

ANALISIS EVA DAN KINERJA KONVENSIONAL YANG BERPENGARUH TERHADAP RETURN SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA*)

**Sunarto
Euis Soliha
Hersugondo**

*) Penelitian ini dibiayai oleh Proyek Pengkajian Dan Penelitian Ilmu Pengetahuan Terapan Direktorat Pembinaan Penelitian Dan Pengabdian Pada Masyarakat, Direktorat Jenderal Perguruan Tinggi, Departemen Pendidikan Nasional, Anggaran 2002 - 2003.

RINGKASAN DAN SUMMARY

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh economic value added (EVA) dan kinerja konvensional (return on assets, return on equity, dan earning per share) terhadap return saham di Bursa Efek Jakarta, terutama industri manufaktur.

Penelitian ini menggunakan data sekunder selama tiga tahun sejak akhir tahun 1997 sampai dengan 2000 yang dipublikasi oleh Indonesian capital Market Directory - 2001. Teknik sampling yang digunakan adalah purposive sampling dengan kriteria: perusahaan yang sahamnya selalu aktif diperdagangkan dan selalu menyajikan keuangan tahunan serta menyajikan data yang berhubungan dengan perhitungan EVA. Jumlah sampel yang diperoleh 92 perusahaan selama 3 tahun pengamatan. Analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda dengan teknik ordinary least square (OLS). Jumlah sampel yang memenuhi asumsi normalitas sejumlah 20 sampel setelah dilakukan transformasi data dalam bentuk log-natural yang selanjutnya digunakan untuk analisis. Hasil analisis menunjukkan bahwa secara bersama-sama empat variabel independent berpengaruh signifikan terhadap return saham industri manufaktur di BEJ. Hasil ini ditunjukkan dengan F-sig. 0,000 yang berarti signifikan pada level kurang dari 1%. Sementara secara parsial, hanya variabel earning per share (EPS) yang signifikan mempengaruhi return saham pada level kurang dari 1% (ditunjukkan dengan signifikansi-t sebesar 0,004). Kemampuan prediksi dari ke-empat variabel tersebut tergolong tinggi yaitu sebesar 64,4% (ditunjukkan dengan Adjusted R² sebesar 0,644). Bagaimanapun, hasil ini menunjukkan bahwa selama periode pengamatan, investor tetap menggunakan analisis fundamental perusahaan (terutama EPS, ROA, ROE dan EVA) untuk memprediksi return saham. Walaupun EVA belum banyak digunakan oleh para investor di BEJ, namun rasio profitabilitas (kinerja konvensional) terutama EPS sangat dominan digunakan untuk memprediksi return saham perusahaan manufaktur di BEJ.

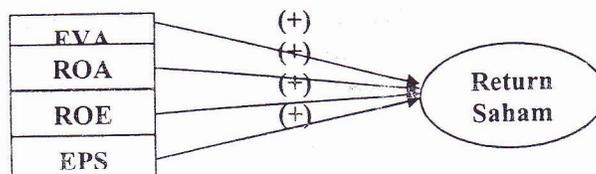
Disarankan, untuk penelitian mendatang perlu dimasukkan variabel-variabel lain yang tidak digunakan dalam model penelitian ini, seperti faktor fundamental perusahaan yang lainnya (likuiditas, aktivitas, dan rasio pasar) serta faktor teknikal

(seperti kondisi makro ekonomi, dan politik). Saran ini didasarkan pada pertimbangan mengingat selama periode pengamatan sebagian besar data berdistribusi tidak normal; dimana ketidak-normalan tersebut sangat mungkin dipengaruhi oleh faktor teknis. Disamping itu, juga perlu dilakukan penelitian terhadap seluruh perusahaan yang listed di Bursa Efek Jakarta dengan periode lanjutannya (mungkin secara triwulan sejak tahun 2000 hingga sekarang) sehingga dapat diketahui konsistensi hasil penelitian.

I. Latar Belakang

Penggunaan *economic value added* (EVA) sebagai pengukur kinerja perusahaan (*performance measurement*) telah banyak digunakan oleh para investor di Amerika Serikat karena dianggap dengan menggunakan EVA dapat menciptakan tambahan kemakmuran bagi para pemegang saham. Penilaian kinerja perusahaan berdasarkan EVA menurut beberapa peneliti mempunyai kemampuan yang lebih baik daripada pengukur kinerja konvensional seperti *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE), *earning per share* (EPS) dan pengukur kinerja konvensional lainnya (Bacidore *et al.*, 1997; Lee, 1996 dan Grant 1996 dalam R. Agus Sartono dan Kusdhianto Setiawan 1999). Lebih jauh, Bacidore *et al.* (1997) menemukan bahwa EVA berhubungan positif dengan *abnormal return* dengan signifikansi pada level 1%. Sementara Dodd dan Chen (1996) menemukan bahwa *stock return* dan EVA per saham berkorelasi cukup signifikan, namun EVA bukan satu-satunya pengukur kinerja yang dapat dikaitkan dengan *return* saham. Lebih jauh, Dodd dan Chen (1996) menemukan bahwa *return on assets* (ROA) masih dianggap lebih baik dan berkorelasi sedikit lebih tinggi daripada EVA (R^2 ROA sebesar 24,5% dan R^2 EVA sebesar 20,2%); sedangkan *earning per share* (EPS) dan *return on equity* (ROE) dengan R^2 masing-masing sebesar 5% dan 7%. Dari kedua penelitian tersebut (Bacidore *et al.*, 1997 dan Dodd dan Chen, 1996) menunjukkan hasil yang kontradiktif karena Bacidore *et al.* (1997) menemukan EVA sebagai pengukur kinerja yang paling signifikan (lebih baik) daripada ukuran kinerja konvensional berpengaruh terhadap *return* saham sedangkan Dodd dan Chen (1996) menemukan ukuran kinerja konvensional (terutama ROA) masih lebih baik daripada EVA mempengaruhi *return* saham. Di sisi lain penelitian yang dilakukan di Indonesia masih sangat terbatas seperti yang dilakukan oleh Rousana (1997) menunjukkan bahwa EVA belum banyak digunakan oleh para investor di BEJ pada periode 1990 – 1993. Sementara, Dewanto (1998) meneliti pengaruh EVA terhadap harga saham di BEJ seperti yang dilakukan Rousana (1997) dengan periode pengamatan yang berbeda (1994 – 1997) menunjukkan bahwa EVA tidak signifikan mempengaruhi harga atau *return* saham. Kedua hasil penelitian tersebut juga didukung oleh R. Agus Sartono dan Kusdhianto Setiawan (1999) menunjukkan bahwa EVA tidak signifikan berhubungan dengan *abnormal return* di BEJ dengan sampel 63 perusahaan yang terdaftar di BEJ pada periode 1994 – 1997. Kemungkinan hasil akan berbeda jika sampel dan periode pengamatan yang berbeda pula, terutama pada periode sejak 1997 sampai dengan sekarang. Ketiga hasil peneliti Indonesia tersebut bertentangan dengan hasil penelitian di luar negeri (Bacidore *et al.*, 1997). Sementara teori juga menyatakan bahwa EVA merupakan ukuran kinerja perusahaan yang lebih baik daripada ukuran

Gambar 1:
Pengaruh EVA, ROA, ROE, dan EPS terhadap *Return Saham*



Berdasar gambar 1 tersebut menunjukkan bahwa variabel independen terdiri dari EVA (X_1), ROA (X_2), ROE (X_3) dan EPS (X_4) serta variabel dependennya *return* saham. Pengaruh dari masing-masing rasio keuangan terhadap *return* saham dijelaskan secara rinci sebagai berikut:

a. Pengaruh EVA terhadap Return Saham

Berdasar kerangka pemikiran teoritis dalam model paradigma pada gambar 1 tersebut, maka EVA merupakan rasio keuangan (pengukur profitabilitas) berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hal ini sesuai dengan teori bahwa semakin tinggi EVA maka kinerja perusahaan semakin baik sehingga meningkatkan daya tarik investor terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya daya tarik investor, maka harga saham meningkat, sehingga *return* saham (dalam hal ini *capital gain*) juga meningkat.

b. Pengaruh ROA terhadap Return Saham

Berdasarkan kerangka pemikiran teoritis dalam model paradigma pada gambar 1 tersebut, maka ROA merupakan rasio keuangan (profitabilitas konvensional) berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hal ini sesuai dengan teori bahwa semakin tinggi ROA maka kinerja perusahaan semakin baik karena assets yang ditanamkan ke dalam perusahaan dapat menghasilkan laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) yang semakin tinggi. Dengan meningkatnya ROA, maka kinerja ini menambah daya tarik investor sehingga harga ataupun *return* saham perusahaan tersebut juga meningkat.

c. Pengaruh ROE terhadap Return Saham

Berdasar telaah pustaka dinyatakan bahwa *return on equity (ROE)* yang semakin meningkat menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik sehingga investor semakin tertarik terhadap saham perusahaan. Dengan meningkatnya daya tarik investor terhadap perusahaan, maka harga saham meningkat dan pada gilirannya *return* saham akan meningkat pula. Berdasar kerangka teori tersebut maka ROE berpengaruh positif terhadap *return* saham.

d. Pengaruh EPS terhadap Return Saham

Earning per share (EPS) merupakan laba per lembar saham yang diperoleh dari total *earning after tax* dibagi dengan jumlah saham yang beredar (*outstanding share*). Jika laba bersih yang dihasilkan perusahaan meningkat tentu akan berdampak pada meningkatnya laba per lembar saham (EPS). Meningkatnya EPS akan membawa dampak terhadap meningkatnya harga ataupun *return* saham perusahaan. Berdasar kerangka teori tersebut, maka EPS mempunyai pengaruh positif terhadap *return* saham.

III. Metode Penelitian

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang sumber datanya diperoleh dari laporan keuangan tahunan yang diaudit sejak Desember 1997 s/d 1999. Data *actual return* saham dihitung berdasarkan harga saham penutupan akhir tahun dari perusahaan sektor manufaktur terutama kelompok industri dasar dan kimia (*basic industry and chemical*) dan aneka industri (*miscellaneous industry*) yang diperoleh dari *Capital Market Directorate* selama tiga tahun yaitu 1997-1998, 1998-1999, dan 1999-2000 yang dihitung dan perubahan setiap akhir tahun.

Sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan sektor manufaktur terutama kelompok industri dasar dan kimia (*basic industry and chemical*) dan aneka industri (*miscellaneous industry*). Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria: (a) perusahaan yang selalu menghasilkan laba bersih setelah pajak positif; (b) perusahaan yang menyajikan biaya bunga pinjaman (yang di-*proxy* sebagai biaya non-operasional dasar untuk menghitung EVA); dan (c) perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di BEJ (sebagai dasar untuk menghitung *return*). Penentuan periode pengamatan didasarkan pada konsep perhitungan *return*, dimana *return* dihitung minimal dua periode dan perubahan harga yang terjadi. Periode penelitian ini menggunakan data tahunan sejak akhir Desember 1997 s/d 2000. Dari 104 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ diperoleh jumlah sampel terpilih sebanyak 92 saham perusahaan.

Analisis data yang digunakan adalah analisis regresi dengan persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + e;$$

Dimana:

- Y: *Actual return* saham;
- X₁: *Economic Value Added* (EVA);
- X₂: *return on asset* (ROA);
- X₃: *return on equity* (ROE);
- X₄: *earning per share* (EPS); dan
- e: Variabel residual.

Besarnya konstanta tercermin dalam "a", dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variabel independen ditunjukkan dengan b₁, b₂, b₃, dan b₄. Ke-empat variabel bebas tersebut merupakan rasio profitabilitas (baik kinerja EVA maupun konvensional); sedangkan variabel dependennya adalah *return* saham.

IV. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.1. Data Deskriptif

Secara umum perusahaan sampel menunjukkan rata-rata kinerja konvensional (ROA, ROE dan EPS) negatif masing-masing sebesar -5,628%; -53,35% dan -276,3 pada akhir tahun 1997; sedangkan nilai EVA menunjukkan nilai yang positif sebesar 52,79 milyar rupiah. Pada akhir tahun 1998 nilai rata-rata ROA, ROE, EPS dan EVA masing-masing sebesar -15,3%; -282%; -540,3

Sumber: Output SPSS 10.0; Regressions-coefficients

Berdasarkan hasil yang ditunjukkan pada Tabel 4.5 maka persamaan regresinya sebagai berikut:

$$\text{LN.Return} = -3,075 + 0,04580 \text{ LN.ROA} + 0,118 \text{ LN.ROE} + 0,401 \text{ LN.EPS} - 0,00769 \text{ LN.EVA}$$

Kemampuan prediksi dari ke-empat variabel tersebut terhadap *return* saham adalah sebesar 64,4% sebagaimana ditunjukkan besarnya *Adjusted R²* sebesar 0,644 (lihat Tabel 4.4). Hasil ini mengindikasikan bahwa ke-empat variabel tersebut mampu memprediksi *return* saham perusahaan manufaktur (terutama kelompok *basic industry* dan *miscellaneous industry*) sebesar 64,4% dan sisanya 36,6% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian ini.

4.4. Pembahasan

Hasil Penelitian ini konsisten dengan Rina Trisnawati (1999) dimana ROA tidak signifikan berpengaruh terhadap *return* saham, dimana periode pengamatan yang digunakan adalah periode 1995 dan 1996 bagi perusahaan yang melakukan *initial public offering* (IPO) di pasar perdana; dan dalam penelitian dilakukan pada periode 1997 – 2000 bagi perusahaan manufaktur di pasar sekunder. Hasil ini berbeda dengan Sparta (2000) yang menggunakan sampel 21 industri perbankan pada periode 1997 – 1999.

Sisi positif hasil ini dibanding dengan Rina Trisnawati (1999) dan Sparta (2000) terletak pada jumlah sampel yang lebih besar dengan periode pengamatan yang lebih panjang serta periode pengamatan yang lebih akhir. Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Syahib Natarsyah (2000) yang menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap *return* saham di BEJ. Dibandingkan dengan Syahib Natarsyah (2000), hasil penelitian ini juga lebih baik karena jumlah sampelnya juga lebih besar (92 perusahaan dibanding dengan 16 perusahaan); namun sisi negatifnya periode penelitian ini lebih pendek.

Berdasar hasil analisis tersebut mengindikasikan bahwa investor dalam jangka panjang tetap menggunakan faktor fundamental perusahaan yang tercermin dalam ROA, ROE, EPS dan EVA dalam memprediksi *return* saham industri manufaktur di BEJ; sebaliknya dalam jangka pendek investor tidak memanfaatkan kinerja perusahaan prediksi *return* saham di BEJ.

Hasil penelitian ini menunjukkan perluasan dari penelitian sebelumnya dimana EPS merupakan kinerja yang sangat signifikan berpengaruh terhadap *return* saham; sedangkan lainnya (ROA, ROE dan EVA) tidak signifikan. Hasil penelitian ini sekaligus sebagai koreksi dari hasil-hasil penelitian sebelumnya seperti yang dilakukan oleh Utama & Yulianto (1998) dan Claude et al. (1996).

Faktor penyebab tidak dapat diterimanya hipotesis 1, 2 dan 3 antara lain disebabkan bahwa selama dua tahun periode pengamatan (1997 dan 1998) menunjukkan bahwa perusahaan sampel selalu menghasilkan ROA yang negatif dengan nilai rata-rata masing-masing sebesar -5,628% dan -15,3% sedangkan pada tahun 1999 menunjukkan rasio yang positif sebesar 1,52%. Nilai rata-rata yang ditunjukkan oleh ROA sangat berbeda dengan nilai rata-rata EVA yang

selalu positif dengan nilai masing-masing sebesar 52,79; 2,45 dan 90,09 milyar. Hal yang sama juga terjadi pada variabel ROE dan EPS. Hal ini menunjukkan bahwa selama periode pengamatan perusahaan sampel dilihat dari kinerja konvensional (ROA, ROE dan EPS) secara rata-rata menunjukkan hasil yang negatif. Hasil tersebut sangat mungkin dipengaruhi oleh kondisi yang tidak normal; sebagaimana ketika dilakukan pengujian normalitas data dari $N = 92$, terbukti yang normal tinggal menjadi $N = 20$ (setelah melalui transformasi data dengan menggunakan Log Natural). Hal ini disebabkan karena pada periode tersebut negara Indonesia memang sedang mengalami puncak krisis diberbagai bidang sehingga harga saham juga terkena imbasnya. Kondisi tersebut juga menyebabkan *return* saham mengalami penurunan yang sangat drastis terutama pada periode 1998 – 1999 s/d 1999 – 2000 dari rata-rata *return* saham sebesar 1,804 (pada periode 1998 – 1999) menjadi $-0,35$ (pada periode 1999 – 2000).

Bagaimanapun hasil penelitian ini memberikan kontribusi yang cukup berarti, karena ke-empat variabel independent (EVA, ROA, ROE, dan EPS) terbukti dapat memberikan kemampuan prediksi sebesar 64,4%. Lebih jauh, variabel EPS merupakan satu-satunya variabel yang sangat signifikan (pada $\alpha = 0,004$) menunjukkan bukti yang kuat bahwa EPS secara signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Bahkan, EPS merupakan variabel yang sangat dominan dibandingkan dengan tiga variabel lainnya yang ditunjukkan dengan beta standar sebesar 0,704. Sementara variabel lainnya sebesar 0,156; 0,066 dan 0,014 masing-masing untuk variabel ROE, ROA dan EVA.

Berdasarkan hasil analisis tersebut menunjukkan bahwa EVA yang sementara ini dipandang sebagai pengukuran kinerja perusahaan yang lebih baik daripada kinerja konvensional (ROA, ROE dan EPS) terbukti tidak digunakan oleh investor untuk memprediksi *return* saham. Selama periode penelitian, investor masih tetap menggunakan kinerja konvensional (terutama EPS) terutama untuk memprediksi *return* saham industri (khususnya kelompok *basic industry* dan *miscellaneous industry*).

Hasil tersebut juga mengindikasikan bahwa para investor tidak melakukan perhitungan EVA, mengingat instrumen perhitungannya diperlukan data yang lebih rinci dan kompleks. Terlebih lagi, data yang berhubungan dengan perhitungan EVA tidak dipublikasikan oleh BEJ (dalam hal ini *Indonesian Capital Market Directory*), sehingga perhitungan EVA dipandang kurang praktis untuk memprediksi harga atau *return* saham.

V. Simpulan dan Saran

Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa analisis rata-rata selama periode pengamatan (1997 – 2000) yang lebih panjang menunjukkan hasil yang lebih baik daripada analisis secara tahunan yang relatif lebih pendek. Dari empat hipotesis yang diajukan hanya satu hipotesis yang dapat diterima yaitu hipotesis 4. Dengan diterimanya hipotesis 4 menunjukkan bahwa investor tetap menggunakan kinerja konvensional (EPS) dalam memprediksi *return* saham industri manufaktur di BEJ. Bahkan ditunjukkan variabel EPS merupakan satu-satunya variabel yang mempunyai nilai beta standar terbesar (0,704) dibandingkan dengan variabel independen lainnya (ROA, ROE dan EVA).

- R. Agus Sartono dan Kusdhianto Setiawan. (1999). **Adakah Pengaruh EVA terhadap Nilai Perusahaan dan Kemakmuran Pemegang Saham pada Perusahaan Publik**". Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 14, No. 4: 124 – 136.
- Sawidji Widadmodjo. (1996). "Cara Sehat Investasi di Pasar Modal". PT Jurnalindo Aksara Grafika. Jakarta.
- Sparta. (2000). "Pengaruh Faktor-faktor Fundamental Lembaga Keuangan Bank terhadap Harga Sahamnya di Bursa Efek Jakarta". Jurnal Akuntansi FE-Untar, Th IV, No. 1: 55 – 69.
- Suad Husnan. (1998). "Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas". UPP AMP YKPN: Yogyakarta.
- Syahib Natarsyah. (2000). "Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Harga Saham: Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia". Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 15, No. 3: 294 – 312.
- (1999). "Standar Akuntansi Keuangan 1 Juni 1999". Salemba Empat Jakarta.
- 2002. "Panduan Pelaksanaan Penelitian dan Pengabdian kepada Masyarakat". Direktorat Pembinaan Penelitian dan Pengabdian Pada Masyarakat, Direktorat Jenderal Pendidikan Tinggi. Edisi VI.

Pedoman

TELAAH oleh Prog dalam wak ini memu Analisis. A dosen serta

Naskah a Konsentras Manusia, I belum per komunikas

Naskah ya terdiri dari Ulasan, Pe harus men pendukung diserahkan Time New

Sebagai MANAJEM TELAAH Redaksi M STIE Stiku naskah yan

Pengiriman TELAAH September diterbitkan

Teknik Ku

a. Ped

Dal
pen
bera
pust