

ANALISIS PENGARUH ECONOMIC VALUE ADDED DAN KINERJA KEUANGAN BERBASIS AKUNTANSI TERHADAP ABNORMAL RETURNS SAHAM PADA PERUSAHAAN KATEGORI KOMPAS 100 BURSA EFEK INDONESIA

Ricky Talumantak
Dosen STEIN, Jakarta

Abstract

This research is aimed to measure the influence of Economic Value Added (EVA) as an alternative to measure the financial performance of the value based company compare with financial performance of the accounting based company. The performance of the 100 companies preferred stock by Kompas were analyzed by using multiple regression analysis, for the period of 2011-2013 by Cash Flow from Operation (CFO, Earnings Before Interest and Tax (EBIT) against abnormal stock returns. It is measured by incremental information content to confirm the influence among the EVA that consist of Accrual, CFO, Capital Charge against abnormal stock returns. The finding of this research are categorized as follows that EBIT is stronger to influence the abnormal return than EVA. The operating accrual and operating cash flow (CFO) has the incremental information content influenced the abnormal stock returns than EVA of the non accounting cost of capital based company.

Key words: Economic Value Added, Cash Flow from Operation, Earnings Before Interest and Tax, relative information content, incremental information content, Abnormal Stock Returns.

Pendahuluan

Economic Value Added (EVA) merupakan suatu metode pengukuran kinerja berbasis nilai (*value*) yang dikembangkan oleh Stern Stewart & Co. Dalam pendekatan EVA kinerja perusahaan diukur dengan memperhitungkan biaya modal (*cost of capital*), pencapaian keuntungan yang melebihi biaya modal akan meningkatkan nilai pemegang saham dan pencapaian yang tidak melebihi biaya modal akan menurunkan nilai pemegang saham.

Menurut Biddle, Seow, & Siegel (1995) perbandingan *incremental information content* merupakan penilaian apakah suatu metode pengukuran akuntansi memberikan pengaruh informasi yang melebihi (*beyond*) metode pengukuran lainnya bila metode-metode tersebut digunakan secara bersama-sama, sedangkan perbandingan *relative information content* merupakan penilaian

apakah suatu metode pengukuran akuntansi yang memberikan pengaruh informasi yang melebihi (*beyond*) daripada metode pengukuran lainnya dimana metode-metode tersebut memiliki hubungan yang *mutually exclusive*.

Dalam penelitian ini pengujian *relative information content* digunakan untuk menguji hubungan antara EVA dan jenis pengukuran kinerja lainnya yang berbasis akuntansi yakni EBIT dan CFO terhadap tingkat pengembalian saham abnormal (*abnormal stock returns*). Pengujian *incremental information* digunakan untuk menguji komponen-komponen dalam EVA terhadap tingkat pengembalian saham abnormal (*abnormal stock returns*).

Pengujian dengan kedua metode *information content* tersebut bertujuan untuk mengetahui perbandingan pengaruh antara EVA sebagai alat ukur kinerja keuangan berbasis nilai dan kinerja

keuangan yang berbasis akuntansi terhadap abnormal returns saham, serta untuk mengetahui pengaruh kedua kinerja keuangan tersebut terhadap abnormal returns saham.

Telaah Pustaka

Economic Value Added

Economic Value Added (EVA) merupakan suatu konsep penilaian kinerja keuangan perusahaan yang dikembangkan oleh Stern Stewart & Co, sebuah perusahaan konsultan manajemen keuangan di Amerika Serikat. Menurut Stewart (1993) secara matematis EVA dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$EVA = \text{Operating Profits} - (\text{weighted average cost of capital} \times \text{Capital})$$

Operating profits adalah laba operasi bersih setelah pajak, *weighted average cost of capital* adalah tingkat beban modal baik yang berasal dari pinjaman maupun penerbitan saham, sedangkan *Capital* adalah pinjaman yang diterima dan penerbitan saham yang digunakan sebagai sumber pendanaan.

Menurut T. Narayana Reddy (2011), EVA adalah ukuran laba, bukan laba akuntansi sebagaimana yang terdapat pada laporan keuangan perusahaan, perbedaannya adalah perlakuan pada biaya modal, yakni laba akuntansi hanya memperhitungkan beban biaya bunga kepada kreditur (pemberi pinjaman), sedangkan EVA memperhitungkan seluruh biaya modal termasuk biaya *opportunity* dana pemegang saham.

Biaya Modal

Menurut Keown, et., al. (1996) biaya modal merupakan tingkat pengembalian atas seluruh investasi perusahaan yang terdiri dari biaya hutang (*cost of debt*) dan biaya ekuitas (*cost of equity*) yang dihitung dengan menggunakan rata-rata tertimbang (*weighted average*).

Menurut Warsono (2001) biaya hutang adalah suatu tingkat bunga yang harus diterima kreditor sebagai tingkat

pengembalian yang disyaratkan. Konsep biaya hutang yang digunakan adalah biaya hutang setelah pajak karena beban bunga merupakan pos pengurang (reduksi) pembayaran pajak.

Cost of equity dapat diartikan dalam dua sudut pandang yang berbeda yakni sebagai beban modal bagi perusahaan dan sekaligus mencerminkan tingkat pengembalian (*expected returns*) bagi investor. Berdasarkan pemahaman tersebut maka *cost of equity* dapat dihitung pula dengan pendekatan *expected returns* yakni menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Menurut Isnurhadi (2014) model CAPM dikembangkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Mossin (1969), dengan persamaan sebagai berikut ini :

$$R_j = R_f + (R_m - R_f) \cdot \beta_j$$

Keterangan :

R_j : tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu saham

R_f : tingkat pengembalian bebas risiko

R_m : tingkat pengembalian IHSG

β_j : beta saham.

Kinerja keuangan berbasis akuntansi

Menurut Lisa Linawati Utomo (1999) terdapat beberapa alat ukur berbasis akuntansi yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan :

1. Earnings

Kata “*earnings*” sering digunakan untuk mengacu pada income atau laba. Dalam akuntansi, laba mengukur keberhasilan operasi suatu perusahaan selama periode tertentu. Salah satu laba akuntansi yang sering digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan yakni EBIT (*Earning Before Interest and Tax*) yakni laba yang dihasilkan oleh operasi perusahaan tanpa memperhitungkan bunga dan pajak.

2. Returns on investment

Menurut Bierman dan Dyckman (1976) dalam Lisa Linawati Utomo (1999), *Returns on investment* (ROI)

adalah alat ukur yang sangat umum digunakan untuk mengukur kinerja sebuah pusat investasi. Formula untuk menghitung ROI adalah laba operasi dibagi dengan investasi rata-rata selama satu periode. ROI umumnya digunakan sebagai pedoman manajemen dalam menerima sebuah project baru.

3. Cash Flow

CFO (*Cash Flow from Operation*) merupakan salah satu komponen dalam laporan *cash flow* perusahaan. Menurut John Bajkowski (1999), CFO dirancang untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan kas dalam operasional harian perusahaan dalam rangka menyediakan jasa dan produk bagi para pelanggannya dari hari ke hari.

Tingkat Pengembalian Saham

Tingkat pengembalian saham (*returns*) dapat berupa *returns* realisasi yang sudah terjadi dan *returns* ekspektasi yang belum terjadi dan diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang. Menurut Arianto (2008) dalam Anwar Rami (2008), *returns* realisasi saham dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut : $\text{Stock Returns} = \text{Capital Gain (Loss)} + \text{Yield}$

Capital Gain (Loss) adalah selisih harga saham sekarang dengan harga saham periode sebelumnya dan *Yield* adalah dividen. Menurut Jogiyanto (2009) dalam Lidya Agustina dan Ferlysia Kianto (2012), *abnormal returns* atau *excess returns* adalah selisih antara *returns* sesungguhnya yang terjadi dengan *returns* ekspektasian. Brown dan Warner (1985) dalam Lidya Agustina dan Ferlysia Kianto (2012), terdapat tiga jenis model untuk mengestimasi *returns* ekspektasian :

1. Model sesuaian rata-rata (*mean-adjusted model*)

Model sesuaian rata-rata (*mean-adjusted model*) ini menganggap bahwa *returns* ekspektasian bernilai

konstan yang sama dengan rata-rata *returns* realisasian sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*)

2. Model pasar (*market model*)

Perhitungan *returns* ekspektasi dengan model pasar (*market model*) dilakukan dengan dua tahap, yaitu:

- Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi (*estimation period*).
- Menggunakan model ekspektasi tadi untuk mengestimasi return ekspektasi di periode peristiwa (*event period*).

3. Model sesuaian pasar (*market-adjusted model*)

Model sesuaian pasar (*market-adjusted model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar,

Menurut Haim Levy (2003) dalam Isnurhadi, *Returns* Pasar (R_m) adalah *returns* yang diperoleh dari perbandingan indeks saham yang aktif diperdagangkan. Hasil selisih dari Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t dikurangi Indeks Harga Saham Gabungan sebelum periode t dibagi dengan Indeks Harga Saham Gabungan sebelum periode t .

$$R_m = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Meurut Jogiyanto Hartono (2013), untuk mengukur saham individual, maka digunakan harga saham perusahaan untuk menggambarkan suatu rangkaian informasi historis mengenai pergerakan masing-masing saham sampai pada menunjukkan perubahan dari harga saham suatu perusahaan. Berikut persamaan menghitung *returns* saham individual :

$$R_{it} = P_t - P_{t-1} / P_{t-1}$$

Keterangan :

R_{it} : return saham I pada periode ke- t .

Pt : harga saham penutupan pada periode ke-t (periode saat ini).

Pt-1 : harga saham penutupan pada periode ket-1 (periode yang lalu)

Relative Information Content dan Incremental Information Content

Menurut Ratih (2012) dalam Lidya Agustina dan Ferlysia Kianto (2012), pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika menggunakan *abnormal returns*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mengandung informasi akan memberikan *abnormal returns* ke pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung kandungan informasi tidak memberikan *abnormal returns* pada pasar.

Relative information content menurut Biddle, et. al. (1995) adalah perbandingan antara dua metode pengukuran akuntansi dimana satu metode pengukuran menyediakan informasi yang lebih besar pengaruhnya dari pada informasi yang disediakan oleh metode pengukuran lainnya, dimana kedua metode pengukuran tersebut bersifat mutual eksklusif. Sebagai contoh untuk dua metode pengukuran kinerja keuangan X dan Y maka secara eksplisit dapat digambarkan sebagai berikut :

- *Information content* (X) > *Information content* (Y), atau
- *Information content* (X) < *Information content* (Y), atau
- *Information content* X = *Information content* Y.

Incremental information content membandingkan apakah kandungan informasi dua metode pengukuran akuntansi yang digunakan secara bersama-sama melebihi kandungan informasi yang disediakan oleh salah satu metode pengukuran, apabila kandungan informasi secara bersama-sama melebihi kandungan informasi salah satu metode pengukuran maka salah satu metode pengukuran tersebut memiliki *incremental information content*. Secara

eksplisit dapat digambarkan sebagai berikut :

- *Information content* (X,Y) – *Information content* (Y) = *Information content* (X/Y)
- *Information content* (X,Y) – *Information content* (X) = *Information content* (Y/X)
- *Information content* (X,Y) adalah *information content* X dan Y sebagai satu metode pengukuran bersama kinerja;
- *Information content* (X/Y) adalah *information content* X terhadap Y;
- *Information content* (Y/X) adalah *information content* X terhadap Y.

Pengembangan Hipotesis

Pengembangan hipotesis menggunakan metode pengujian *relative information content* yang digunakan oleh Biddle, Seow dan Siegel's (1995) untuk mengetahui metode kinerja keuangan mana yang memiliki pengaruh lebih besar terhadap *abnormal returns* saham dengan membandingkan *information content* dari EVA, CFO dan EBIT. Berikut adalah Hipotesis 1 (H1) :

Ho : EVA memiliki pengaruh yang lebih besar daripada EBIT dan CFO dalam hubungannya dengan *abnormal returns* saham

Untuk membuktikan hipotesis 1 tersebut maka perlu pengujian terlebih dahulu untuk membuktikan bahwa EVA, EBIT, CFO masing-masing memiliki pengaruh terhadap *abnormal returns* saham, dengan hipotesis nul (H₀) sebagai berikut :

H1.A : EVA memiliki pengaruh terhadap *abnormal returns* saham

H1.B : EBIT memiliki pengaruh terhadap *abnormal returns* saham

H1.C : CFO memiliki pengaruh terhadap *abnormal returns* saham

Untuk mendukung hasil pengujian hipotesis 1 maka dilakukan pengujian hipotesis 2 dengan menggunakan pendekatan *incremental information content*, yakni dengan membandingkan

incremental information content diantara komponen EVA yang berasal dari kinerja berbasis akuntansi yakni CFO dan *Accrual* dengan *Capital Charge* yang merupakan komponen EVA bukan berbasis akuntansi, untuk mengetahui mana yang memiliki *incremental information content* yang lebih besar, maka Hipotesis 2 (H2) adalah sebagai berikut :

H₀ : Komponen unik EVA yakni *Capital Charge (Cost of Capital)* memiliki pengaruh yang lebih besar daripada komponen EVA lainnya yakni CFO dan *Accrual* dalam hubungannya dengan *abnormal returns* saham

Untuk membuktikan hipotesis 2 tersebut maka perlu pengujian terlebih dahulu untuk membuktikan bahwa *Capital Charge*, CFO, *Accrual* baik secara individu maupun secara berpasangan memiliki pengaruh terhadap *abnormal returns* saham, dengan hipotesis nol (H₀) sebagai berikut :

H2.A : *Capital charge* dan CFO memiliki pengaruh terhadap *abnormal returns* saham

H2.B : *Capital charge* dan *Accrual* memiliki pengaruh terhadap *abnormal returns* saham

H2.C : CFO dan *Accrual* memiliki pengaruh terhadap *abnormal returns* saham

H2.D : *Capital charge* memiliki pengaruh terhadap *abnormal returns* saham

H2.E : *Accrual* memiliki pengaruh terhadap *abnormal returns* saham

H1.C : CFO memiliki pengaruh terhadap *abnormal returns* saham

Pengujian hipotesis 3 ingin mengetahui EVA dan kinerja keuangan berbasis akuntansi secara bersama yang merupakan faktor fundamental memiliki pengaruh terbesar terhadap *abnormal returns* saham. Hipotesis 3 (H3) adalah sebagai berikut :

H₀ : EVA, EBIT dan CFO memiliki pengaruh terbesar terhadap *abnormal returns* saham.

Metode Penelitian

Jenis Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan yang telah diaudit (*audited financial statements*), harga pasar saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dan tingkat suku bunga SBI (Sertifikat Bank Indonesia).

Kriteria Pemilihan Populasi dan Sampel

Penelitian dilakukan terhadap perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling* dengan periode pengamatan tahun 2010 sampai dengan 2013 serta kriteria pemilihan sampel sebagai berikut :

- Tercatat sebagai *emiten* secara terus menerus tanpa adanya *delisted* ataupun *relisted* pada BEI dalam periode pengamatan tahun 2010 sampai dengan 2013.
- Menerbitkan *audited financial statements* setiap tahunnya untuk periode 2010 sampai dengan 2013.
- Memiliki harga pasar saham yang tercatat pada BEI untuk periode Januari 2008 sampai dengan April 2014 secara berturut-turut.
- Termasuk dalam kelompok Kompas 100 periode Agustus 2013 sampai dengan Januari 2014.

Penentuan Nilai Variabel

Input untuk variabel terikat (*dependent*) *Market Adjusted Returns* diperoleh dengan mengolah data sekunder yang diperoleh dari database Bursa Efek Indonesia dan variabel bebas (*independent*) EVA, EBIT, CFO, *Accrual*, *Capital Charge* diperoleh dengan mengolah data sekunder berupa laporan keuangan yang telah diaudit yang diperoleh dari database Bursa Efek Indonesia (BEI) dan data harga saham yang diperoleh dari database Bursa Efek

Indonesia . Berikut adalah penentuan nilai masing-masing variabel :

Tabel 1 Penentu Masing-masing Variabel

Variabel	Keterangan	Perhitungan
Rt	<i>Market Adjusted Returns</i>	$R_t = AR - ER$
EVA	<i>Economic Value Added</i>	$EVA = EBIT (1-T) - (WACC \times Invested\ Capital)$
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Tax</i>	EBIT = Laba sebelum pajak penghasilan + Beban bunga
CFO	<i>Cash Flow From Operation</i>	$CFO = EBIT + Depreciation - Taxes$
Accrual	<i>Operating Accruals</i>	$Accrual = EBIT - CFO$
CapChg	<i>Capital Charge</i>	$CapChg = WACC \times Invested\ Capital$
MVE	<i>Market Value Equity</i>	MVE = harga pasar saham x jumlah lembar saham

Panel Data

Penelitian ini menggunakan data panel, menurut Wing Wahyu Winarno (2011) data panel adalah data yang terdiri dari data time series yakni data dimana satu individu memiliki lebih dari satu pengamatan waktu dan data cross section yakni data yang memiliki beberapa individu.

Seluruh nilai variabel yang telah dihitung dari masing-masing perusahaan yakni variabel terikat market adjusted returns dan variabel bebas yang terdiri dari EVA, EBIT, CFO, Accrual, CapChg termasuk pula kode entitas perusahaan yang terdaftar di BEI (dengan format 4 digit alfabet) dan tahun observasi dimasukan dalam spread sheet data panel untuk dilakukan regresi terhadap pengujian relative information content dan pengujian incremental information content. Pada penelitian ini, data panel menggabungkan data setiap perusahaan atau sampel dalam setiap tahun atau periode penelitian.

Untuk membantu proses pengolahan dan analisis data penelitian maka peneliti menggunakan software aplikasi Eviews versi 8. Software aplikasi ekonometrika dan statistik ini mampu melakukan proses pengolahan dan analisis untuk data penelitian berupa data panel.

**Metode Analisis Data
Pengujian hipotesis 1**

Hipotesis 1 (H1) adalah sebagai berikut :
Ho : EVA memiliki pengaruh yang lebih besar daripada EBIT dan CFO dalam hubungannya dengan *abnormal returns* saham

Untuk menguji hipotesis tersebut di atas maka dilakukan analisis regresi menggunakan beberapa variabel yakni variabel terikat (*dependent*) *Market Adjusted Returns* (R_i) dan variabel bebas (*independent*) EVA, EBIT, CFO yang dinormalisasi dengan Market Value of Equity (MVE) untuk mengurangi heteroskedastisitas, dengan persamaan regresi sebagai berikut :

Tabel 2 Persamaan Regresi EVA, EBIT, CFO

Hipotesis	Persamaan Regresi
H1.A	$R_t = \alpha + \beta_1 EVA_t / MVE_{t-1} + \beta_2 EVA_{t-1} / MVE_{t-1} + \epsilon_t$
H1.B	$R_t = \alpha + \beta_1 EBIT_t / MVE_{t-1} + \beta_2 EBIT_{t-1} / MVE_{t-1} + \epsilon_t$
H1.C	$R_t = \alpha + \beta_1 CFO_t / MVE_{t-1} + \beta_2 CFO_{t-1} / MVE_{t-1} + \epsilon_t$

Apabila H₀ atas hipotesis H1.A, H1.B, H1.C diterima maka untuk menguji hipotesis 1 (H1) adalah dengan membandingkan R² antara model regresi EVA, EBIT dan CFO. Angka R² dari suatu model yang lebih besar daripada R² model lainnya menunjukkan pengaruh

yang lebih besar dari suatu variabel bebas terhadap variabel bebas lainnya.

Pengujian Hipotesis 2.

Hipotesis 2 (H2) adalah sebagai berikut :
H₀ : Komponen unik EVA yakni *Capital Charge* (*Cost of Capital*) memiliki

pengaruh yang lebih besar daripada komponen EVA lainnya yakni CFO dan *Accrual* dalam hubungannya dengan *abnormal returns* saham

Untuk menguji hipotesis tersebut di atas maka dalam penelitian ini dilakukan analisis regresi menggunakan beberapa variabel yakni variabel terikat (*dependent*) *Market Adjusted Returns* dan

variabel bebas (*independent*) CFO, *Accrual*, *Capital Charge* yang dinormalisasi dengan *Market Value of Equity* (MVE) untuk mengurangi heteroskedastisitas

Regresi dilakukan secara berpasangan antar variabel bebas, dengan persamaan regresi sebagai berikut :

Tabel 3 Persamaan Regresi Berpasangan CFO, Accrual, CapChg

Hipotesis	Persamaan Regresi
H2.A	$R_t = \alpha + \beta_1 \text{CFO}_t / \text{MVE}_{t-1} + \beta_2 \text{CFO}_{t-1} / \text{MVE}_{t-1} + \beta_3 \text{CapChg}_t / \text{MVE}_{t-1} + \beta_4 \text{CapChg}_{t-1} / \text{MVE}_{t-1} + \varepsilon_t$
H2.B	$R_t = \alpha + \beta_1 \text{Accrual}_t / \text{MVE}_{t-1} + \beta_2 \text{Accrual}_{t-1} / \text{MVE}_{t-1} + \beta_3 \text{CapChg}_t / \text{MVE}_{t-1} + \beta_4 \text{CapChg}_{t-1} / \text{MVE}_{t-1} + \varepsilon_t$
H2.C	$R_t = \alpha + \beta_1 \text{CFO}_t / \text{MVE}_{t-1} + \beta_2 \text{CFO}_{t-1} / \text{MVE}_{t-1} + \beta_3 \text{Accrual}_t / \text{MVE}_{t-1} + \beta_4 \text{Accrual}_{t-1} / \text{MVE}_{t-1} + \varepsilon_t$

Regresi dilakukan secara individu masing-masing variabel bebas, dengan persamaan regresi sebagai berikut :

Tabel 4 Persamaan Regresi Individu CFO, Accrual, CapChg

Hipotesis	Persamaan Regresi
H2.D	$R_t = \alpha + \beta_1 \text{CapChg}_t / \text{MVE}_{t-1} + \beta_2 \text{CapChg}_{t-1} / \text{MVE}_{t-1} + \varepsilon_t$
H2.E	$R_t = \alpha + \beta_1 \text{Accrual}_t / \text{MVE}_{t-1} + \beta_2 \text{Accrual}_{t-1} / \text{MVE}_{t-1} + \varepsilon_t$
H1.C	$R_t = \alpha + \beta_1 \text{CFO}_t / \text{MVE}_{t-1} + \beta_2 \text{CFO}_{t-1} / \text{MVE}_{t-1} + \varepsilon_t$

Untuk menguji hipotesis 2 (H2) adalah dengan membandingkan incremental information content masing-masing komponen EVA, yang diperoleh dari Adj-R² model regresi berpasangan komponen EVA dikurangi dengan Adj-R² model regresi individual komponen EVA terkait. Hasil selisih Adj-R² antara model regresi berpasangan dan model regresi individu terkait yang lebih besar menunjukkan pengaruh yang lebih besar dari suatu variabel bebas individu terhadap variabel bebas individu lainnya yang menjadi pasangannya.

Pengujian Hipotesis 3.

Hipotesis 3 (H3) adalah sebagai berikut :
H₀ : EVA, EBIT dan CFO memiliki pengaruh terbesar terhadap *abnormal returns* saham.

Untuk menguji hipotesis tersebut di atas maka dilakukan analisis regresi menggunakan beberapa variabel yakni variabel terikat (*dependent*) *Market*

Adjusted Returns dan variabel bebas (*independent*) EVA, EBIT, CFO, yang dinormalisasi dengan *Market Value of Equity* (MVE) untuk mengurangi heteroskedastisitas, dengan persamaan regresi sebagai berikut :

$$R_t = \alpha + \beta_1 \text{CFO}_t / \text{MVE}_{t-1} + \beta_2 \text{CFO}_{t-1} / \text{MVE}_{t-1} + \beta_3 \text{EBIT}_t / \text{MVE}_{t-1} + \beta_4 \text{EBIT}_{t-1} / \text{MVE}_{t-1} + \beta_5 \text{EVA}_t / \text{MVE}_{t-1} + \beta_6 \text{EVA}_{t-1} / \text{MVE}_{t-1} + \varepsilon_t$$

Untuk menguji hipotesis 3 (H3) adalah dengan melihat R², apabila R² lebih besar dari 50% maka EVA, EBIT dan CFO akan memiliki pengaruh terbesar terhadap *Market Adjusted Returns*.

Hasil Penelitian dan Pembahasan Pemilihan Model Regresi

Menurut Wing Wahyu Winarno (2011), pemilihan model regresi data panel memerlukan 3 estimasi model yakni *common effect*, *fixed effect* dan *random effect*, dan untuk mendapatkan model

yang terbaik dilakukan dengan uji Statistik F (uji Chow) terlebih dahulu dan

diikuti oleh uji Hausman. Berikut adalah model regresi terpilih :

Tabel 5 Model Regresi Tepilih Pengujian Hipotesis 1 (H1)

Model Regresi	Persamaan Regresi
CFO	$R_t = -0.0289 + 0.4169CFO_t + 0.2623CFO_{t-1} + \epsilon_t$
EBIT	$R_t = -0.0101 + 0.6085EBIT_t + -0.3242EBIT_{t-1} + \epsilon_t$
EVA	$R_t = -0.0032 + 0.3469EVA_t + -0.3554EVA_{t-1} + \epsilon_t$

Tabel 6 Model Regresi Tepilih Pengujian Hipotesis 2 (H2)

Model	Persamaan Regresi
Model Regresi Berpasangan Komponen EVA	
CFO & Accrual	$R_t = -0.0661 + 1.0110CFO_t + -0.0376CFO_{t-1} + 0.6147Accrual_t + -0.2943Accrual_{t-1} + \epsilon_t$
CFO & Capital Charge	$R_t = -0.0484 + 0.4143CFO_t + 0.2859CFO_{t-1} + 0.4401CapChg_t + -0.1376CapChg_{t-1} + \epsilon_t$
Accrual & Capital Charge	$R_t = 0.0096 + 0.0273Accrual_t + -0.2737Accrual_{t-1} + 0.3006CapChg_t + -0.0155CapChg_{t-1} + \epsilon_t$
Model Regresi Individual Komponen EVA	
CFO	$R_t = -0.0289 + 0.4169CFO_t + 0.2623CFO_{t-1} + \epsilon_t$
Accrual	$R_t = 0.0349 + 0.0398Accrual_t + -0.2755Accrual_{t-1} + \epsilon_t$
Capital Charge	$R_t = 0.0034 + 0.3733CapChg_t + -0.0812CapChg_{t-1} + \epsilon_t$

Tabel 7 Model Regresi Tepilih Pengujian Hipotesis 3 (H3)

Model Regresi	Persamaan Regresi
CFO,EBIT,EVA	$R_t = -0.0866 + 0.3983CFO_t + 0.2597CFO_{t-1} + 0.7815EBIT_t + -0.2956EBIT_{t-1} + -0.2502EVA_t + 0.0115EVA_{t-1} + \epsilon_t$

Pengujian Hipotesis

Uji Kelayakan (*Goodness of fit*)

Uji hipotesis dilakukan dengan menggunakan Uji-F dengan derajat kepercayaan yang digunakan adalah 0,05. Jika probability p-value dari F-statistik lebih kecil dari 0,05 maka H₀ ditolak. Jika probability p-value dari F-statistik lebih besar dari 0,05 maka H₀ diterima.

Uji hipotesis berikutnya adalah uji-t dengan dengan derajat kepercayaan yang digunakan adalah 0,05. Jika *probability* p-value dari t-statistik lebih kecil dari 0,05 maka H₀ ditolak; Jika *probability* p-value dari t-statistik lebih besar dari 0,05 maka H₀ diterima. Berikut hasil pengujian hipotesis :

Tabel 8 Estimasi Output Regresi Model Regresi Individual EVA, EBIT, CFO

	Coefficient	Prob (t-statistic)	R ²	Prob (F-statistic)
Model Regresi EVA				
C	-0.003	0.923		
EVA _t	0.347	0.089		
EVA _{t-1}	-0.355	0.016		
			0.033	0.044
Model Regresi EBIT				
C	-0.010	0.823		
EBIT _t	0.609	0.005		
EBIT _{t-1}	-0.324	0.034		
			0.067	0.002
Model Regresi CFO				
C	-0.029	0.412		
CFO _t	0.417	0.028		
CFO _{t-1}	0.262	0.045		
			0.046	0.012

Sumber : Data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel tersebut di atas menunjukkan seluruh model memiliki *probability* F-statistik < 0,05 maka H_0 atas uji-F ditolak, dengan demikian EVA, EBIT dan CFO secara bersama memiliki pengaruh terhadap *market adjusted returns*. Begitu pula secara partial EVA, EBIT dan CFO memiliki pengaruh terhadap *market adjusted returns*, karena *probability* t-statistik < 0,05 kecuali variabel EVA_t . Untuk menguji hipotesis 1 (H_1) adalah dengan membandingkan R^2 antara model regresi EVA, EBIT dan

CFO, berdasarkan tabel di atas menunjukkan sebagai berikut :
 R^2 EBIT (0.067) > R^2 CFO (0.046) > R^2 EVA (0.033)

Dengan demikian H_0 hipotesis 1 (H_1) ditolak. Secara statistik terbukti EVA memiliki pengaruh yang tidak lebih besar daripada CFO dan EBIT dalam hubungannya dengan *market adjusted returns*. EBIT memiliki pengaruh yang lebih besar daripada CFO dan EVA dalam hubungannya dengan *market adjusted returns*.

Tabel 9 Estimasi Output Regresi Model Regresi Berpasangan Komponen EVA

	Coefficient	Prob (t-statistic)	Adj-R ²	Prob (F-statistic)
Model Regresi CFO&Accrual				
C	-0.0661	0.1713		
CFO _t	1.0110	0.0003		
CFO _{t-1}	-0.0376	0.8544		
Accrual _t	0.6147	0.0039		
Accrual _{t-1}	-0.2943	0.0502		
			0.0905	0.0002
Model Regresi CFO&CapChg				
C	-0.0484	0.2479		
CFO _t	0.4143	0.0290		
CFO _{t-1}	0.2859	0.0320		
CapChg _t	0.4401	0.1017		
CapChg _{t-1}	-0.1376	0.3874		
			0.0401	0.0211
Model Regresi Accrual&CapChg				
C	0.0096	0.8042		
Accrual _t	0.0273	0.8509		
Accrual _{t-1}	-0.2737	0.0049		
CapChg _t	0.3006	0.2632		
CapChg _{t-1}	-0.0155	0.9219		
			0.0323	0.0396

Sumber : Data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel tersebut di atas menunjukkan seluruh model memiliki *probability* F-statistik < 0,05 maka H_0 atas uji-F ditolak, dengan demikian komponen EVA secara berpasangan (yakni CFO&Accrual, CFO&CapChg, Accrual&CapChg) secara bersama memiliki pengaruh terhadap *market adjusted returns*.

Secara partial terdapat 6 dari 12 variabel memiliki pengaruh terhadap

market adjusted returns, karena *probability* t-statistik < 0,05 sedangkan sisanya tidak memiliki pengaruh terhadap *market adjusted returns*. Namun demikian kondisi ini tidak mempengaruhi proses pengujian karena pengujian *incremental information content* membandingkan koefisien determinasi (R^2)

Tabel 10 Estimasi Output Regresi Model Regresi Individual Komponen EVA

	Coefficient	Prob (t-statistic)	Adj-R ²	Prob(F-statistic)
Model Regresi CFO				
C	-0.0289	0.4120		
CFO _t	0.4169	0.0282		
CFO _{t-1}	0.2623	0.0452		
			0.0465	0.0120
Model Regresi Accrual				
C	0.0349	0.2682		
Accrual _t	0.0398	0.7838		
Accrual _{t-1}	-0.2755	0.0042		
			0.0332	0.0160
Model Regresi Capital Charge				
C	0.0034	0.9307		
CapChg _t	0.3733	0.1699		
CapChg _{t-1}	-0.0812	0.6103		
			0.0004	0.3559

Sumber : Data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel tersebut di atas menunjukkan model regresi CFO dan *Accrual* memiliki *probability* F-statistik < 0,05 maka Ho atas uji-F ditolak, dengan demikian EBIT dan CFO secara bersama memiliki pengaruh terhadap *market adjusted returns*. Namun pada model regresi *Capital Charge* memiliki *probability* F-statistik > 0,05 maka Ho atas uji-F diterima, dengan demikian *Capital Charge* secara bersama tidak memiliki pengaruh terhadap *market adjusted returns*.

Secara *partial* terdapat 3 dari 6 variabel memiliki pengaruh terhadap *market adjusted returns*, karena *probability* t-statistik < 0,05 sedangkan sisanya tidak memiliki pengaruh terhadap *market adjusted returns*.

Untuk menguji hipotesis 2 (H2) adalah dengan membandingkan *incremental information content* masing-masing komponen EVA, yang diperoleh dari Adj-R² model regresi berpasangan komponen EVA dikurangi dengan Adj-R² model regresi individual komponen EVA terkait.

Tabel 11 Incremental Information Content Komponen EVA

Kode	Regresi Pasangan		Regresi Individu		Incremental Information Content
	Komponen	Adj-R2	Komponen	Adj-R2	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (3) - (5)
CFO/Accrual	CFO&Accrual	0.0905	Accrual	0.0332	0.0573
Accrual/CFO	CFO&Accrual	0.0905	CFO	0.0362	0.0542
CFO/CapChg	CFO&CapChg	0.0401	CapChg	0.0004	0.0397
CapChg/CFO	CFO&CapChg	0.0401	CFO	0.0362	0.0038
Accrual/CapChg	Accrual&CapChg	0.0323	CapChg	0.0004	0.0319
CapChg/Accrual	Accrual&CapChg	0.0323	Accrual	0.0332	-0.0009

Berdasarkan tabel tersebut di atas dilakukan perbandingan *incremental information content* antara CFO, *Accrual* dan *Capital Charge* untuk mengetahui

incremental information content terbesar dari komponen EVA, berikut hasil perbandingannya :

Tabel 12 Perbandingan Incremental Information Content Komponen EVA

Pasangan	Perbandingan Incremental Information Content	Hasil
CFO&Accrual	CFO/Accrual (0.0573) > Accrual/CFO (0.0542)	CFO>Accrual
CFO&CapChg	CFO/CapChg (0.0397) > CapChg/CFO (0.0038)	CFO>CapChg
Accrual&CapChg	Accrual/CapChg (0.0319) > CapChg/Accrual (-0.0009)	Accrual>Capchg

Berdasarkan tabel tersebut di atas menunjukkan bahwa CFO memiliki pengaruh lebih besar terhadap *market adjusted returns* daripada *Accrual* dan *Capital Charge*. Dengan demikian

hipotesis 2 (H2) ditolak karena komponen unik EVA yakni *Capital Charge* memiliki pengaruh yang tidak lebih besar terhadap *market adjusted returns* daripada CFO dan *Accrual*.

Tabel 13 Estimasi Output Regresi CFO, EBIT, EVA

	Coefficient	Prob(t-statistic)	R ²	Prob(F-statistic)
C	-0.086606	0.0936		
EBIT _t	0.781546	0.0091		
EBIT _{t-1}	-0.295611	0.0617		
CFO _t	0.398274	0.0314		
CFO _{t-1}	0.259738	0.0509		
EVA _t	-0.250157	0.369		
EVA _{t-1}	0.011501	0.9487		
			0.116374	0.000881

Sumber : Data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel tersebut di atas menunjukkan model memiliki *probability* F-statistik < 0,05 maka Ho atas uji-F ditolak, dengan demikian CFO, EBIT, EVA secara bersama memiliki pengaruh terhadap *market adjusted returns*.

Secara partial hanya CFO_t dan EBIT_t memiliki *probability* t-statistik < 0,05 maka Ho atas uji-t ditolak, dengan demikian CFO_t dan EBIT_t memiliki pengaruh terhadap *market adjusted returns*, sedangkan empat variabel lainnya tidak memiliki pengaruh terhadap *market adjusted returns* karena *probability* t-statistik > 0,05 sehingga Ho diterima.

Berdasarkan koefisien determinasi (R²) menunjukkan bahwa CFO, EBIT, EVA memiliki pengaruh sebesar 11,64% terhadap *market adjusted returns*, sedangkan selebihnya sebesar 88,36% dipengaruhi oleh variabel lain di luar penelitian ini. Dengan demikian Ho hipotesis 3 ditolak karena CFO, EBIT, EVA tidak terbukti memiliki pengaruh terbesar terhadap *market adjusted returns* saham.

Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa EVA, EBIT dan CFO memiliki pengaruh terhadap *abnormal returns* saham, namun EVA tidak memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap *abnormal returns* saham dibandingkan dengan pengukuran kinerja berbasis akuntansi yakni EBIT dan CFO. *Relative information content* EBIT memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap tingkat pengembalian saham, diikuti oleh CFO dan kemudian EVA.

Kesimpulan ini diperkuat dengan hasil yang menunjukkan bahwa *Capital Charge (Cost of Capital)* sebagai komponen unik EVA yang tidak berbasis akuntansi memiliki pengaruh yang tidak lebih besar terhadap *abnormal returns* saham daripada komponen EVA lainnya yang berbasis akuntansi yakni CFO dan *Accrual*. *Incremental information content* CFO memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap *abnormal returns* saham, diikuti oleh *Accrual* dan kemudian *Capital Charge*.

Penelitian ini juga menunjukkan bahwa CFO, EBIT, EVA hanya dapat

menjelaskan abnormal returns saham sebesar 11,64% dan EVA sendiri hanya dapat menjelaskan tingkat pengembalian saham hanya sebesar 3,3% , dengan demikian CFO, EBIT, EVA tidak memiliki pengaruh terbesar terhadap *abnormal returns* saham, karena masih banyak variabel lain diluar penelitian ini yang dapat menjelaskan *abnormal returns* saham yakni sebesar 88,36%.

Saran

Penerapan EVA sebagai suatu metode alternatif pengukuran kinerja keuangan perlu didukung oleh data-data yang akurat khususnya terkait dengan data non akuntansi sehingga dapat diperoleh perhitungan biaya modal (*cost of capital*) yang dapat dipertanggungjawabkan, untuk itu perlu adanya informasi yang lebih jelas dan transparan pada Catatan atas Laporan Keuangan yang telah diaudit khususnya terkait dengan informasi sumber pembiayaan/ pendanaan perusahaan, jumlah pinjaman dan rata-rata tertimbang suku bunga pinjaman.

Daftar Pustaka

- Anwar Rami. 2008. *Risk dan Return Saham Perusahaan Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Makasar : Makasar.
- Gary C. Biddle; Robert M. Bowen; dan James S. Wallace. 1999. *Does EVA® beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values*. Journal of Applied Corporate Finance Vol.12, No. 2, USA.
- Gary C. Biddle; Gim S. Seow; dan Andrew F Siegel. 1995. *Relative versus Incremental Information Content*. Contemporary Accounting Research Vol.12 No.1-I (Summer 1995) : USA.
- Isnurhadi. 2014. *Analisis Model CAPM Dalam Memprediksi Tingkat Return Saham Syariah dan Konvensional, (Studi kasus Saham di Bursa Efek Indonesia)*. Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Terapan Tahun XI No 1, April 2014, Indonesia.
- Jogiyanto Hartono. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE : Yogyakarta
- John Bajkowski. 1999. *A Look at the Corporate Cash Flow Statement*. American Association of Individual Investor (AAII) Journal, USA.
- Keown, A.J., D.F.Scott, Jr., J.D.Martin, dan J.W. Petty. 1996. *Basic Financial Management*. Seventh Edition, Prentice Hall Inc., USA.
- Lidya Agustina dan Ferlysia Kianto. 2012. *Pengaruh Informasi Laba Akuntansi Terhadap Abnormal Return pada Perusahaan yang Tergabung Dalam Indeks LQ45*. Jurnal Akuntansi Vol.4 No.2 November 2012: 135-152, Indonesia.
- Lisa Linawati Utomo. 1999. *Economic Value Added sebagai Ukuran Keberhasilan Kinerja Manajemen Perusahaan*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Vol. 1, No. 1, Indonesia.
- Stewart, G. Bennet. 1993. *The Economic Value Added: The Quest for Value, A Guide for Senior Managers*. Harper Collins, USA
- T. Narayana Reddy. 2011. *Valuation of Shareholders' Wealth-An Empirical Analysis*. European Journal of Humanities and Social Sciences, Volume 1, No. 1, ISSN 2220-9425, India.

Warsono. 2001. *Penentuan Cost of Capital*. Manajemen Usahawan Indonesia, No.01, Th. XXX, Januari 2001.

Wing Wahyu Winarno. 2011. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews edisi 3*. STIM YKPN : Yogyakarta.