

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

A. Kajian Teoritis

1. *Return* Saham

a. Pengertian *Return* yang Diperoleh Pemegang Saham

Return adalah hasil yang diperoleh dari investasi. Saham merupakan tanda bukti kepemilikan dalam suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT). Menurut Horne dan John (2005: 144) “*Return* saham atau yang biasa disebut dengan *Return* merupakan pembayaran yang diterima karena hak kepemilikannya, ditambah dengan perubahan dalam harga pasar yang dibagi dengan harga awal”. Brigham dan Houston (2006: 215) menyatakan bahwa “*Return* atau tingkat pengembalian adalah selisih antara jumlah yang diterima dengan jumlah yang diinvestasikan”.

Jogiyanto Hartono (2010: 205) menyatakan bahwa “*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi”. *Return* dapat berupa *Return* realisasi (*Realized Return*) atau *Return* ekspektasian (*Expected Return*). *Return* realisasi merupakan *Return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi sangat penting karena dapat digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Return* ekspektasian adalah *Return* yang diharapkan akan diperoleh investor dimasa mendatang, jadi *Return* ekspektasian sifatnya belum terjadi.

Return suatu investasi terdiri dari *yield* atau dividen dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan *Return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik. *Capital gain (loss)* adalah *Return* yang diperoleh dari kenaikan (penurunan) nilai surat berharga (Tandelilin, 2007: 48).

Pengembalian atau lebih sering disebut *Return* merupakan imbalan yang diperoleh dari investasi yang dilakukan. Pengembalian ini dibedakan menjadi dua, yaitu pengembalian yang telah terjadi (*Actual Return*) yang dihitung berdasarkan data historis, dan pengembalian yang diharapkan (*Expected Return - ER*) akan diperoleh di masa depan.

Komponen pengembalian meliputi :

- Untung/rugi modal (*capital gain/loss*) merupakan keuntungan (kerugian) bagi investor yang diperoleh dari kelebihan harga jual (harga beli) di atas harga beli (harga jual) yang keduanya terjadi di pasar sekunder.
- Imbal hasil (*Yield*) merupakan pendapatan atau aliran kas yang diterima investor secara periodik, misalkan berupa dividen atau bunga. *Yield* dinyatakan dalam persentase dari modal yang ditanamkan.

Dari kedua komponen pengembalian tersebut, selanjutnya dapat dihitung pengembalian total (*Total Return*) dan tingkat pengembalian (*Rate of Return*) sebagai berikut :

$$\text{Total Return} = \text{capital gain (loss)} + \text{Yield}$$

atau

$$\text{Return Saham} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

Keterangan :

P_t = harga saham pada periode t

P_{t-1} = harga saham pada periode t-1

D_t = Dividen pada periode t

Perubahan harga selama periode bisa berupa angka negatif , nol, dan positif. Sedangkan *yield* bisa berupa angka nol (0) dan positif.

(Abdul Halim, 2005: 34)

b. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Return Saham

Menurut Alwi (2003: 87-88), ada beberapa faktor yang mempengaruhi *Return* saham atau tingkat pengembalian saham, antara lain :

1) Faktor Internal

- a) Pengumuman tentang pemasaran, produksi, penjualan seperti pengiklanan, rincian, kontrak, perubahan harga, penarikan produk baru, laporan produksi, laporan keamanan produk, dan laporan penjualan.

(Kegiatan operasional perusahaan yang baik dan lancar akan meningkatkan kinerja perusahaan, sehingga akan memberikan hasil yang baik bagi perusahaan. Apabila hasil yang diperoleh perusahaan tinggi, maka perusahaan akan memberikan *Return* yang tinggi pula bagi investor.)

- b) Laporan pendanaan, seperti pengumuman yang berhubungan dengan ekuitas dan hutang.

(Perusahaan yang mempunyai cukup dana maka kegiatan operasional perusahaan akan berjalan dengan lancar sehingga laba perusahaan akan tinggi dan *Return* yang diperoleh pemegang saham juga akan tinggi.)

- c) Pengumuman badan direksi manajemen, seperti perubahan dan pergantian direktur, manajemen, dan struktur organisasi.

(Manajemen merupakan unsur penting dalam perusahaan. Manajemen yang baik akan membawa perusahaan ke kesuksesan. Hal ini akan memberikan dampak yang baik bagi perusahaan sehingga perusahaan akan memperoleh laba yang tinggi, *Return* yang diperoleh pemegang saham juga akan tinggi.)

- d) Pengumuman pengambilalihan perusahaan, seperti laporan merger, investasi ekuitas, laporan *take over* oleh pengakuisisian dan diakuisisi, laporan divestasi, dan lain-lain.

(Pengambilalihan perusahaan dapat berpengaruh pada manajemen perusahaan dan operasional perusahaan sehingga apabila manajemen dan operasional perusahaan menjadi lebih baik maka akan berpengaruh pada *Return* saham yang akan semakin tinggi, begitu pula sebaliknya.)

- e) Pengumuman investasi, seperti melakukan ekspansi pabrik, pengembangan riset dan penutupan usaha lainnya.

(Ekspansi pabrik ataupun investasi lainnya akan meningkatkan pendapatan perusahaan sehingga apabila investasi tersebut berhasil akan meningkatkan *Return* yang diperoleh pemegang saham perusahaan.)

- f) Pengumuman ketenagakerjaan, seperti negoisasi baru, kontrak baru, pemogokan dan lainnya.

(Permasalahan ketenagakerjaan sangat berpengaruh terhadap operasional perusahaan, apabila terjadi permasalahan ketenagakerjaan dan mengakibatkan kerugian perusahaan maka akan mengurangi *Return* yang diperoleh pemegang saham.)

- g) Pengumuman laporan keuangan perusahaan, seperti peramalan laba sebelum akhir tahun fiskal dan setelah akhir tahun fiskal, *Earning Per Share (EPS)*, *Dividen Per Share (DPS)*, *Price Earning Ratio*

(*PER*), *Net Profit Margin (NPM)*, *Return On Assets (ROA)*, *Return On Equity (ROE)*, *Price to Book Value (PBV)*, maupun *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)* yang nilainya tidak tercantum dalam laporan keuangan, serta faktor lainnya.

(Analisis terhadap laporan keuangan dapat digunakan sebagai gambaran kinerja perusahaan, apabila hasil analisis terhadap laporan keuangan perusahaan menunjukkan kinerja perusahaan baik maka *Return* yang diperoleh pemegang saham juga akan tinggi, begitu juga sebaliknya.)

2) Faktor Eksternal

- a) Pengumuman dari pemerintah, seperti perubahan suku bunga tabungan, kurs valuta asing, inflasi, serta berbagai regulasi dan deregulasi ekonomi yang dikeluarkan oleh pemerintah.

(Suku bunga tabungan yang tinggi akan lebih menarik bagi investor, sehingga ada kecenderungan untuk memilih berinvestasi pada tabungan, dan hal tersebut bisa menurunkan harga saham yang akan berakibat pada *capital loss*. Kurs valuta asing akan berpengaruh pada tingkat perubahan harga saham, terutama perusahaan internasional. Kurs valuta asing berpengaruh negatif terhadap *Return* saham. Nilai tukar rupiah yang rendah juga akan mendorong melemahnya daya beli masyarakat, sehingga akan menurunkan *Return* saham karena penghasilan perusahaan menurun. Sedangkan inflasi akan berpengaruh pada tingginya

harga-harga bahan baku perusahaan, dan menurunkan daya beli masyarakat terhadap barang dan jasa perusahaan, hal ini dapat menurunkan penghasilan perusahaan sehingga *Return* yang diterima pemegang saham akan turun.)

- b) Pengumuman hukum, seperti tuntutan karyawan terhadap perusahaan atau manajernya, dan tuntutan perusahaan terhadap manajernya.

(Adanya pengumuman hukum tersebut menandakan bahwa perusahaan sedang mengalami permasalahan baik antara karyawan dengan manajemen maupun manajemen dengan perusahaan, hal ini akan berpengaruh pada operasional perusahaan, sehingga investor tidak tertarik pada perusahaan yang bermasalah dan melepas saham mereka yang mengakibatkan pada turunnya harga saham. Operasional perusahaan yang terganggu juga akan mengakibatkan turunnya penghasilan perusahaan, sehingga *Return* yang diterima pemegang saham akan mengalami penurunan.)

- c) Pengumuman industri sekuritas, seperti laporan pertemuan tahunan, *insider trading*, volume atau harga saham perdagangan, pembatasan/penundaan *trading*.

(Pengumuman industri sekuritas memberikan informasi kepada investor untuk mengambil keputusan membeli atau menjual saham, hal tersebut berpengaruh terhadap harga saham sehingga akan mempengaruhi *Return* saham melalui *capital gain (loss)*).

d) Gejolak politik luar negeri dan fluktuasi nilai tukar juga merupakan faktor yang berpengaruh signifikan pada terjadinya pergerakan harga saham di bursa efek suatu negara. Hal ini akan berpengaruh pada *capital gain* atau *capital loss* yang akan diterima pemegang saham, sehingga akan mempengaruhi *Return* saham.

e) Berbagai isu baik dalam negeri maupun luar negeri.

(Isu-isu tersebut dapat berpengaruh pada aktivitas investasi sehingga dapat berpengaruh pada pergerakan harga saham. Apabila harga saham bergerak naik akan memberikan *capital gain* pada pemegang saham, sedangkan apabila harga saham bergerak turun akan memberikan *capital loss* pada pemegang saham. Hal ini akan berpengaruh pada *Return* yang diperoleh pemegang saham, karena *capital gain (loss)* merupakan bagian dari *Return* saham.)

Menurut Raden Tinneke (2007: 72-74), faktor yang mempengaruhi *Return* saham adalah:

1) *Economic Value Added (EVA)*

EVA merupakan pengukuran kinerja yang memperhitungkan tingkat biaya modal, yaitu dengan perhitungan laba bersih setelah pajak dikurangi dengan biaya modal. EVA yang positif menunjukkan perusahaan berhasil memenuhi biaya modal dengan laba bersih setelah pajak sehingga para pemegang saham akan menerima *Return* dari perusahaan tersebut. Semakin tinggi EVA maka semakin tinggi *Return* yang diperoleh pemegang saham.

2) *Price to Book Value (PBV)*

PBV merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang digunakan untuk mengukur rasio harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Perusahaan yang berkinerja baik, biasanya rasio PBV-nya diatas 1 yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. Semakin besar rasio PBV semakin tinggi nilai perusahaan tersebut, karena PBV yang semakin besar menunjukkan harga pasar saham dari saham tersebut semakin meningkat. Jika harga pasar saham semakin meningkat maka *capital gain* dari saham tersebut juga meningkat. Meningkatnya *capital gain* akan meningkatkan *Return* yang diperoleh pemegang saham.

3) *Debt to Equity Ratio (DER)*

DER digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan hutang terhadap modal sendiri. DER yang semakin tinggi menunjukkan ketergantungan permodalan perusahaan terhadap pihak luar juga tinggi. Hal tersebut mengakibatkan perusahaan akan menggunakan laba bersih untuk membayar kewajiban kepada pihak luar terlebih dahulu daripada membayar dividen kepada pemegang saham, sehingga *Return* yang diterima pemegang saham akan menurun. Selain itu semakin besar DER juga mencerminkan mencerminkan risiko perusahaan yang relatif tinggi karena perusahaan beroperasi relatif tergantung terhadap hutang dan perusahaan mempunyai kewajiban membayar hutang, akibatnya para investor cenderung

menghindari saham-saham yang memiliki nilai DER yang tinggi. Hal ini pada akhirnya mengakibatkan adanya aksi jual saham yang pada akhir menekan harga saham sehingga harga saham mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap *Return* saham.

Menurut Agus Pratiwi (2011: 71-75), faktor-faktor yang mempengaruhi *Return* saham dalam penelitiannya adalah:

1) *Economic Value Added* (EVA)

Perusahaan yang mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih besar dari biaya modalnya akan mampu membayar dividen kepada pemegang saham. EVA positif menandakan bahwa perusahaan berhasil menciptakan kekayaan bagi pemilik modal, oleh karena itu hal ini menarik minat investor dan atau calon investor untuk menanamkan dananya karena ke dalam perusahaan tersebut. Hal ini mendorong terjadinya permintaan terhadap saham sehingga harga saham cenderung meningkat di pasar modal. Hal tersebut akan meningkatkan *capital gain* dari naiknya harga saham. artinya semakin tinggi nilai EVA yang diciptakan perusahaan maka harga saham akan mengalami kenaikan yang pada akhirnya memberikan *Return* saham yang tinggi.

2) *Return On Equity (ROE)*

ROE adalah rasio yang menunjukkan sejauh mana perusahaan menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham dari modal yang telah mereka investasikan. Rasio ini digunakan untuk mengukur kinerja manajemen perusahaan dalam mengelola ekuitas yang ada untuk menghasilkan laba bersih. Semakin besar tingkat laba bersih yang dicapai, maka nilai ROE perusahaan pun semakin tinggi, sehingga *Return* yang diterima pemegang saham juga akan tinggi.

3) *Return On Assets (ROA)*

ROA adalah salah satu bentuk dari rasio profitabilitas untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan total aktiva yang ada. ROA yang tinggi menunjukkan bahwa laba yang dihasilkan dari aktiva tinggi, sehingga *Return* yang diterima pemegang saham juga akan tinggi.

Menurut Anik Haniah Rois (2010: 79-82) faktor yang mempengaruhi *Return* saham dalam penelitiannya adalah :

1) *Market Value Added (MVA)*

MVA merupakan selisih antara nilai pasar saham dengan modal sendiri yang disetor oleh pemegang saham. MVA positif menunjukkan bahwa saham perusahaan tersebut dinilai oleh investor lebih besar dari pada nilai buku per lembarnya. Hal ini berarti meningkatkan harga saham dan memberikan *capital gain* kepada

pemegang saham. Bertambahnya *capital gain* akan menambah *Return* yang diperoleh pemegang saham.

2) Return On Assets (ROA)

Perusahaan yang dapat menghasilkan laba dari aktiva akan mempunyai ROA yang tinggi karena ROA mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin tinggi ROA perusahaan, berarti laba yang dihasilkan perusahaan juga semakin tinggi, sehingga *Return* yang diperoleh pemegang saham juga akan naik.

2. Economic Value Added (EVA)

a. Pengertian Economic Value Added (EVA)

Menurut Haris Hansa Wijaya dan Lauw Tjun Tjun (2009: 182), “*Economic Value Added* adalah indikator internal yang mengukur kekayaan pemegang saham suatu perusahaan dalam jangka waktu tertentu. EVA mengukur seberapa efisien perusahaan menggunakan modalnya untuk menciptakan nilai tambah ekonomis. Nilai tambah ekonomis tercipta jika perusahaan menghasilkan *Return on total capital* yang melebihi *cost of capital*.”

Menurut Brigham dan Houston (2006: 68), “EVA adalah nilai yang ditambahkan oleh manajemen kepada pemegang saham selama satu tahun tertentu”. Sebagai pencetus, Steward (1991: 118) dalam Haris Hansa Wijaya & Lauw Tjun Tjun (2009: 182) mendefinisikan EVA sebagai berikut: “*The one performance measure to account properly for all of the ways in which corporate value may be added or lost is*

Economic Value Added (EVA). EVA is the residual income measure that subtracts the cost of capital from the operating profits generated in the business.”

Menurut Haris Hansa Wijaya & Lauw Tjun Tjun (2009: 183) “Dasar pengukuran dengan pendekatan EVA lebih memfokuskan perhatian pada penciptaan nilai perusahaan yaitu manajemen perusahaan berupaya menghasilkan *Return* yang lebih besar dari biaya modalnya”. Sehingga dapat disimpulkan bahwa EVA merupakan keuntungan operasional setelah pajak (*EAT*) dikurangi dengan biaya modal atau dengan kata lain EVA merupakan pengukuran pendapatan sisa (*residual income*) yang mengurangkan biaya modal terhadap laba operasi. EVA memfokuskan pada efektifitas manajerial dalam satu tahun tertentu. EVA merupakan pengukuran kinerja keuangan yang dianggap sesuai dengan harapan kreditur dan pemegang saham, karena EVA memperhitungkan tingkat risiko. Semakin tinggi risiko atau *cost of capital* yang ditanggung perusahaan, maka semakin tinggi pula tingkat pengembalian (*Return*) yang harus diberikan kepada investor atau pemegang saham. Jika tingkat pengembalian investasi perusahaan tidak mampu menutupi risikonya, EVA perusahaan itu akan bernilai negatif. Sebaliknya, tingkat pengembalian investasi yang lebih besar dari *cost of capital*nya maka akan menghasilkan EVA positif.

Menurut Haris Hansa Wijaya & Lauw Tjun Tjun (2009: 183), “Pengukuran kinerja keuangan menggunakan konsep EVA memasukkan

unsur biaya modal dalam perhitungannya”. Hal tersebut menunjukkan bahwa pendekatan EVA tidak hanya melihat dari tingkat pengembalian saja tetapi juga mempertimbangkan tingkat risiko perusahaan. EVA merupakan indikator mengenai adanya penciptaan nilai dari suatu investasi. EVA yang positif menunjukkan telah terjadi proses nilai tambah pada perusahaan, karena *rate of Return* lebih besar dari biaya modalnya. Penggunaan EVA akan mendorong perusahaan untuk lebih memfokuskan pada penciptaan nilai perusahaan (*creating a firm's value*).

b. Cara Perhitungan *Economic Value Added* (EVA)

Prinsip EVA memberikan sistem pengukuran yang baik untuk menilai suatu kinerja dan prestasi keuangan manajemen perusahaan karena EVA berhubungan langsung dengan nilai pasar sebuah perusahaan. Secara matematis, EVA dapat dinyatakan sebagai berikut (Stewart, 1993: 224) :

$$EVA = Operating Profits - (c^* \times Capital)$$

Keterangan :

EVA = *Economic Value Added*

Operating profits = Laba operasi bersih setelah pajak

c^* = *Cost of Capital*

Capital = Modal, terdiri dari ekuitas dan hutang

Sedangkan menurut Brigham dan Houston (2006: 69), rumus dasar EVA adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{Laba operasi setelah pajak} - \text{Biaya modal setelah pajak} \\ &= \text{EBIT (1-tarif pajak)} - (\text{total modal}) (\text{biaya modal setelah pajak}) \end{aligned}$$

Langkah-langkah yang dilakukan untuk menentukan EVA menurut Ngadirin Setiawan (2010: 253-258) adalah sebagai berikut :

1) Menghitung biaya modal hutang (*Cost of Debt*)

$$\begin{aligned} \text{COD} &= \% \text{ bunga HJPj} \times \text{Faktor Koreksi} \\ &= K_d (1-T) \end{aligned}$$

Keterangan:

$$\begin{aligned} \text{COD} &= \text{biaya hutang setelah pajak} \\ K_d &= \text{tingkat bunga hutang jangka panjang} \\ T &= \text{pajak penghasilan} \end{aligned}$$

2) Menghitung biaya modal saham (*Cost of Equity*)

$$\text{COE} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Keterangan :

$$\begin{aligned} \text{COE} &= \text{Biaya ekuitas modal saham} \\ R_f &= \text{Return bebas risiko} \\ R_m &= \text{Return pasar} \\ \beta &= \text{risiko sekuritas terhadap risiko pasar} \end{aligned}$$

3) Menghitung struktur permodalan dari neraca.

$$\text{Komposisi Hutang (KH)} = \frac{\text{Jumlah hutang jangka panjang}}{\text{Jumlah Modal}}$$

$$\text{Komposisi Modal Saham (KMS)} = \frac{\text{jumlah modal saham}}{\text{Jumlah Modal}}$$

4) Menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*)

$$\text{WACC} = (\text{KH} \times \text{COD}) + (\text{KMS} \times \text{COE})$$

5) Menghitung EVA

$$\text{EVA} = \text{laba operasi bersih sesudah pajak (NOPAT)} - \text{biaya modal}$$

$$\text{EVA} = \text{EBIT} (1 - \text{Tax}) - (\text{WACC} \times \text{Jumlah Modal})$$

$$\text{Jumlah Modal} = \text{Jumlah Hutang Jangka Panjang} + \text{Jumlah Modal Saham}$$

c. Kriteria Penilaian Perusahaan Berdasarkan Nilai EVA

Young dan O'Byrne (2001: 31), "EVA merupakan indikator mengenai adanya penciptaan nilai dari suatu investasi". Berikut penilaian perusahaan berdasarkan nilai EVA :

- 1) $\text{EVA} > 0$ maka menunjukkan telah terjadi proses nilai tambah pada perusahaan dan berhasil menciptakan nilai bagi penyedia dana. Tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih besar daripada tingkat biaya modal atau tingkat biaya yang diharapkan investor atas investasi yang dilakukannya.
- 2) $\text{EVA} = 0$ menunjukkan posisi impas perusahaan karena semua laba digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyedia dana baik kreditor maupun pemegang saham.
- 3) $\text{EVA} < 0$ menunjukkan tidak terjadinya proses nilai tambah karena laba yang tersedia tidak dapat memenuhi harapan para investor. Nilai perusahaan berkurang akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah dari tingkat pengembalian yang diharapkan penyedia dana (investor). Young dan O'Byrne (2001: 31).

d. Manfaat *Economic Value Added* (EVA)

Manfaat dari penerapan EVA antara lain:

- 1) Dapat digunakan sebagai penilai kinerja perusahaan yang berfokus pada penciptaan nilai (*value creation*).
- 2) Dapat meningkatkan kesadaran manajer bahwa tugas mereka adalah untuk memaksimumkan nilai perusahaan serta nilai pemegang saham.
- 3) Dapat membuat para manajer berfikir dan juga bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memilih investasi yang memaksimumkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimumkan.
- 4) EVA membuat para manajer agar memfokuskan perhatian pada kegiatan yang menciptakan nilai dan memungkinkan mereka untuk mengevaluasi kinerja berdasarkan kriteria maksimum nilai perusahaan.
- 5) EVA sebagai motivator perusahaan untuk lebih memperhatikan kebijaksanaan struktur modalnya.
- 6) EVA dapat digunakan sebagai alat untuk mengidentifikasi proyek atau kegiatan yang memberikan pengembalian yang lebih tinggi dari pada biaya modal. Sidharta Utama (1997: 12).

e. Keunggulan dan Kelemahan *Economic Value Added* (EVA)

EVA sebagai alternatif pengukuran kinerja perusahaan yang relatif baru, memiliki beberapa keunggulan dan kelemahan

Keunggulan yang dimiliki metode EVA antara lain:

- 1) Konsep EVA merupakan alat ukur yang dapat berdiri sendiri tidak memerlukan adanya suatu perbandingan dengan perusahaan sejenis dalam satu industri, dan tidak perlu pula membuat suatu analisis kecenderungan dengan tahun – tahun sebelumnya.
- 2) Konsep EVA adalah pengukur kinerja perusahaan yang melihat segi ekonomis dalam pengukurannya, yaitu dengan memperhatikan harapan – harapan pada pemilik modal (kreditur dan pemegang saham) secara adil. Dimana derajat keadilannya dinyatakan dalam ukuran tertimbang dari struktur modal yang ada dan berpedoman pada nilai pasar, bukan nilai buku.
- 3) Konsep EVA dapat dipakai sebagai tolok ukur dalam pemberian bonus bagi karyawan. Disamping itu EVA juga merupakan tolok ukur yang tepat untuk memenuhi konsep kepuasan *stakeholder* yakni bentuk perhatian perusahaan kepada karyawan, pelanggan dan pemberi modal (kreditur dan investor).

- 4) Walaupun konsep EVA berorientasi pada kinerja operasional akan tetapi sangat berpengaruh untuk dipertimbangkan dalam penentuan arah strategis perkembangan portofolio perusahaan. Sidharta Utama (1997: 10).

Disamping keunggulan – keunggulan yang dimiliki oleh *Economic Value Added* (EVA), terdapat pula beberapa kelemahan EVA antara lain:

- 1) EVA hanya mengukur hasil akhir (*result*), konsep ini tidak mengukur aktivitas-aktivitas penentu seperti loyalitas dan tingkat retensi konsumen.
- 2) EVA terlalu bertumpu pada keyakinan bahwa investor sangat mengandalkan pendekatan fundamental dalam mengkaji dan mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham-saham tertentu, padahal faktor-faktor lain terkadang justru lebih dominan.
- 3) Konsep ini tergantung pada transparansi perhitungan EVA secara akurat, dalam kenyataannya seringkali perusahaan kurang transparan dalam mengemukakan kondisi internalnya. Teuku Mirza dan Imbuh S. (1999: 68).

3. Market Value Added (MVA)

a. Pengertian Market Value Added (MVA)

Menurut Brigham dan Houston (2006: 68) “*Market Value Added* (MVA) adalah perbedaan antara nilai pasar saham perusahaan dengan jumlah ekuitas modal investor yang telah diberikan”. Menurut Steward (dalam Mariana Sri Rahayu, 2007: 32), “MVA merupakan suatu pengukur kinerja yang tepat untuk menilai sukses tidaknya perusahaan dalam menciptakan kekayaan bagi pemiliknya”. Jadi, kekayaan atau kesejahteraan pemilik perusahaan (pemegang saham) akan bertambah bila MVA bertambah. Tujuan utama sebagian besar perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Tujuan ini jelas memihak

pada keuntungan pemegang saham, akan tetapi juga harus memastikan sumber daya yang terbatas telah dialokasikan secara efisien yang menguntungkan perekonomian. Kekayaan pemegang saham akan menjadi maksimal dengan memaksimalkan perbedaan antara nilai pasar ekuitas perusahaan dan modal ekuitas yang diinvestasikan investor. Perbedaan inilah yang disebut MVA oleh Young dan O'Byrne (2001: 26), yaitu "MVA adalah perbedaan nilai perusahaan (termasuk ekuitas dan hutang) dan modal keseluruhan yang diinvestasikan dalam perusahaan". Modal yang diinvestasikan adalah jumlah modal yang disediakan oleh penyedia dana pada tanggal yang sama.

b. Perhitungan *Market Value Added* (MVA)

Menurut Brigham dan Houston (2006: 68), MVA dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$MVA = (MVE - BV) \times \text{Outstanding Shares}$$

$$BV = \frac{\text{Total Equity}}{\text{Outstanding Shares}}$$

Keterangan:

MVE = *Market Value of Equity* (harga pasar saham)

BV = *Book Value of Equity* (nilai buku per lembar saham)

Outstanding Shares = Jumlah saham beredar

Young dan O'Byrne (2001: 27) menyatakan investor menyerahkan modal ke dalam perusahaan dengan harapan manajer akan menginvestasikan dengan produktif. Nilai pasar mencerminkan

keputusan pasar mengenai bagaimana manajer yang sukses telah menginvestasikan modal yang sudah dipercayakan kepadanya, dalam mengubahnya menjadi lebih besar. Semakin besar MVA, menunjukkan indikasi MVA semakin baik.

Dari paparan tersebut dapat disimpulkan indikator yang digunakan untuk mengukur yaitu:

- 1) jika *Market Value Added (MVA)* > 0 , bernilai positif, perusahaan berhasil meningkatkan nilai modal yang telah diinvestasikan oleh penyandang dana.
- 2) jika *Market Value Added (MVA)* < 0 , bernilai negatif, perusahaan tidak berhasil meningkatkan nilai modal yang telah diinvestasikan oleh penyandang dana (Young dan O'Byrne, 2001: 27).

c. Keunggulan dan Kelemahan *Market Value Added (MVA)*

Kelebihan MVA menurut Zaky dan Ary (2002: 139), MVA merupakan ukuran tunggal dan dapat berdiri sendiri yang tidak membutuhkan analisis *trend* sehingga bagi pihak manajemen dan penyedia dana akan lebih mudah dalam menilai kinerja perusahaan. Sedangkan kelemahan MVA adalah MVA hanya dapat diaplikasikan pada perusahaan yang sudah *go public* saja.

B. Penelitian yang Relevan

Penelitian mengenai pasar modal telah banyak dilakukan, karena permasalahan dalam pasar modal selalu menarik untuk diteliti. Penelitian yang relevan dengan penelitian ini adalah penelitian yang dilakukan oleh:

1. Pradhono dan Yulius Jogi Christiawan

Judul penelitiannya adalah Pengaruh *Economic Value Added*, *Residual Income*, *Earnings* dan Arus Kas Operasi Terhadap *Return* yang Diperoleh Pemegang Saham (Studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta). Penelitian tersebut termuat dalam Jurnal Akuntansi & Keuangan Vol. 6, No. 2, Nopember 2004 : 140-166.

Dari hasil uji t untuk EVA diperoleh t_{hitung} 1,336 dengan probabilitas (p) $0,185 > 0,05$. Berdasarkan hasil tersebut berarti hipotesis yang menyatakan tolok ukur kinerja perusahaan EVA berpengaruh nyata terhadap *Return* tidak terbukti. Kontribusi EVA dalam menjelaskan *Return* saham, termasuk sangat rendah, yaitu 1,8%, seperti ditunjukkan nilai r^2 sebesar 0,018. Ini berarti ada 98,2% faktor lainnya yang menjelaskan *Return* saham.

Pada periode penelitian diketahui bahwa banyak perusahaan masih harus menanggung beban pokok dan bunga hutang yang besar, yang antara lain disebabkan akibat fluktuasi nilai tukar valuta asing pada masa sebelumnya. Untuk menghitung EVA, beban bunga hutang ini masih harus ditambah dengan beban ekuitas, yang berikutnya akan menjadi komponen utama dari *capital charges*, yang akan dikurangkan dari *Adjusted NOPAT*. Untuk menanggung beban bunga dari hutang saja, banyak perusahaan hanya mampu menghasilkan laba yang minim atau bahkan menderita kerugian, sebagaimana tampak dalam laporan laba rugi, apalagi kalau harus memperhitungkan beban ekuitas. Inilah yang menyebabkan banyak perusahaan akhirnya menghasilkan EVA yang negatif. Sebab lain yang bisa

dikaitkan dengan hasil di atas adalah kenyataan mengenai kerumitan perhitungan EVA. Angka EVA tidak langsung tersedia di laporan keuangan perusahaan, berbeda dengan arus kas operasi dan *earnings*, yang bisa langsung diperoleh dari laporan laba rugi dan laporan arus kas. Sebagai akibat dari kerumitan ini, para pelaku pasar modal menghadapi kendala waktu untuk mengambil keputusan investasi berdasarkan EVA.

Ada persamaan dan perbedaan penelitian tersebut dengan penelitian ini, yaitu sama-sama menggunakan EVA sebagai variabel bebas dan menggunakan analisis regresi linier untuk melihat kontribusi masing-masing variabel bebas dalam mempengaruhi *Return* yang diperoleh pemegang saham. Adapun perbedaan penelitian tersebut dengan penelitian ini adalah tahun penelitian dan penggunaan variabel *Market Value Added* (MVA) pada penelitian ini.

2. Harris Hansa Wijaya dan Lauw Tjun Tjun (2009)

Judul penelitiannya adalah “Pengaruh *Economic Value Added* Terhadap Tingkat Pengembalian Saham Pada Perusahaan yang tergabung dalam LQ-45”. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai signifikansi = $0,020 < 0,05$, artinya kinerja keuangan perusahaan menggunakan konsep *Economic Value Added* mempunyai pengaruh yang signifikan dengan tingkat pengembalian saham.

Hal tersebut menunjukkan bahwa tingkat pengembalian saham pada 35 perusahaan yang termasuk dalam Indeks LQ-45 dipengaruhi oleh kinerja keuangan yang diukur menggunakan konsep EVA. Komponen-komponen

EVA dipertimbangkan oleh para investor dan penganalisisnya dalam mengambil keputusan investasinya. Karena investor dalam menentukan *required rate of Return* selalu mempertimbangkan risiko yang dihadapi perusahaan. Risiko yang dihadapi perusahaan diantaranya dicerminkan dengan *cost of capital* (biaya modal), sedangkan *rate of Return* mencerminkan tingkat keuntungan yang dicapai perusahaan. Apabila risiko yang dihadapi perusahaan tinggi, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang tinggi pula. Secara umum, investor akan memilih perusahaan yang mampu menciptakan *rate of Return* yang lebih besar dari *cost of capital*-nya. EVA merupakan pengukuran kinerja keuangan yang dianggap sesuai dengan harapan para kreditor dan pemegang saham, karena EVA memperhitungkan tingkat risiko. Dalam pengambilan keputusan investasi, investor selalu mempertimbangkan risiko yang dihadapi perusahaan, yang secara teoritis dicerminkan dari biaya modalnya.

Persamaan penelitian tersebut dengan penelitian ini, yaitu sama-sama menggunakan EVA sebagai variabel bebas dan menggunakan analisis regresi linier. Sedangkan perbedaannya adalah pada tahun penelitian dan perusahaan yang diteliti. Penelitian tersebut hanya dilakukan pada tahun 2007, sedangkan penelitian ini selama 3 tahun, yaitu tahun 2008-2010. Perbedaan yang lain adalah penelitian tersebut hanya menggunakan variabel bebas *Economic Value Added* (EVA) sedangkan dalam penelitian ini juga menggunakan *Market Value Added* (MVA).

3. Kartini dan Gatot Hermawan

Judul penelitiannya adalah *Economic Value Added* dan *Market Value Added* Terhadap *Return* Saham. Hasil penelitian tersebut adalah bahwa *Economic Value Added* tidak berpengaruh terhadap *Return* saham, dengan hasil statistik uji t untuk variabel EVA sebesar -0,394 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,695 yang lebih besar dari 0,05. Sedangkan untuk *Market Value Added* (MVA) juga menunjukkan hasil bahwa MVA tidak berpengaruh terhadap *Return* saham dengan hasil statistik uji t untuk variabel EVA sebesar -1,193 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,238 yang lebih besar dari 0,05. Secara simultan, EVA dan MVA tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return* saham dengan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,033.

Hal ini menunjukkan bahwa EVA dan MVA tidak digunakan oleh investor dalam menentukan saham yang akan dibeli atau dilepas. Harga saham mencerminkan apa yang akan terjadi di masa yang akan datang. Harga saham naik karena ekspektasi investor terhadap *future*. Hal tersebut menunjukkan bahwa tolak ukur kinerja bukanlah faktor utama yang menentukan harga saham ataupun pembagian dividen. Harga saham di bursa efek mencerminkan harapan atau ekspektasi pasar terhadap saham perusahaan yang bersangkutan.

Persamaan yang ada antara penelitian tersebut dengan penelitian ini adalah teknik analisis yang digunakan sama, yaitu analisis regresi, dan pengujian hipotesis dengan uji t dan uji f, serta penggunaan EVA dan MVA

dalam penelitian tersebut. Hal yang membedakan hanyalah data yang digunakan, dalam penelitian tersebut menggunakan data tahun 2005-2006 pada perusahaan manufaktur sub barang konsumsi, sedangkan pada penelitian ini menggunakan data tahun 2008-2010 pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

C. Kerangka Pikir

1. Pengaruh *Economic Value Added* (EVA) terhadap *Return* yang Diperoleh Pemegang Saham Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2008-2010

Return saham merupakan pengembalian ataupun keuntungan yang diperoleh dari berinvestasi dalam saham pada suatu perusahaan. *Return* saham terdiri dari *capital gain* dan dividen. Perusahaan yang sehat dan terus berkembang akan memberikan *Return* yang tinggi kepada para investor. EVA merupakan salah satu alat pengukur keberhasilan manajemen dalam meningkatkan nilai tambah bagi perusahaan. Perusahaan yang memiliki EVA tinggi cenderung dapat lebih menarik investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut karena semakin tinggi EVA maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan maka investor yang berinvestasi melalui saham pada perusahaan juga akan bertambah, sehingga akan menaikkan harga saham yang kemudian akan meningkatkan *Return* saham melalui *capital gain*. EVA yang positif berarti perusahaan memperoleh laba karena tingkat pengembalian melebihi biaya modalnya, sehingga perusahaan yang memperoleh laba akan membagikan sebagian

labanya sebagai dividen kepada investor. Semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan maka semakin tinggi pula dividen yang diperoleh investor. Semakin tinggi *capital gain* dan dividen, maka *Return* saham juga akan semakin tinggi. Hal ini menunjukkan pengaruh positif antara EVA terhadap *Return* yang diperoleh pemegang saham

2. Pengaruh *Market Value Added* (MVA) terhadap *Return* yang Diperoleh Pemegang Saham Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2008-2010

Return saham merupakan pengembalian ataupun keuntungan yang diperoleh dari berinvestasi dalam saham pada suatu perusahaan. *Return* saham terdiri dari *capital gain* dan dividen. Setiap investor pasti menginginkan *Return* yang tinggi, sehingga mereka akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang mempunyai kinerja baik. MVA adalah suatu pengukur kinerja yang tepat untuk menilai sukses tidaknya perusahaan dalam menciptakan kekayaan bagi pemiliknya. MVA merupakan selisih antara nilai pasar saham dengan modal sendiri yang disetor oleh pemegang saham. MVA positif menunjukkan bahwa saham perusahaan tersebut dinilai oleh investor lebih besar dari pada nilai buku per lembarnya sehingga harga saham akan semakin tinggi. Jadi, kekayaan atau kesejahteraan pemilik perusahaan (pemegang saham) akan bertambah bila MVA bertambah melalui meningkatnya *capital gain* dari meningkatnya harga saham. Hal ini akan berpengaruh terhadap *Return* saham yang akan diperoleh pemegang saham. Semakin tinggi *capital gain* dan dividen, maka *Return* saham yang

diperoleh pemegang saham juga akan meningkat. Hal ini menunjukkan pengaruh positif antara MVA terhadap *Return* yang diperoleh pemegang saham

3. Pengaruh *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) terhadap *Return* yang Diperoleh Pemegang Saham Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2008-2010

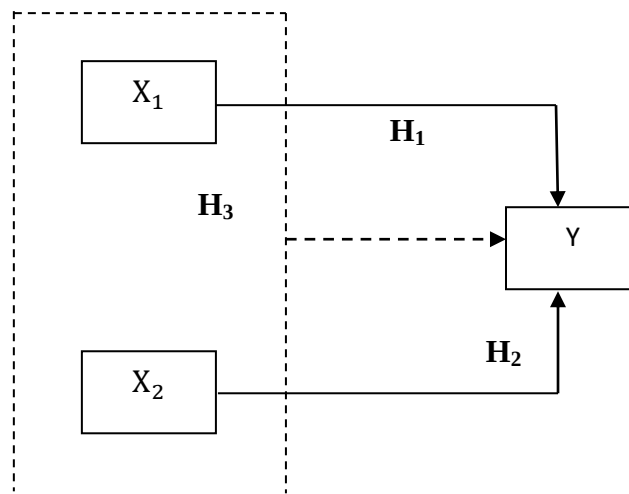
EVA dan MVA merupakan suatu pengukur kinerja perusahaan. Perusahaan yang memiliki EVA dan MVA tinggi cenderung dapat lebih menarik investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut, karena semakin tinggi EVA maka semakin tinggi pula nilai perusahaan, dan semakin tinggi MVA menunjukkan semakin tinggi *capital gain* perusahaan tersebut. EVA yang positif berarti perusahaan memperoleh laba karena tingkat pengembalian melebihi biaya modalnya, sehingga perusahaan akan membagikan sebagian labanya sebagai dividen kepada investor. Semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan maka semakin tinggi pula dividen yang diperoleh investor. Semakin tinggi *capital gain* dan dividen, maka *Return* saham juga akan semakin tinggi. Hal ini menunjukkan pengaruh positif antara EVA dan MVA terhadap *Return* yang diperoleh pemegang saham.

D. Paradigma Penelitian

Variabel dalam penelitian ini meliputi variabel bebas (*independent*) yang terdiri dari *Economic Value Added* (EVA) (X_1), *Market Value Added*

(MVA) (X_2), sedangkan variabel terikatnya (*dependent*) adalah *Return Saham* (Y).

Keterikatan antara variabel bebas dan variabel terikat dapat digambarkan dalam paradigma penelitian sebagai berikut :



Gambar 1. Paradigma Penelitian

Keterangan:

X_1 = Variabel *Economic Value Added (EVA)*

X_2 = Variabel *Market Value Added (MVA)*

Y = Variabel *Return Saham*

—→ = Pengaruh tiap-tiap variabel independen terhadap variabel dependen (X_1 terhadap Y dan X_2 terhadap Y).

---→ = Pengaruh seluruh variabel independen terhadap variabel dependen (X_1 dan X_2 secara bersama-sama terhadap Y).

E. Hipotesis Penelitian

Hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. H_1 = *Economic Value Added* (EVA) berpengaruh positif terhadap *Return* yang diperoleh pemegang saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2008-2010.
2. H_2 = *Market Value Added* (MVA) berpengaruh positif terhadap *Return* yang diperoleh pemegang saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2008-2010.
3. H_3 = *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) berpengaruh positif terhadap *Return* yang diperoleh pemegang saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2008-2010.