

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. *Return Saham*

Saham adalah surat berharga yang menunjukkan kepemilikan perusahaan sehingga pemegang saham memiliki hak klaim atas dividen atau distribusi lain yang dilakukan perusahaan kepada pemegang sahamnya, termasuk hak klaim atas aset perusahaan, dengan prioritas setelah hak klaim pemegang surat berharga lain dipenuhi jika terjadi likuiditas. Menurut Husnan (2002:303) sekuritas (saham) merupakan secarik kertas yang menunjukkan hak pemodal (yaitu pihak yang memiliki kertas tersebut) untuk memperoleh bagian dari prospek atau kekayaan organisasi yang menerbitkan sekuritas tersebut dan berbagai kondisi yang memungkinkan pemodal tersebut menjalankan haknya, sedangkan menurut Tandelilin (2001:18), saham merupakan surat bukti bahwa kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham. Jadi, saham adalah surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT), dimana saham tersebut menyatakan bahwa pemilik saham tersebut adalah juga pemilik sebagian dari perusahaan tersebut.

Para investor termotivasi untuk melakukan investasi salah satunya adalah dengan membeli saham perusahaan dengan harapan untuk mendapatkan kembalian investasi yang sesuai dengan apa yang telah diinvestasikannya. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi atau tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Hartono, 2000: 107). Tanpa keuntungan yang diperoleh dari suatu investasi yang dilakukannya, tentunya investor tidak mau melakukan investasi yang tidak ada hasilnya. Setiap investasi, baik jangka pendek maupun jangka panjang mempunyai tujuan utama yaitu memperoleh keuntungan yang disebut *return*, baik secara langsung maupun tidak langsung.

Konsep *return* atau kembalian (Ang 1997:97) adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. *Return* saham merupakan *income* yang diperoleh oleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya di perusahaan tertentu. *Return* saham dapat dibedakan menjadi dua jenis (Jogiyanto 2000), yaitu *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang sudah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi dapat digunakan sebagai salah satu pengukuran kinerja perusahaan dan dapat digunakan sebagai dasar penentu *return* ekspektasi dan risiko di masa yang akan datang, sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan terjadi di masa mendatang dan masih bersifat tidak pasti.

2. *Economic Value Added (EVA)*

Economic Value Added dipatenkan dan dipopulerkan oleh sebuah perusahaan konsultan *Stern Steward Management Service* (SSMS) dari *Stern Steward & Co* yang berada di New York, Amerika Serikat. *Economic value added* adalah salah satu alat ukur untuk menilai kinerja keuangan perusahaan dari sisi penciptaan nilai dari suatu investasi. Eva mengukur perbedaan antara laba pada suatu modal perusahaan dan biaya modal. Data yang diperlukan untuk menghitung EVA menggunakan laporan rugi/laba (*income statement*) dan neraca (*balanced sheet*).

Economic Value Added (EVA) saat ini merupakan salah satu konsep manajemen yang cukup dikenal luas dikalangan dunia usaha, dimana dalam pengambilan keputusan berinvestasi melihat nilai perusahaan dari laporan keuangannya, penggunaan analisis rasio keuangan sebagai alat pengukur akuntansi memiliki kelemahan utama, yaitu mengabaikan adanya biaya modal sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah berhasil menciptakan nilai atau tidak.

Konsep *Economic Value Added* (EVA) mengukur nilai tambah dengan cara mengurangi biaya modal (*cost of capital*) yang timbul akibat investasi yang dilakukan oleh perusahaan. *Economic Value Added* (EVA) yang positif menandakan perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal,

karena perusahaan mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang melebihi tingkat modalnya. Hal ini sejalan dengan tujuan untuk memaksimumkan nilai perusahaan. Sebaliknya EVA yang negatif menunjukkan bahwa nilai perusahaan menurun karena tingkat pengembalian lebih rendah dari biaya modal (Siddharta Utama, 1997).

Gambaran yang lebih jelas dari hasil penerapan EVA tersebut adalah jika EVA positif (> 0), menunjukkan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih besar daripada biaya modalnya atau terdapat nilai ekonomis ke dalam perusahaan selama operasionalnya. Jika $EVA = 0$, artinya perusahaan impas karena semua laba digunakan untuk membayar kewajiban kepada investor baik itu kreditur maupun pemegang saham. Jika EVA negatif (< 0), menunjukkan bahwa nilai perusahaan berkurang sebagai akibat dari tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah dari tingkat pengembalian yang dituntut investor atau kinerja operasional perusahaan gagal memenuhi harapan investor, maka perusahaan tidak membuat nilai tambah karena laba yang tersedia tidak dapat memenuhi harapan penyedia dana terutama pemegang saham.

Untuk meningkatkan EVA akan sangat tergantung pada peran sumber daya manusia perusahaan. Usaha memaksimalkan sumber daya manusia, perusahaan dapat merekrut, melatih, dan menggunakan karyawan yang dapat memberi pertumbuhan nilai. Selain itu juga terdapat cara untuk meningkatkan

EVA, yaitu meningkatkan laba operasional tanpa memasukan lebih banyak tambahan modal baru ke dalam investasi perusahaan, mengurangi biaya modal yang terjadi dengan cara meningkatkan investasi jika tambahan modal yang diinvestasikan lebih dari biaya untuk mendapatkan tambahan modal tersebut, melikuidasi asset-asset yang tidak dapat menghasilkan keuntungan lebih besar dari modal yang ditanamkan, merestrukturisasi modal dengan cara mengurangi biaya modal (*cost of capital*).

Komponen modal sebagai pembentuk EVA atau biaya modal merupakan besarnya kompensasi atau pengembalian yang dituntut investor atas modal yang diinvestasikan di perusahaan. Besarnya kompensasi atau pengembalian tergantung pada tingkat risiko perusahaan yang bersangkutan dengan asumsi bahwa semakin tinggi tingkat risiko maka semakin tinggi tingkat pengembalian yang diinginkan investor begitu juga sebaliknya jika tingkat risiko rendah maka tingkat pengembalian lebih rendah.

Modal berasal dari dua sumber dan yaitu hutang dan ekuitas, kompensasi yang diterima oleh pemilik ekuitas adalah dalam bentuk dividen dan *capital gain* setiap sumber dan baik hutang maupun modal memiliki *cost of capital*. Total biaya modal menunjukkan besarnya kompensasi atau pengembalian yang dituntut investor atas yang diinvestasikan di perusahaan. Biaya modal penting dipertimbangan untuk memaksimumkan nilai perusahaan dan agar dapat mengambil keputusan yang tepat berinvestasi. Biaya modal meliputi:

1) Ongkos Modal Hutang (*Cost of Debt = Kd*)

Komponen dari biaya hutang adalah tingkat bunga yang harus dibayarkan oleh perusahaan atas obligasi yang dikeluarkan maupun yang diterima perusahaan. *Cost of debt (Kd)* adalah yang paling mudah diverifikasi yaitu berupa tingkat suku bunga yang diminta oleh kreditur atas sejumlah dana yang dipinjamkan kepada perusahaan. Adanya hutang menyebabkan pajak yang dibayar lebih kecil, karena bunga merupakan *tax deductible expenses*. Artinya biaya hutang adalah beban bunga setelah dikurangi bagian penghematan pajak yang diperoleh perusahaan akibat adanya hutang. Perhitungan ongkos modal hutang setelah pajak dapat ditentukan dengan menggunakan rumusan berikut :

$$Kd = kd (1 - t)$$

Dimana:

Kd : Biaya hutang sebelum pajak

kd : Tingkat pajak

2) Ongkos Modal Saham (*Cost of Equity = Ke*) dan Laba Ditahan

Biaya modal saham biasa dan laba ditahan sering disatukan menjadi biaya modal sendiri (biaya ekuitas). Biaya modal saham biasa merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memperoleh dana dengan menjual saham biasa atau menggunakan laba ditahan

untuk investasi. Biaya modal saham biasa atau biaya ekuitas (*cost of equity* atau *Ke*) dapat mengalami peningkatan secara internal dengan menahan laba atau secara eksternal dengan menjual atau mengeluarkan saham biasa baru. Perusahaan dapat membagikan laba setelah pajak yang diperoleh sebagai dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan. Laba yang ditahan tersebut kemudian digunakan untuk investasi (reinvestasi) di dalam perusahaan. Laba ditahan yang digunakan untuk investasi kembali tersebut perlu diperhitungkan biaya modalnya.

Secara teoritis perusahaan yang menggunakan laba untuk reinvestasi harus memperoleh keuntungan jika pemegang saham menginvestasikan dananya ke dalam perusahaan dengan tingkat risiko yang sama. Hal ini karena keuntungan setelah pajak tersebut sebenarnya merupakan hak dari pemegang saham biasa. Tingkat keuntungan yang diharapkan oleh pemegang saham dari investasi dengan tingkat risiko tertentu adalah sebesar *Ke*. Pemegang saham dapat memperoleh *return* sebesar *Ke* dengan membeli saham perusahaan lain yang sejenis. Sehingga apabila perusahaan tidak dapat menginvestasikan laba ditahan dan memperoleh tingkat keuntungan paling tidak sebesar *Ke* maka sebaiknya perusahaan membagikannya dalam bentuk dividen, dan membiarkan pemegang saham melakukan investasi sendiri. Oleh karena itu biaya modal dari penggunaan laba

ditahan untuk investasi akan sama dengan biaya penggunaan modal saham biasa.

3) Ongkos Modal Saham Preferen (K_p)

Biaya modal saham preferen (*cost of preferred stock* atau K_p) adalah biaya riil yang harus dibayar apabila perusahaan menggunakan dana dengan menjual saham preferen. Biaya modal saham preferen diperhitungkan sebesar tingkat keuntungan yang disyaratkan (*required rate of return*) oleh investor pemegang saham preferen. Hal ini berarti tingkat keuntungan yang diharapkan investor merupakan biaya yang harus ditanggung emiten. Biaya modal saham preferen berupa dividen yang besarnya tetap. Oleh karena itu saham preferen mempunyai sifat campuran antara hutang dan saham biasa. Saham preferen mempunyai sifat hutang karena saham preferen mengandung kewajiban yang tetap untuk memberikan pembayaran dividen secara periodik dan bersifat seperti saham biasa karena saham preferen merupakan bukti kepemilikan perusahaan yang mengeluarkan saham preferen tersebut. Demikian pula ketika perusahaan dilikuidasi, maka perusahaan pemegang saham preferen mempunyai hak didahulukan sebelum pemegang saham biasa.

Pembayaran dividen saham preferen dilakukan setelah pendapatan dikurangi pajak, sehingga biaya modal saham preferen tidak perlu lagi disesuaikan dengan pajak.

Biaya modal saham preferen (K_p) dihitung dengan rumus:

$$K_p = \frac{D_p}{P_o}$$

Dimana:

K_p : Biaya saham preferen

D_p : Dividen saham preferen

P_o : Harga saham preferen saat penjualan (harga proses)

4) Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)

Tingkat biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) merupakan tingkat biaya gabungan keseluruhan dan sistem pembiayaan yang digunakan oleh perusahaan, yang menggambarkan tingkat pengembalian investasi minimum yang harus dicapai untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham. Dengan demikian maka perhitungannya akan mencakup *cost of debt* dan *cost of equity* serta bobot atau proporsi dan masing-masing dalam struktur modal (Young dan O'Byrne, 2001, p.163). Hubungan ini digabungkan dalam biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*). WACC dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$WACC = \{[D/(E+D)][rd(1-T)]+[E/(E+D)]re\}$$

Dimana:

WACC : Tingkat biaya modal rata-rata tertimbang

| | |
|-----------|---|
| E | : <i>Equity</i> atau modal sendiri atau ekuitas |
| D | : <i>Debt</i> atau hutang |
| $E/(E+D)$ | : Bobot atau proporsi dari ekuitas |
| $D/(E+D)$ | : Bobot atau proporsi dari hutang |
| re | : Biaya modal atas ekuitas |
| rd | : Biaya modal atas hutang |
| T | : <i>Tax rate</i> atau tingkat pajak penghasilan yang berlaku |
| $rd(1-T)$ | : Biaya modal atas hutang setelah pajak |

3. *Market Value Added (MVA)*

Selain mengembangkan konsep EVA, Steward (1990) mengembangkan dan mempopulerkan konsep *Market Value Added*. Steward yakin bahwa konsep *Market Value Added* (MVA) sebagai ukuran yang paling tepat untuk menilai sukses tidaknya perusahaan dalam menciptakan kekayaan bagi pemilik perusahaan. Jadi, kekayaan atau kesejahteraan pemilik perusahaan (pemegang saham) akan bertambah bila *Market Value Added* (MVA) bertambah.

Peningkatan *Market Value Added* dapat dilakukan dengan cara meningkatkan EVA yang merupakan pengukuran internal kinerja operasional tahunan, dengan demikian EVA mempunyai hubungan yang kuat dengan MVA.

Menurut Taufik (2001) *Market Value Added* merupakan perbedaan antara nilai modal yang ditanamkan di perusahaan sepanjang waktu dari investasi modal, pinjaman, laba ditahan, dan uang yang bisa diambil sekarang atau sama dengan selisih antara nilai buku dengan nilai pasar perusahaan. MVA saat ini dianggap menjadi panduan terbaik untuk menilai manajemen perusahaan publik apakah bagus atau tidak, karena MVA menjawab persoalan penting yang dibutuhkan investor atau kemampuan manajemen perusahaan publik untuk menambah kekayaan mereka.

4. *Earnings*

Earnings sering disebut sebagai laba akuntansi, yang merupakan laba atau rugi dari kegiatan bisnis perusahaan dalam suatu periode berdasarkan perhitungan secara akrual. Jumlah *earnings* menunjukkan pengukuran akuntansi secara akrual terhadap perubahan nilai perusahaan yang menjadi modal pemegang saham seperti pembagian dividend atau penerbitan saham biasa (Nichols dan Wahlen, 2004).

Earnings dapat diukur dengan menggunakan laba per lembar saham (*earnings per share*). Menurut Faisal Abdullah (2001) *earnings per share* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur jumlah rupiah yang diterima untuk setiap lembar saham biasa. Dalam penulisan yang dilakukan oleh Irma Diniarti (2007), *earnings per share* (EPS) merupakan jumlah keuntungan

yang tersedia bagi pemegang saham adalah keuntungan setelah dikurangi pajak pendapatan, dengan cara membagi jumlah keuntungan yang tersedia untuk pemegang saham biasa dengan jumlah lembar saham biasa yang beredar.

Brigham dan Houston (2001) berpendapat, laba per lembar saham atau EPS adalah kemampuan perusahaan untuk mendistribusikan pendapatan yang diperoleh kepada pemegang sahamnya. Semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk mendistribusikan pendapatan kepada pemegang saham, mencerminkan semakin besar keberhasilan usaha yang dilakukannya. Pada umumnya para pemegang saham atau calon pemegang saham sangat memperhatikan pertumbuhan *earnings per share*. Untuk menghitung EPS perlu menghitung berapa besar laba bersih untuk pemegang saham biasa (*common stock*). Untuk itulah laba bersih sesudah pajak harus dikurangi dengan dividen *preferred stock*.

Earnings per share sangat penting bagi perusahaan karena menyangkut laba yang diperoleh oleh tiap pemegang saham dalam perusahaan tersebut. Banyak perusahaan menampilkan *earnings per share* pada halaman depan laporan keuangannya untuk menarik perhatian calon investor dan agar investor yang telah menanamkan modalnya di perusahaan tersebut tidak berpindah ke perusahaan lain. *Earnings per share* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam meraih laba bersih yang diperuntukkan bagi para pemegang

saham atas lembar saham yang diinvestasikan dalam perusahaan. Semakin besar jumlah laba bersih per lembar saham yang merupakan pendapatan bagi para investor, maka pertumbuhan harga saham perusahaan semakin baik. Laba bersih per lembar saham perusahaan berhubungan erat dengan pertumbuhan harga saham perusahaan tersebut.

5. Risiko Sistematis

Return dan risiko merupakan dua hal yang tidak terpisahkan, karena pertimbangan suatu investasi merupakan *trade-off* dari kedua faktor ini. *Return* dan risiko mempunyai hubungan yang positif, semakin besar risiko yang harus ditanggung investor, semakin besar *return* yang dikompensasikan. Hal seperti inilah yang menjawab pertanyaan mengapa tidak semua investor hanya berinvestasi pada asset yang menawarkan tingkat *return* yang paling tinggi.

Risiko sistematis adalah risiko yang tidak dapat didiversifikasi (dihindarkan), disebut juga dengan risiko pasar atau *beta*. Risiko ini berkaitan dengan kondisi yang terjadi di pasar secara umum, misalnya perubahan dalam perekonomian secara makro, risiko tingkat bunga, risiko politik, risiko inflasi, risiko nilai tukar, dan risiko pasar. Risiko ini mempengaruhi semua perusahaan dan tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Parameter yang digunakan dalam mengukur risiko ini adalah *beta*.

Menurut Brealey et al. (2001:290), *beta* adalah suatu sensitifitas dari tingkat pengembalian atas saham dalam pasar portofolio (perdagangan sekuritas), sedangkan menurut Ross et al. (2003:431), *beta* adalah jumlah dari risiko sistematis yang menyajikan khusus risiko aset yang relatif dengan risiko aset rata-rata.

Risiko pasar (*beta*) sering dihubungkan dengan penyimpangan/deviasi dari *outcome* yang diterima dengan yang diekspektasi. Risiko ada dua yaitu risiko sistematis dan risiko non sistematis (Jogiyanto 2000: 94). Dalam beberapa penelitian lebih sering menggunakan risiko sistematis yaitu risiko yang dihadapi perusahaan yang berkaitan dengan kejadian-kejadian di luar kegiatan operasional perusahaan seperti inflasi, resesi dan sebagainya. Risiko pasar yang besar akan memberikan informasi bagi investor untuk berhati-hati dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Para investor berhati-hati (cenderung menunggu) ketika kondisi pasar tidak stabil, sehingga menimbulkan permintaan saham oleh pasar yang menurun.

Minat investor yang menurun, berdampak pada harga saham yang menurun, sehingga membuat investor menanamkan investasinya pada situasi atau kondisi yang berisiko tinggi. Perusahaan dengan risiko (*beta*) yang besar akan memberikan insentif yang besar pula kepada para manajer yang mengelola perusahaan tersebut agar pengelolaan perusahaan dilakukan dengan sebaik-baiknya. Risiko dalam berinvestasi akan dipertimbangkan oleh

investor dalam penanaman sahamnya. Mereka tidak ingin berspekulasi yang mengakibatkan kerugian yang besar (*capital loss*).

B. Penelitian yang Relevan

1. Pengaruh *Economic Value Added* terhadap *Return Saham*

Penelitian yang dilakukan untuk menguji pengaruh EVA terhadap *return* saham telah dilakukan oleh beberapa peneliti, seperti Garvey dan Milbourn (2000) dalam Pradhono dan Christiawan (2004) dengan membandingkan korelasi antara EVA dengan *return* saham dan *earnings* dengan *return* saham. Bukti empiris dari penelitian ini menunjukkan bahwa EVA memiliki korelasi positif terhadap *return* saham yang lebih tinggi daripada *earnings*. Pradhono dan Christiawan (2004) menyatakan bahwa EVA tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Seperti halnya Pradhono dan Christiawan (2004), penelitian oleh Nilawati (2004) dan Nasser (2003) juga memberikan hasil yang sama yaitu EVA tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

Lehn dan Makhija (1996) melakukan penelitian tentang pengaruh *Economic Value Added*, *Market Value Added*, *Return On Asset*, *Return On Equity* dan *Return On Sales* terhadap *stock return* dan hasil penelitiannya menunjukkan bahwa semua variabel berpengaruh positif terhadap *stock return* dan EVA mempunyai pengaruh yang paling tinggi. Peneliti lain (Bacidore, dkk; 1997) menguji hubungan EVA dan REVA dengan *abnormal return*,

hasilnya menunjukkan bahwa EVA dan REVA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *abnormal return*. EVA dan REVA yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap *abnormal return* dapat memprediksi besarnya *abnormal return* (Bacidore, dkk; 1997).

Dodd & Chen (1996) meneliti data EVA perusahaan yang termasuk dalam peringkat pencipta nilai yang setiap tahun diterbitkan oleh Stern Stewart & Co. Sampel dalam penelitian ini adalah 566 (dari 1000 perusahaan) selama tahun 1983 – 1992. Hasil penelitian menunjukkan bahwa EVA berpengaruh positif terhadap *stock return* sebesar 20,2 %, ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap variasi *stock return* sebesar 24,5 %, dan sisanya sekitar masing-masing 5-7% dipengaruhi oleh *earnings per share* (EPS) dan *return on equity* (ROE).

2. Pengaruh *Market Value Added* terhadap *Return Saham*

Penelitian yang dilakukan oleh Turangan (2003) menunjukkan bahwa MVA memberikan penilaian kinerja perusahaan secara keseluruhan, sedangkan Tanopruwito (2005) melakukan penelitian dan menyimpulkan bahwa konsep MVA tidak memiliki korelasi yang signifikan dengan indeks harga saham perusahaan.

Penelitian Fernandez (2001) diketahui korelasi antara kenaikan MVA dan NOPAT setiap tahun lebih besar daripada hanya kenaikan MVA setiap tahun.

Bahkan 210 dari 582 perusahaan yang dianalisis ternyata memiliki korelasi negatif antara kenaikan MVA setiap tahun dan EVA setiap tahun. Korelasi rata-rata antara kenaikan MVA setiap tahun dan EVA, NOPAT dan WACC berturut-turut 16%, 21% dan – 21,4%.

3. Pengaruh *Earnings* terhadap *Return* Saham

Gul, Leung dan Srinindhi (2000); Pradhono dan Yulius Jogi Chritiawan (2004) menemukan bahwa *earnings* berpengaruh positif terhadap *return* saham, sedangkan penelitian oleh Robiatul Auliyah dan Ardi Hamzah (2006) memperoleh bahwa *earnings* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Penelitian oleh Fanani (2006) menemukan hasil bahwa diskresioner akrual, IOS, biaya politis, konsentrasi pasar dan *earnings* berpengaruh positif terhadap abnormal *return*..

4. Pengaruh Risiko Sistematis terhadap *Return* Saham

Penelitian yang dilakukan oleh Meythi (2006) memperoleh hasil bahwa *beta* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, namun penelitian yang dilakukan oleh Pattengill, Sundaram, and Mathur (1995) diperoleh bahwa *beta* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Penelitian Supranto (1990), dalam Sudarto et al. (1990), menyimpulkan bahwa hubungan *return* dan *debt to equity ratio* negatif dan tidak signifikan, sedangkan hubungan positif yang signifikan antara *return* dan *beta*. Bandhari (1998) menyimpulkan

debt to equity ratio dan *return* mempunyai hubungan positif dan signifikan, tetapi hasil penelitian *beta* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* adalah sejalan dengan temuan Sudarto et al. (1998).

C. Kerangka Pikir

Berdasarkan landasan teoritis dan hasil penelitian terdahulu, maka kerangka pikir dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Pengaruh *Economic Value Added* terhadap *Return* Saham

Konsep *Economic Value Added* (EVA) mengukur nilai tambah dengan cara mengurangi biaya modal (*cost of capital*) yang timbul akibat investasi yang dilakukan oleh perusahaan. EVA merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai dari suatu investasi. Berbeda dengan pengukuran kinerja akuntansi tradisional, EVA mencoba mengukur nilai tambah (*value creation*) yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi beban biaya modal (*cost of capital*) yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan. *Economic Value Added* didefinisikan sebagai sisa laba (*residual income, excess earning*) setelah semua penyedia modal diberikan kompensasi sesuai dengan tingkat pengembalian (*return*) yang dibutuhkan untuk menghasilkan laba tersebut dibebankan.

EVA merupakan alat ukur kinerja perusahaan yang digunakan untuk menilai kinerja operasional karena mempertimbangkan *required rate of*

return yang dituntut oleh investor dan kreditor. Perlu dipahami dalam rumusan yang sederhana, bahwa jika EVA lebih besar dari satu berarti menunjukkan adanya nilai tambah ekonomi terhadap perusahaan selama operasionalnya. Apabila EVA sama besarnya dengan nol, berarti perusahaan berada pada kondisi impas yang berarti *return* yang diharapkan sama dengan yang terdahulu selama operasionalnya, apabila EVA berada dibawah nol, mengindikasikan bahwa perusahaan gagal memenuhi harapan para investornya.

EVA sebagai indikator dari keberhasilan manajemen dalam memilih dan mengelola sumber-sumber dana yang ada di perusahaan tentunya juga akan berpengaruh positif terhadap *return* pemegang saham. Dalam konsep EVA ini biaya modal saham juga diperhitungkan, sehingga memberikan pertimbangan yang adil bagi penyandang dana perusahaan karena biaya modal yang sebenarnya ditanggung oleh perusahaan dapat diketahui. Dengan meningkatnya EVA perusahaan berarti kinerja perusahaan semakin baik sehingga kesejahteraan para pemegang sahamnya pun dapat ditingkatkan. Dengan demikian, *return* pemegang saham akan menyangkut prestasi perusahaan di masa yang akan datang, karena harga saham (dan juga dividen) yang diharapkan oleh para investor merupakan nilai intristik yang menunjukkan prestasi dan risiko saham tersebut di masa yang akan datang. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat

disimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif *Economy Value Added* (EVA) terhadap *return* saham.

2. Pengaruh *Market Value Added* terhadap *Return* Saham

Tujuan utama dari perusahaan adalah memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Tujuan ini dapat diwujudkan dengan cara memaksimumkan nilai perusahaan (*Market Value of Firm*). Memaksimumkan nilai perusahaan sama dengan memaksimumkan harga saham. Kemakmuran pemegang saham dapat dimaksimalkan dengan memaksimumkan perbedaan antara nilai pasar ekuitas dengan ekuitas (modal sendiri) yang diserahkan ke perusahaan oleh para pemegang saham (pemilik perusahaan). Perbedaan tersebut dinamakan *Market Value Added* (Husnan dan Pudjiastuti, 2004). EVA yang di diskontokan ke dalam nilai sekarang hasilnya adalah *Market Value Added* (MVA). MVA adalah ukuran kumulatif perusahaan yang memperlihatkan penilaian pasar modal pada suatu waktu tertentu dari nilai sekarang EVA di masa mendatang. Perubahan nilai EVA (bertambah atau berkurang) menyebabkan perubahan yang searah didalam nilai MVA (Rousana, 1997).

Market value added merupakan selisih antara nilai pasar saham dengan modal sendiri yang disetor oleh pemegang saham. Nilai pasar saham adalah perkalian jumlah saham beredar dengan harga saham. Harga

saham diperoleh dari harga penutupan (*closing price*) saham dalam satu tahun.

Kinerja keuangan yang berhubungan dengan pasar dapat diukur dengan metode *Market Value Added*. *Market value added* merupakan nilai pasar saham dibandingkan dengan nilai bukunya. Perusahaan yang baik ditunjukkan dengan nilai MVA positif dan lebih besar dari 1. MVA diukur dengan mengalikan selisih harga saham dikurangi nilai buku per lembar saham dengan jumlah saham yang dikeluarkan. MVA positif menunjukkan bahwa saham perusahaan tersebut dinilai oleh investor lebih besar dari pada nilai buku per lembarnya, sehingga hal ini akan meningkatkan minat investor untuk menanamkan sahamnya di perusahaan. Apabila EVA bernilai positif maka MVA juga bernilai positif. Berdasarkan uraian tersebut dapat diambil kesimpulan bahwa terdapat pengaruh positif *Market Value Added* (MVA) terhadap *return* saham.

3. Pengaruh *Earnings* terhadap *Return* Saham

Earnings sering disebut sebagai laba akuntansi, yang merupakan laba atau rugi dari kegiatan bisnis perusahaan dalam suatu periode berdasarkan perhitungan secara akrual. Jumlah *earnings* menunjukkan pengukuran akuntansi secara akrual terhadap perubahan nilai perusahaan yang menjadi modal pemegang saham seperti pembagian dividend atau penerbitan saham biasa (Nichols dan Wahlen, 2004).

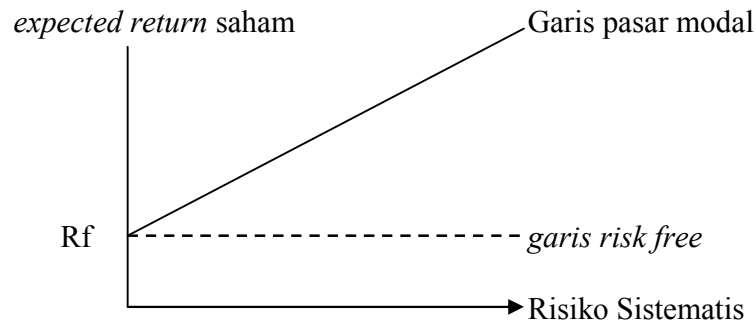
Earnings dapat diukur dengan menggunakan laba per lembar saham (*earnings per share*). *Earnings per share* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur jumlah rupiah yang diterima untuk setiap lembar saham biasa. Pada umumnya para pemegang saham atau calon pemegang saham sangat berkepentingan dengan *earnings per share*. Guna menghitung EPS perlu menghitung berapa besar laba bersih untuk pemegang saham biasa (*common stock*). Untuk itulah laba bersih sesudah pajak harus dikurangi dengan dividen *preferred stock*.

Earning per share merupakan salah satu pertimbangan utama sebelum investor melakukan investasi pada sebuah perusahaan karena investor mengharapkan pengembalian atau *return* yang tinggi dari investasinya, sehingga investor akan menginvestasikan modalnya pada perusahaan dengan EPS yang tinggi. Apabila suatu perusahaan dinilai memiliki pertumbuhan dan tingkat EPS tinggi, maka hal tersebut akan membuat harga saham cenderung meningkat dan akan membuat laba per lembar saham perusahaan naik. Naiknya harga saham akan mengakibatkan laba per lembar saham meningkat dan akan memberikan *return* yang diterima investor meningkat. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat diambil kesimpulan bahwa terdapat pengaruh positif *earnings* terhadap *return* saham.

4. Pengaruh Risiko Sistematis terhadap *Return* Saham

Risiko sistematis adalah risiko yang tidak dapat didiversifikasi (dihindarkan), disebut juga dengan risiko pasar atau *beta*. Risiko ini berkaitan dengan kondisi yang terjadi di pasar secara umum, misalnya perubahandalam perekonomian secara makro, risiko tingkat bunga, risiko politik, risiko inflasi, risiko nilai tukar, dan risiko pasar. Risiko ini mempengaruhi semua perusahaan dan tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Parameter yang digunakan dalam mengukur risiko ini adalah *beta*.

Risiko sistematis tidak dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio dalam suatu investasi. Oleh karena itu, bagi seorang investor risiko tersebut menjadi lebih relevan untuk dipertimbangkan dalam memilih kombinasi saham dalam portofolio yang dibentuknya. Sehingga untuk menentukan tingkat keuntungan yang disyaratkan atau diharapkan (*Expected Return*) terhadap suatu saham, maka harus dikaitkan dengan risiko sistematis (yang tidak terhindarkan) dari saham yang bersangkutan. Hubungan antara Risiko sistematis dengan tingkat keuntungan dapat dilihat dari gambar hubungan risiko dan *return* berikut:

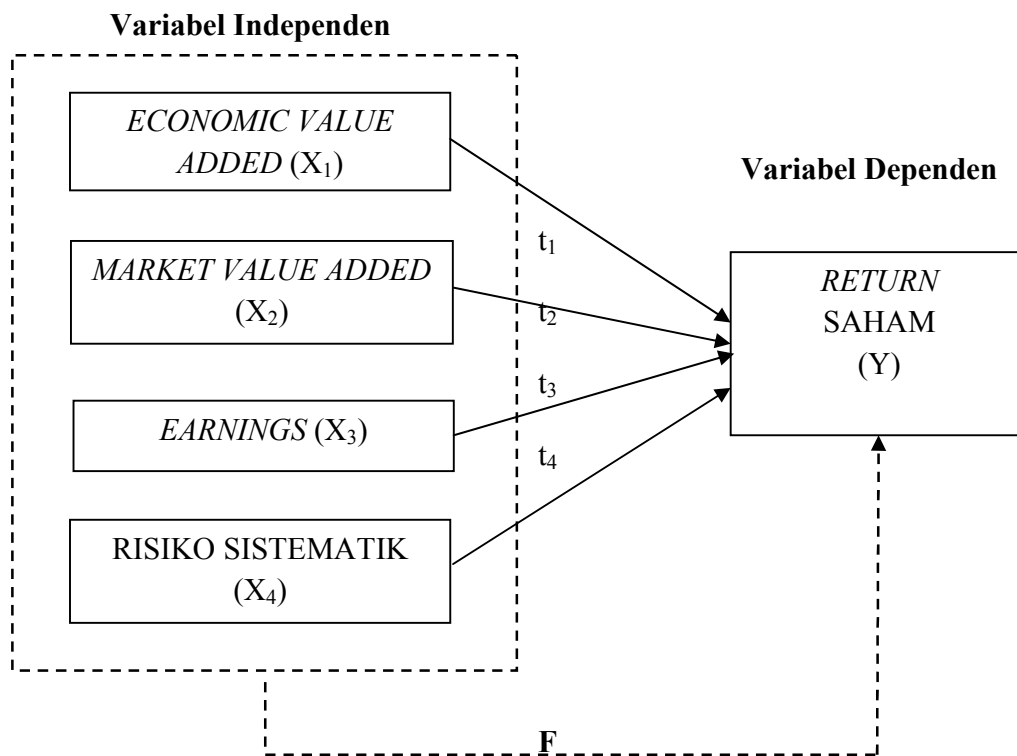


Gambar 1. Hubungan Risiko dan *Return* (Tandelilin, 2001)

Keuntungan yang diharapkan digambarkan dalam sumbu vertikal, sedangkan risiko sistematis digambarkan sebagai sumbu horizontal. Garis linier (garis miring) yang menggambarkan antara risiko sistematis dengan tingkat keuntungan yang diharapkan disebut garis pasar modal.

Dari gambar diatas, keuntungan yang diharapkan lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat keuntungan bebas risiko (*risk free rate / RF*). Garis pasar modal menunjukkan bahwa semakin besar risiko sistematis, akan semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang diharapkan (*Expected return*) oleh investor. Kemiringan (*slope*) garis pasar modal menunjukkan seberapa jauh seorang investor menunjukkan sifat tidak menyukai risiko (*risk averse*). Semakin curam kemiringan garis pasar modalnya, berarti seorang investor semakin tidak menyukai risiko. Jadi terdapat hubungan positif antara risiko sistematis dengan tingkat keuntungan yang diharapkan. Dari uraian tersebut dapat diambil kesimpulan bahwa terdapat pengaruh positif risiko sistematis terhadap *return* saham.

D. Paradigma Penelitian



Gambar 2. Paradigma Penelitian

Keterangan :

—→ : Uji t hitung (pengujian parsial)

--→ : Uji F hitung (pengujian simultan)

E. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan tinjauan teoritis dan hasil temuan empiris di atas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

- Ha₁ : *Economic value added* berpengaruh positif terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011.
- Ha₂ : *Market value added* berpengaruh positif terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011.
- Ha₃ : *Earnings* (EPS) berpengaruh positif terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011.
- Ha₄ : Risiko sistematis (*beta*) berpengaruh positif terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011.
- Ha₅ : *Economic value added*, *market value added*, *earnings*, dan risiko sistematis secara simultan berpengaruh positif terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011.