return* saham tahun berjalan sebesar 9,46, sedangkan nilai minimumnya sebesar 9,45. Untuk nilai maksimum dari perubahan EVA di tahun berjalan sebesar 30,56, sedangkan nilai minimumnya sebesar 30,55.

Tabel 4. Statistik Deskriptif Perubahan *Return* Saham dan Perubahan EVA Tahun Sebelumnya

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Δ Ln P	215	9,45	9,47	9,4560	,00414
Δ Ln EVA	215	30,16	30,19	30,1702	,00556
Valid N (listwise)	215				

Sumber: hasil pengolahan data

Dari Tabel 4 terlihat bahwa nilai maksimum dari Ln perubahan *return* saham tahun berjalan sebesar 9,47, sedangkan nilai minimumnya sebesar 9,45. Nilai maksimum dari Ln perubahan EVA tahun sebelumnya adalah 30,19, sedangkan nilai minimumnya adalah 30,16.

Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian dilakukan atas model agar dinyatakan bebas dari penyimpangan asumsi klasik dengan melakukan uji normalitas, uji heterokedastisitas, dan uji autokorelasi. Pengujian dilakukan terhadap data untuk setiap persamaan.

Tabel 5. Hasil Uji Normalitas Persamaan 1

		Unstandardized Residual
N		529
Normal Parameters(a,b)	Mean	,0000000
	Std. Deviation	1,08955091
Most Extreme Differences	Absolute	,035
	Positive	,035
	Negative	-,024
Kolmogorov-Smirnov Z		,798
Asymp. Sig. (2-tailed)		,547

Sumber: Hasil Pengolahan data

Pengujian normalitas menunjukkan signifikansi 0,547. Karena hasil tidak signifikan (lebih dari 0,05), sampel penelitian dapat dikatakan terdistribusi normal.

Tabel 6. Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan 1

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-43,375	93,482		-0,464	0,643
Ln EVA	1,475	3,116	0,021	0,473	0,636

Sumber: Hasil pengolahan data

Uji heterokedastisitas menunjukkan bahwa variabel independen tidak signifikan (0,636 > 0,05), sehingga dapat dikatakan bahwa sampel penelitian tidak mengalami heterokedastisitas.

Tabel 7. Hasil Uji Autokorelasi Persamaan 1

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	9,200	157,776		0,058	0,954
Ln EVA	-0,307	5,260	-0,03	-0,058	0,954
Res2	0,093	0,043	0.093	2,140	0,033

Sumber: hasil pengolahan data

Uji autokorelasi menunjukkan bahwa variabel independen signifikan (0,033 < 0,05), sehingga dapat dikatakan bahwa sampel penelitian menunjukkan indikasi adanya autokorelasi.

Tabel 8. Hasil Uji Normalitas Persamaan 2

		Unstandardized Residual
N		521
Normal Parameters(a,b)	Mean	,0000000
	Std. Deviation	1,31143131
Most Extreme Differences	Absolute	,056
	Positive	,056
	Negative	-,035
Kolmogorov-Smirnov Z		1,279
Asymp. Sig. (2-tailed)		,076

Sumber: hasil pengolahan data

Dari hasil pengujian normalitas dapat dilihat bahwa signifikansi sebesar 0,076. Oleh karena hasil tidak signifikan (lebih dari 0,05) maka sampel penelitian dapat dikatakan terdistribusi normal.

Tabel 9. Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan 2

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	10,124	44,065		0,230	0,818
Ln EVA	-0,303	1,469	-0,009	-0,206	0,837

Sumber: hasil pengolahan data

Uji heterokedastisitas menunjukkan bahwa variabel independen tidak signifikan (0,837 > 0,05). Hal ini dapat disimpulkan bahwa sampel penelitian tidak mengalami heterokedastisitas.

Tabel 10. Hasil Uji Autokorelasi Persamaan 2

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	4,634	72,264		0,064	0,949
Ln EVA	-0,154	2,409	-0,03	-0,064	0,949
Res2	0,157	0,044	0.157	3,612	0,000

Sumber: hasil pengolahan data

Uji autokorelasi menunjukkan bahwa variabel independen signifikan (0,000 < 0,05), sehingga dapat dikatakan bahwa sampel penelitian menunjukkan indikasi adanya autokorelasi.

Tabel 11. Hasil Uji Normalitas Persamaan 3

		Unstandardized Residual
N		223
Normal Parameters(a,b)	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,00384930
Most Extreme Differences	Absolute	,082
	Positive	,082
	Negative	-,039
Kolmogorov-Smirnov Z		1,229
Asymp. Sig. (2-tailed)		,097

Sumber: hasil pengolahan data

Dari hasil pengujian normalitas dapat dilihat bahwa signifikansi sebesar 0,097. Oleh karena hasil tidak signifikan (lebih dari 0,05) maka sampel penelitian dapat dikatakan terdistribusi normal.

Tabel 12. Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan 3

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,693	1,949		0,356	0,723
Ln EVA	-0,023	0,064	-0,024	-0,354	0,724

Sumber: hasil pengolahan data

Uji heterokedastisitas menunjukkan bahwa variabel independen tidak signifikan (0,724 > 0,05). Hal ini dapat disimpulkan bahwa sampel penelitian tidak mengalami heterokedastisitas.

Tabel 13. Hasil Uji Autokorelasi Persamaan 3

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std Error	Beta		
(Constant)	-0,023	3,005		0,008	0,994
Ln EVA	0,001	0,098	0,01	0,008	0,994
Res2	0,142	0,067	0.042	0,622	0,535

Sumber: hasil pengolahan data

Uji autokorelasi menunjukkan bahwa variabel independen tidak signifikan (0,535 > 0,05). Hal ini dapat disimpulkan bahwa sampel penelitian menunjukkan indikasi tidak adanya autokorelasi.

Tabel 14. Hasil Uji Normalitas Persamaan 4

		Unstandardized Residual
N		215
Normal Parameters(a,b)	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,00412872
Most Extreme Differences	Absolute	,071
	Positive	,071
	Negative	-,047
Kolmogorov-Smirnov Z		1,035
Asymp. Sig. (2-tailed)		,235

Sumber: hasil pengolahan data

Dari hasil pengujian normalitas dapat dilihat bahwa signifikansi sebesar 0,235. Oleh karena hasil tidak signifikan (lebih dari 0,05), maka sampel penelitian dapat dikatakan terdistribusi normal.

Tabel 15. Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan 4

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	2,230	0,994		2,245	0,026
Ln EVA	-0,074	0,033	-0,152	-2,241	0,076

Sumber: hasil pengolahan data

Uji heterokedastisitas menunjukkan bahwa variabel independen tidak signifikan (0,076 > 0,05). Hal ini dapat disimpulkan bahwa sampel penelitian tidak mengalami heterokedastisitas

Tabel 16. Hasil Uji Autokorelasi Persamaan 4

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std Error	Beta		
(Constant)	-0,104	1,552		-0,067	0,947
Ln EVA	0,003	0,051	0,005	0,067	0,947
Res2	0,038	0,069	0.038	0,551	0,582

Sumber: hasil pengolahan data

Uji autokorelasi menunjukkan bahwa variabel independen tidak signifikan (0,582> 0,05). Hal ini dapat disimpulkan bahwa sampel penelitian menunjukkan tidak adanya autokorelasi.

Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Setelah dilakukan uji asumsi klasik terhadap keempat persamaan, maka pengujian hipotesis dilakukan dengan uji regresi. Hasil uji regresi dari masing-masing persamaan dapat dilihat pada Tabel 17 sampai Tabel 20.

Hasil pengujian hipotesis pertama untuk menguji apakah EVA tahun berjalan berpengaruh terhadap *return* saham tahun berjalan terlihat pada Tabel 17 adalah bahwa EVA tahun berjalan tidak berpengaruh terhadap *return* saham tahun berjalan. Ini dapat dilihat hasil signifikansi sebesar 0,109 lebih besar dari 0,05. Pada tabel tersebut juga terlihat bahwa nilai *adjusted R square* sebesar 0,005, menunjukkan variabel independen (EVA tahun berjalan) hanya dapat menjelaskan variabel dependen (*return* saham tahun berjalan) sebesar 0,005 atau 0,5%.

Tabel 17. Pengujian Hipotesis 1

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	R^2
	B	Std Error	Beta			
(Constant)	-247,794	158,216		-1,566	0,118	
Ln EVA t	8,457	5,275	0,070	1,603	0,109	0,005

Dependent variable: *return* saham tahun berjalan
Sumber: hasil pengolahan data

Hasil pengujian hipotesis kedua untuk menguji apakah EVA tahun sebelumnya berpengaruh terhadap *return* saham tahun berjalan, terlihat pada Tabel 18 adalah bahwa EVA tahun sebelumnya tidak berpengaruh terhadap *return* saham tahun berjalan. Ini dapat dilihat hasil signifikansi sebesar 0,077 lebih besar dari 0,05. Pada tabel tersebut juga terlihat bahwa nilai *adjusted R square* sebesar 0,006, menunjukkan bahwa variabel independen (EVA tahun sebelumnya) hanya dapat menjelaskan variabel dependennya (*return* saham) sebesar 0,006 atau 0,6%.

Tabel 18. Pengujian Hipotesis 2

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	R^2
	B	Std Error	Beta			
(Constant)	-123,270	73,035		-1,688	0,092	
Ln EVA t-1	4,312	2,435	0,078	1,771	0,077	0,006

Dependent variable: *returns* saham tahun berjalan
Sumber: hasil pengolahan data

Hasil pengujian hipotesis ketiga untuk menguji apakah perubahan EVA tahun berjalan berpengaruh terhadap perubahan *return* saham tahun berjalan, terlihat pada Tabel 19 adalah bahwa perubahan EVA tahun berjalan tidak berpengaruh terhadap perubahan *return* saham tahun berjalan. Ini dapat dilihat hasil signifikansi sebesar 0,628 lebih besar dari 0,05. Pada tabel tersebut juga terlihat bahwa nilai *adjusted R square* sebesar 0,001, menunjukkan variabel independen (perubahan EVA tahun berjalan) hanya dapat menjelaskan variabel dependennya (perubahan *return* saham tahun berjalan) sebesar 0,001 atau 0,1%.

Tabel 19. Pengujian Hipotesis 3

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	R^2
	B	Std Error	Beta			
(Constant)	8,004	2,995		2,672	0,008	
Ln Δ EVA	0,048	0,098	0,033	0,485	0,628	0,001

Dependent variable: perubahan *return* saham tahun berjalan
Sumber: hasil pengolahan data

Hasil pengujian hipotesis keempat untuk menguji apakah perubahan EVA tahun sebelumnya berpengaruh terhadap perubahan *return* saham tahun berjalan, terlihat pada Tabel 20 adalah bahwa perubahan EVA tahun sebelumnya tidak berpengaruh terhadap perubahan *return* saham tahun berjalan. Ini dapat dilihat hasil signifikansi sebesar 0,384 lebih besar dari 0,05. Pada tabel tersebut juga terlihat bahwa nilai *adjusted* R *square* sebesar 0,004, menunjukkan variabel independen (perubahan EVA tahun sebelumnya) dapat menjelaskan variabel dependennya (perubahan *return* saham tahun berjalan) sebesar 0,004 atau 0,4%.

Tabel 20. Pengujian Hipotesis 4

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	R^2
	B	Std Error	Beta			
(Constant)	10,796	1,535		7,033	0,000	
Ln EVA	-0,044	0,051	0,060	0,873	0,384	0,004

Dependent variable: perubahan *return* saham
Sumber: hasil pengolahan data

Penelitian ini tidak menemukan bukti bahwa EVA mempengaruhi *return* saham padal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2002 sampai 2007. Dugaan adanya pengaruh EVA tahun berjalan dan tahun sebelumnya terhadap *return* saham sesuai dengan persamaan (1) dan (2) tidak terbukti. Penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Pradhono dan Yulius (2004), Medeiros (2005) dan Sasongko dan Wulandari (2006) yang menemukan bahwa EVA tidak berpengaruh terhadap harga saham. Penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan Lehn dan Makhija (1996), Makeleainen (1998).

Dugaan adanya pengaruh perubahan EVA terhadap perubahan saham sesuai dengan persamaan (3) dan (4) tidak terbukti. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Medeiros (2005) yang menemukan bahwa *stock returns* dipengaruhi oleh perilaku EVA periode sebelumnya. EVA mempengaruhi *stock return* tetapi hubungan ini tidak secara langsung. Secara spesifik penelitiannya menemukan bahwa perubahan *stock returns* secara signifikan dipengaruhi oleh perubahan EVA dengan ukuran satu tahun.

Hasil dari nilai *adjusted* R *square* yang kecil (rata-rata di bawah 1%) menunjukkan bahwa EVA merupakan faktor yang buruk sebagai alat untuk menilai kinerja perusahaan (Griffit, 2006). EVA seharusnya tidak digunakan sebagai *predictor* untuk menilai kinerja perusahaan, tetapi dapat digunakan dalam sistem kompensasi untuk memimpin karyawan dari atasan sampai bawahan, untuk memaksimalkan kekayaaan pemegang saham. Ada beberapa hal yang menyebabkan EVA tidak berpengaruh terhadap harga saham, pertama nilai EVA negatif yang disebabkan banyaknya perusahaan yang mengalami perolehan laba yang minimum sedangkan mereka memiliki beban bunga dan beban ekuitas yang besar. Kedua, sulitnya mendapatkan nilai EVA. Ketidaktersediaan nilai EVA di dalam laporan tahunan maupun laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan yang *go public* menyebabkan investor kesulitan untuk mendapatkan nilai EVA. Perhitungan yang cukup rumit dan memakan waktu menyebabkan menunda proses pengambilan keputusan oleh investor, sehingga investor tidak menggunakan EVA dalam pengambilan keputusan investasinya.

Simpulan, Implikasi, dan Keterbatasan

Dari hasil analisis dan pembahasan penelitian, dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. EVA tahun berjalan tidak mempengaruhi *return* saham tahun berjalan.

2. EVA tahun sebelumnya tidak mempengaruhi *return* saham tahun berjalan.
3. Perubahan EVA tahun berjalan tidak mempengaruhi *return* saham tahun berjalan.
4. Perubahan EVA tahun sebelumnya tidak mempengaruhi perubahan *return* saham tahun berjalan.

Hasil penelitian juga menemukan bahwa *adjusted* R *square* dari empat persamaan penelitian semuanya di bawah 1% menunjukkan bahwa EVA tidak mampu menjelaskan *return* saham. Ini menunjukkan bahwa EVA merupakan alat yang buruk untuk penilaian kinerja saham (Griffit, 2006).

Keterbatasan penelitian ini adalah data untuk pengujian hipotesis menunjukkan adanya gejala autokorelasi untuk persamaan (1) dan persamaan (2) meskipun telah dilakukan *Lag* data, sehingga untuk hasil pengujian regresi persamaan (1) dan (2) ini bisa diabaikan. Dalam pengujian persamaan (3) dan (4) menunjukkan tidak terjadi gejala autokorelasi, ini dikarenakan model penelitian telah mendefferensiasikan variabel (Δ Ln).

Daftar Rujukan

Biddle, G.C., R.M. Bowen, dan J.S. Wallace. 1997. Does EVA beat earnings? Evidence on Associations with share returns and Firm Values. *Journal of Accounting and Economics*. 24(24): pp. 301-336.

Bacidore, J.M., J.A. Boquest, T.T. Milbourn, dan A.V. Thakor. 1997. The Reseach for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analyst Journal*. 53(3): pp. 11.

Dodd, J.L. dan S. Chen. 1996. EVA: A new panacea? *Business and Economic Review*. 42: pp. 26-28.

Fernandez, P. 2001. EVA and Cash Value Added do Not measure Shareholder Value Creation. (Online). (http://ssrn.com).

Griffith, J.M. 2006. EVA and Stock Performance. *Journal of Investing*. 15(2): pp. 75.

Husnan, S. 2005. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Keempat. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.

Lehn, K. dan A.K. Makhija. 1996, EVA and MVA: As Performance Measures and Signals for Strategic Change. 24: pp. 34-38.

Makelainen, E., 1998, Economic Value Added as a Management Tool, M.Sc Thesis, Helsinki School of Economics and Business Administration, Finlandia.

Medeiros, O.R. De. 2005. Empirical Evidence on the Relationship Between EVA and Stock Returns in Brazilian Firms, Brasil: University of Brazilia.

Mulia, T.W. 2002. Penerapan Konsep EVA sebagai Added Approach Dan Analisis Rasio Keuangan untuk Mengukur Kinerja PT. Gudang Garam di Kediri. *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi*. 2(2): pp. 129-149.

O'Byrne, S.F., 1996, EVA and Market Value. *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring.

O'Byrne, S.F. dan S.D. Young. 2001. *EVA dan Manajemen Berdasarkan Nilai Panduan Praktis untuk Implementasi*. Indonesia: Penerbit Salemba Empat.

Paulo, S. 2002. Operating Income, Residual Income, and EVA: Which Metric is More Value Relevant-A Comment. *Journal of Managerial Issues*. XIV(4): pp. 500-506.

Pradhono dan J.C. Yulius. 2004. Pengaruh Economic Value Added, Residual Income, Earnings dan Arus Kas Operasi terhadap Return Yang Diterima Oleh Pemegang Saham (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 6(2): hal. 140-166.

Usman, M. 1990. ABC Pasar Modal Indonesia. Jakarta: Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia.