

BAB V

HASIL DAN ANALISIS

Bab ini menguraikan hal-hal yang berkaitan dengan data-data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan dari hasil pengolahan tersebut. Adapaun urutan pembahasan secara sistematis adalah sebagai berikut: deskripsi umum hasil penelitian, pengujian asumsi klasik, analisis data yang berupa hasil *analisis regresi*, pengujian *variable independen* secara parsial dan simultan dengan model *regresi*, dan pembahasan tentang pengaruh *variable independen* terhadap *variable dependen*.

5.1. Data Deskriptif

Penelitian ini menggunakan data dalam bentuk *pooled cross selectional*. Penelitian dilakukan pada tahun 2004-2008. Dengan sampel sebanyak 21 emiten manufaktur yang selama periode tersebut, maka *pooled cross selection* diperoleh sejumlah data $5 \times 21 = 105$ data.

Deskriptif data EVA, MVA dan *return* saham dari hasil perhitungan terhadap 21 perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, adalah sebagai berikut:

Tabel 5.1
Deskriptif data EVA, MVA dan Return Saham
(Dalam jutaan rupiah)

Statistik	EVA	MVA	Return Saham
Rata-rata	573,360.35	9,848,840.70	0.01835
Std. Deviasi	3,081,322.30	18,287,570.87	0.04856
Minimum	-19,539,024.63	-2,791,957.11	-0.07996
Maksimum	14,179,755.90	108,153,405.42	0.25179

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan, data diolah

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 5.1 tersebut nampak bahwa rata-rata (*mean*) *return* saham dari 21 perusahaan sampel periode pengamatan 2004-2008 sebesar 0,01835 dengan *standar deviasi* (SD) sebesar 0,04856; dimana nilai SD ini jauh lebih besar daripada rata-rata *return*. Demikian pula nilai minimum yang negatif (-0,07996) jauh lebih kecil dari nilai rata-rata dan nilai maksimum (0,25179) jauh lebih besar dari pada nilai rata-ratanya, ini menunjukkan bahwa *return* saham selama periode pengamatan (2004-2008) distribusi datanya tidak normal. Hasil yang sama juga terjadi pada ke-2 (dua) variabel independen yaitu EVA dan MVA.

5.2. Proses Analisis

5.2.1. Perhitungan *Economic Value Added*

EVA merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai lebih dari investasi. Dengan demikian EVA juga menunjukkan penilaian terhadap kinerja perusahaan. Penilaian kinerja dengan menggunakan metode EVA akan menghasilkan nilai EVA yang *absolut* dalam satuan rupiah tertentu. EVA merupakan satu ukuran kinerja yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai tambah (*value added*) bagi perusahaan.

Nilai EVA yang positif menunjukkan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang diminta investor. EVA yang negatif menunjukkan bahwa nilai perusahaan berkurang akibat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut oleh investor.

EVA mengukur besarnya nilai yang diciptakan oleh perusahaan dengan memperhitungkan biaya modal atas investasi yang dilakukan, dengan demikian EVA mengindikasikan seberapa jauh perusahaan telah menciptakan nilai bagi pemilik modal. Hal ini berbeda dengan pengukuran akuntansi tradisional yang berfokus pada rasio-rasio keuangan, misalnya ROA, ROE, ROI, EPS dan lain-lainnya.

EVA merupakan hasil pengurangan biaya modal terhadap laba operasional setelah pajak, biaya modal tersebut dapat berupa *cost of debt* dan *cost of equity*. Tahapan-tahapan menghitung EVA (Amin Widjaja Tunggal, 2001) adalah sebagai berikut:

- 1) Menghitung NOPAT
- 2) Menghitung *Invested Capital*
- 3) Menghitung WACC
- 4) Menghitung *Cost of Capital*
- 5) Menghitung *Capital Charge*

Hasil Perhitungan EVA secara lengkap terlihat pada lampiran 3.1, sedangkan hasil perhitungan terhadap masing-masing tahapan, 21 perusahaan sektor manufaktur yang dijadikan sampel selama tahun 2004-2008, adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *Net Operating After Tax*

NOPAT merupakan laba usaha operasional bersih setelah pajak, rumusannya adalah $NOPAT = \text{Laba (Rugi) Usaha} - \text{Pajak}$, dimana laba usaha tersebut adalah laba operasional perusahaan dari *current operating* yang

merupakan laba sebelum bunga dan pajak adalah pengorbanan yang dikeluarkan oleh perusahaan dalam penciptaan nilai.

PT. Indocement Tungal Perkasa Tbk pada tahun 2004 memiliki laba sebelum pajak sebesar Rp. 372.040.000.000 (lampiran 3.1) dan pajak sebesar Rp. 68.547.000.000 (lampiran 3.1). Dari data ini NOPAT PT. Indocement Tungal Perkasa Tbk dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} &= \text{Laba sebelum pajak} - \text{Pajak} \\ &= \text{Rp. } 372.040.000.000 - \text{Rp. } 68.547.000.000 \\ &= \text{Rp. } 303.493.000.000 \end{aligned}$$

Nilai NOPAT PT. Indocement Tungal Perkasa Tbk pada tahun 2004 sebesar Rp. 303.493.000.000, begitu juga perlakuan yang sama dalam menentukan NOPAT untuk semua perusahaan dari tahun 2004-2008 (lampiran 3.2). Dibawah ini statistik deskriptif dari hasil perhitungan NOPAT seluruh perusahaan dari tahun 2004-2008, adalah sebagai berikut:

Tabel 5.2
Statistik Deskriptif NOPAT
(Dalam jutaan rupiah)

Statistik	2004	2005	2006	2007	2008
Rata-rata	713,395.43	965,869.33	802,598.58	1,213,853.09	1,448,316.37
Std. Deviasi	1,695,346.42	1,532,687.54	1,436,825.07	1,972,668.43	2,891,109.31
Minimum	(2,043,804.52)	42,710.37	(968,237.49)	45,243.04	(3,553,985.00)
Maksimum	6,882,531.00	6,754,817.00	5,251,564.00	8,648,000.00	11,811,000.00

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan, data diolah

Besar kecilnya NOPAT akan dipengaruhi oleh laba operasional yang didapat dan beban pajak yang ditanggung oleh perusahaan. Jika laba operasional dan beban pajak tinggi, maka nilai NOPAT akan tinggi dan berdampak pada nilai EVA yang positif. Sebaliknya, jika laba operasional dan beban pajak rendah,

maka nilai NOPAT akan rendah dan menyebabkan nilai EVA yang negatif bagi perusahaan.

Berdasarkan statistik deskriptif NOPAT pada tabel 5.2 tersebut diatas dapat dijelaskan bahwa: *NOPAT* maksimum terjadi pada tahun 2008 yakni sebesar Rp. 11.811.000.000.000 dihasilkan oleh PT. Astra International Indonesia Tbk. Sedangkan *NOPAT* minimum terjadi pada tahun 2008 yakni minus Rp. 3.553.985.000.000 dihasilkan oleh PT. Barito Pacific Tbk. Dengan demikian maka PT. Astra International Indonesia Tbk, mampu mengoptimalkan asset yang dimiliki untuk menghasilkan laba atau memberikan nilai bagi investornya, sedangkan PT. Barito Pacific belum mampu mengoptimalkan asset-assetnya untuk menghasilkan laba atau belum mampu memberikan nilai bagi investor.

2. *Invested Capital*

Invested Capital diperoleh dari penjumlahan total hutang dan ekuitas dikurangi dengan hutang jangka pendek, rumusannya adalah $Invested\ Capital = Total\ Hutang\ dan\ Ekuitas - Hutang\ Jangka\ Pendek$. Dimana hutang jangka pendek tersebut adalah hutang tanpa bunga, dan merupakan pinjaman yang digunakan perusahaan yang pelunasannya akan dilakukan dalam waktu jangka pendek (satu tahun sejak tanggal neraca) dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki perusahaan, dan atas pinjaman tersebut tidak dikenakan bunga, seperti hutang usaha, hutang pajak, biaya yang masih harus dibayar, dan lain-lain.

PT. Indocement Tunggul Perkasa Tbk pada tahun 2004 memiliki total hutang dan equitas sebesar Rp. 9.771.102.000.000 (lampiran 3.1) dan pinjaman jangka pendek tanpa bunga sebesar Rp. 385.837.000.000 (lampiran 3.1). Dari data

ini *Invested Capital* PT. Indocement Tunggul Perkasa Tbk tahun 2004 dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Invested Capital} &= [\text{Total hutang} + \text{Ekuitas}] - \text{Pajak} \\ &= \text{Rp. } 9.771.102.000.000 - \text{Rp. } 385.837.000.000 \\ &= \text{Rp. } 9.385.175.000.000 \end{aligned}$$

Nilai *Invested Capital* PT. Indocement Tunggul Perkasa Tbk pada tahun 2004 sebesar Rp. 9.385.175.000.000, begitu juga perlakuan yang sama dalam menentukan *Invested Capital* untuk semua perusahaan dari tahun 2004-2008 (lampiran 3.3). Dibawah ini statistik deskriptif dari hasil perhitungan *Invested Capital* seluruh perusahaan dari tahun 2004-2008, adalah sebagai berikut:.

Tabel 5.3
Statistik deskreptif *Invested Capital*
(Dalam jutaan rupiah)

Statistik	2004	2005	2006	2007	2008
Rata-rata	10,021,934.66	10,868,004.89	9,354,952.55	11,512,323.28	12,793,922.23
Std. Deviasi	12,432,426.76	14,009,581.51	13,154,175.09	13,583,752.44	17,191,353.45
Minimum	803,914.14	708,276.61	871,256.15	852,552.41	881,528.14
Maksimum	47,772,972.79	52,561,182.09	46,766,841.00	48,130,000.00	59,340,000.00

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan, data diolah

Nilai *Invested Capital* akan sangat mempengaruhi nilai EVA, hal ini dikarenakan *Invested Capital* sebagai pengganti *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) yang akan menghasilkan *Capital Charge*. Semakin besar nilai *Invested Capital* maka akan semakin besar nilai *Capital Charge* sebagai pengurang nilai NOPAT.

Berdasarkan data statistik deskreptif *Invested Capital* pada tabel tersebut diatas dapat dijelaskan bahwa: *Invested Capital* maksimum terjadi pada tahun 2008 yakni sebesar Rp. 59.340.000.000.000 dihasilkan oleh PT. Indah Kiat Pulp

& Paper Tbk, sedangkan *Invested Capital* minimum terjadi di tahun 2005 yakni sebesar Rp. 708.276.000.000 dihasilkan oleh PT. Dynaplast Tbk.

3. *Weighted Average Cost of Capital*

Weighted Average Cost of Capital yakni menghitung jumlah biaya modal secara keseluruhan sesuai dengan komposisi dari bentuk-bentuk modal yang dimiliki perusahaan. Untuk menghitung biaya modal total dipergunakan rumus *Weighted Average Cost of Capital*, dengan rumusannya adalah:

$$WACC = W_d \times K_d (1-T) + W_e \times K_e, \text{ dimana:}$$

W_d : Proporsi total hutang terhadap total hutang dan ekuitas

W_e : Proporsi ekuitas terhadap total hutang dan ekuitas

K_d : Biaya hutang

K_e : Biaya ekuitas

$1-T$: Pajak

Data terkalit dengan biaya ekuitas, komposisi hutang dan saham atas modal dapat dilihat pada lampiran 3.1. Pada lampiran tersebut terlihat bahwa PT. Indocement Tunggal Perkasa Tbk pada tahun 2004 memiliki biaya hutang sebesar Rp. 5.115.219.000.000 dengan proporsi hutang 52,35% serta memiliki biaya ekuitas Rp. 4.655.793.000.000 dengan proporsi ekuitas 47,65%.

Asumsinya *Cost of Debt* (K_d), *Cost of Equity* (K_e), dan tingkat pajak (t) perusahaan pada lampiran 3.1, yaitu $K_d = 4,02\%$, $K_e = 5,17\%$, serta tingkat pajak (t) = 37,14%. Maka dengan data tersebut diatas untuk tahun 2004 PT. Indocement Tunggal Perkasa Tbk memiliki WACC sebesar:

$$WACC = W_d \times K_d (1-T) + W_e \times K_e$$

$$\text{WACC} = [(52,35\% \times 4,02\%) (1-37,14\%) + (47,65\% \times -5,17\%)$$

$$\text{WACC} = -1,14\%$$

Perlakuan yang sama dalam menentukan WACC untuk semua perusahaan dari tahun 2004-2008 (lampiran 3.4). Dibawah ini statistik deskriptif dari hasil perhitungan *Weighted Average Cost of Capital* seluruh perusahaan dari tahun 2004-2008, adalah sebagai berikut:

Tabel 5.4
Statistik deskriptif WACC (%)

Statistik	2004	2005	2006	2007	2008
Rata-rata	0.05179	0.02887	0.08387	0.04660	0.19374
Std. Deviasi	0.06563	0.03804	0.10836	0.04039	0.85305
Minimum	-0.06792	-0.04481	-0.00484	-0.05029	-0.11815
Maksimum	0.27213	0.11073	0.51882	0.13970	3.90431

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan dan Bursa Efek Indonesia, data diolah

Kenaikan atau penurunan nilai WACC pada perusahaan dapat disebabkan oleh dua faktor yakni naik atau turunnya nilai biaya hutang (*cost of debt*) dan naik atau turunnya biaya ekuitas (*cost of equity*). Sedangkan proporsi hutang dan proporsi ekuitas sebagai variabel yang tidak berpengaruh, karena hasil komposisi dari jumlah modal (hutang ditambah ekuitas). Secara keseluruhan nilai WACC menentukan besar kecilnya EVA yang diperoleh perusahaan.

Berdasarkan data statistik deskriptif *Weighted Average Cost of Capital* pada tabel tersebut diatas, dapat dijelaskan bahwa: WACC maksimum terjadi pada tahun 2008 sebesar 3.90431 atau 390,4% yang dihasilkan oleh PT. Indorama Syntetic Tbk. Sementara WACC minimum terjadi pada tahun 2008 sebesar minus 0.11815 atau sebesar -11,815% yang dihasilkan oleh PT. Barito Pacific Tbk.

4. *Cost of Capital*

Dalam menghitung *cost of capital* yang perlu diperhatikan adalah komposisi modal dari suatu perusahaan, apabila komposisi modalnya terdiri dari hutang dan saham biasa, maka dalam menghitung *cost of capital* dilakukan dengan dua bagian yaitu *cost of debt* dan *cost of equity*.

Cost of debt (Kd) adalah hutang yang mengandung bunga, dengan kata lain *cost of debt* adalah biaya bunga dibagi dengan hutang yang mengandung bunga. *Cost of debt* yang dihitung nilainya adalah *cost of debt after tax*. Dengan rumusan sebagai berikut:

$$\text{Cost of debt} = \frac{\text{Biaya Bunga}}{\text{Total Kewajiban}} \times 100\%$$

PT. Indocement Tunggal Perkasa Tbk pada tahun 2004 memiliki total hutang Rp. 9.771.102.000.000 (lampiran 3.1) dan biaya bunga sebesar Rp. 185.488.000.000 (lampiran 3.1). Dari data ini *Invested Capital* PT. Indocement Tunggal Perkasa Tbk tahun 2004 dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Cost of debt} &= [\text{Biaya bunga} / \text{Total hutang}] \times 100\% \\ &= [\text{Rp. 185.488.000.000} / \text{Rp. 9.771.102.000.000}] \times 100\% \\ &= 4,02\% \end{aligned}$$

Perlakuan yang sama dalam menentukan *cost of debt* untuk semua perusahaan dari tahun 2004-2008 (lampiran 3.5). Dibawah ini statistik deskriptif dari hasil perhitungan *cost of debt* seluruh perusahaan dari tahun 2004-2008, adalah sebagai berikut:

Tabel 5.5
Statistik Deskriptif *Cost of Debt* (%)

Statistik	2004	2005	2006	2007	2008
Rata-rata	0.04986	0.07251	0.08195	0.07616	0.07916
Std. Deviasi	0.03763	0.05204	0.06303	0.05468	0.05370
Minimum	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000
Maksimum	0.16128	0.18140	0.23624	0.20841	0.20047

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan dan Bursa Efek Indonesia, data diolah

Berdasarkan data statistik deskriptif *cost of debt* pada tabel tersebut diatas dapat dijelaskan bahwa: *cost of debt* maksimum terjadi ditahun 2006 yakni sebesar 0.23624 atau 23,62% yang dihasilkan oleh PT. Semen Gresik Tbk. Sementara *cost of debt* minimum terjadi pada semua tahun adalah sebesar 0.0000 atau 0,0% yang dihasilkan oleh PT. Unilever Indonesia Tbk.

Cost of equity (K_e) adalah biaya modal saham, maka pendekatan yang dipakai dalam penelitian ini adalah model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), dengan demikian maka rumusan yang dipakai untuk menghitung K_e adalah:

$$K_e = E(R) = R_f + \beta [E(R_m) - R_f], \text{ atau}$$

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f), \text{ dimana}$$

R_f = tingkat bunga Investasi bebas resiko

R_m = tingkat pengembalian pasar

β = beta saham

Melalui persamaan tersebut dapat ditentukan tingkat bunga Investasi bebas resiko (R_f) dengan asumsi bahwa tingkat keuntungan bebas resiko (*risk free rate*), dihitung berdasarkan rata-rata tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) berjangka satu bulanan yang berlaku pada Bank Indonesia periode Januari 2004 sampai dengan Desember 2008. Dengan rata-rata tingkat suku bunga SBI dibandingkan dengan resiko investasi, jika keuntungan yang dihasilkan dari

investasi saham lebih tinggi dibandingkan dengan investasi pada SBI, maka investor layak melakukan investasi pada perusahaan tersebut.

Rf adalah *risk free* yang merupakan tingkat Suku Bunga Bank Indonesia (SBI), selamat tahun 2004-2008 adalah sebagai berikut:

Tabel 5.6
Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia (SBI) 2004-2008

No	Bulan	Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia 2004-2008				
		2004	2005	2006	2007	2008
1	Januari	8.0530	7.4200	12.7450	9.5000	8.0000
2	Februari	7.6370	7.4250	12.7430	9.2500	7.9400
3	Maret	7.4200	7.4350	12.7260	9.0000	7.9530
4	April	7.3350	7.6150	12.3780	9.0000	7.9820
5	Mei	7.3200	7.8830	12.5480	8.8000	8.2550
6	Juni	7.3350	8.0980	12.5000	8.5600	8.5900
7	Juli	7.3650	8.4780	12.3130	8.3100	9.0280
8	Agustus	7.3700	8.6780	11.8500	8.2500	9.2650
9	September	7.3850	10.0000	11.2500	8.2500	9.5300
10	Oktober	7.4050	11.0000	10.9710	8.2500	10.6950
11	November	7.4150	12.2500	10.2500	8.2500	11.2100
12	Desember	7.4300	12.7500	9.8750	8.0800	10.9380
	Rata-Rata	7.4558	9.0860	11.8458	8.6250	9.1155

Sumber: Bank Indonesia, data diolah

Hasil dari perhitungan tingkat pengembalian pasar (Rm) selama periode 2004-2008 dapat diperoleh dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dapat dilihat pada lampiran 3.6, sedangkan hasil perhitungan Beta (β) saham dengan rumusan sebagai berikut:

$$\text{Beta} = \frac{n \sum xy - \sum x \sum y}{n \sum x^2 - (\sum x)^2}$$

dimana:

n : jumlah observasi

x : tingkat pengembalian pasar (Rm)

y : tingkat keuntungan individu saham (Ri)

didapatkan hasil perhitungan Beta saham rata-rata, selama periode 2004-2008, dapat dilihat pada lampiran 3.8 serta data tingkat keuntungan individu saham (Ri) pada lampiran 3.7 maka hasil perhitungan *cost of equity* (K_e), adalah berikut ini:

$$\text{Cost of Equity} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

$$\text{Cost of Equity} = 7,46\% + 300,88\% (3,26\% - 7,46\%)$$

$$\text{Cost of Equity} = -5,17\%$$

Perlakuan yang sama dalam menentukan *cost of equity* untuk semua perusahaan dari tahun 2004-2008 (lampiran 3.9). Dibawah ini statistik deskriptif dari hasil perhitungan *cost of equity* seluruh perusahaan dari tahun 2004-2008, adalah sebagai berikut:

Tabel 5.7
Statistik Deskriptif *Cost of Equity* (%)

Statistik	2004	2005	2006	2007	2008
Rata-rata	0.03962	-0.01087	0.06207	0.04789	-0.07496
Std. Deviasi	0.04314	0.09309	0.07299	0.05591	0.16004
Minimum	-0.05170	-0.30653	-0.05567	-0.07452	-0.40472
Maksimum	0.13404	0.09402	0.30042	0.22777	0.19030

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan, BEI dan BI, data diolah

Berdasarkan data Statistik deskriptif *cost of equity* pada tabel tersebut diatas dapat dijelaskan bahawa: *Cost of Equity* maksimum terjadi ditahun 2006 yakni sebesar 0.30042 atau 30,04%, yang dihasilkan oleh PT. Argha Karya Prima Industries Tbk, sedangkan *cost of equity* minimum terjadi ditahun 2008 yakni minus sebesar 0.40472 atau -40,72%, yang dihasilkan oleh PT. Polychem Indonesia Tbk.

Cost of debt dan *cost of equity* tidak akan berpengaruh pada laba-rugi perusahaan, namun akan berpengaruh pada besar kecilnya WACC. Dengan

terpengaruhnya WACC, maka EVA pun akan terpengaruh oleh *cost of debt* dan *cost of equity*.

5. Capital Charge

Data terkait dengan *Capital Charges* dan WACC dapat dilihat pada lampiran 3.4. Pada lampiran tersebut PT. Indocement Tunggul Perkasa Tbk pada tahun 2004 memiliki *Invested Capital* sebesar Rp. 9.385.175.000.000 (lampiran 3.3) dan nilai WACC sebesar -1,14%. Dari data tersebut, pada tahun 2004 PT. Indocement Tunggul Perkasa Tbk mempunyai *Capital Charges* sebesar:

$$\text{Capital Charges} = \text{Rp. } 9.385.175.000.000 \times -1,14\%$$

$$\text{Capital Charges} = \text{Rp. } -107.024.000.000 \text{ (ninus)}$$

Perlakuan yang sama dalam menentukan *Capital Charges* untuk setiap perusahaan dari tahun 2004-2008 (lampiran 3.10). Dibawah ini statistik deskriptif dari hasil perhitungan *Capital Charges* seluruh perusahaan dari tahun 2004-2008, adalah sebagai berikut:

Tabel 5.8
Statistik Deskriptif *Capital Charges*
(Dalam jutaan rupiah)

Statistik	2004	2005	2006	2007	2008
Rata-rata	309,782.84	315,625.65	791,606.64	371,816.84	488,399.07
Std. Deviasi	608,564.94	867,534.68	1,520,149.70	461,477.41	4,692,453.56
Minimum	(1,268,069.58)	(765,863.45)	(4,218.00)	(354,673.33)	(6,749,952.57)
Maksimum	1,930,961.27	3,858,739.45	6,959,031.64	1,678,825.68	19,724,129.12

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan dan BEI, data diolah

Sebagai pengurang NOPAT, *Capital Charges* sangat mempengaruhi nilai EVA, jika nilai *Capital Charges* lebih besar dari NOPAT maka EVA yang dihasilkan adalah negatif. Hal ini menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang sebagai akibat dari tingkat pengembalian yang dihasilkan perusahaan lebih rendah

daripada tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor. Sebaliknya jika nilai *Capital Charges* lebih kecil daripada nilai NOPAT, maka akan menghasilkan nilai EVA yang positif, hal ini menandakan tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal.

Berdasarkan data statistik deskriptif *Capital Charges* pada tabel tersebut diatas dapat dijelaskan bahwa: *Capital Charges* maksimum terjadi pada tahun 2008 sebesar Rp. 19.724.129.120.000 yang dihasilkan oleh PT. Indorama Syntetic Tbk, sedangkan *Capital Charges* minimum terjadi pada tahun 2008, sebesar Rp. - 6.749.952.570.000 (minus) dihasilkan oleh PT. Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.

Setelah ke-5 (lima) langkah tersebut dilakukan, maka langkah selanjutnya dalam menghitung EVA adalah dengan rumusan perhitungan $EVA = NOPAT - (WACC \times Invested\ capital)$, maka hasil perhitungan EVA selama tahun 2004-2008 adalah berikut: PT. Indocement Tunggul Perkasa Tbk, tahun 2004 memiliki NOPAT sebesar Rp. 303.493.000.000 (lampiran 3.2) dan nilai *Capital Charges* sebesar Rp. -107.024.000.000 (lampiran 3.10), maka dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$EVA = NOPAT - Capital\ Charges$$

$$EVA = Rp. 303.493.000.000 - Rp. -107.024.000.000$$

$$EVA = Rp. 410.517.000.000$$

PT. Indocement Tunggul Perkasa Tbk pada tahun 2004, EVA yang dihasilkan adalah sebesar Rp. 410.517.000.000, perlakuan yang sama dalam menentukan EVA untuk setiap perusahaan dari tahun 2004-2008 (lampiran 3.1).

Dibawah ini statistik deskriptif dari hasil perhitungan EVA seluruh perusahaan dari tahun 2004-2008, adalah sebagai berikut:

Tabel 5.9
Statistik Deskriptif EVA
(Dalam Jutaan Rupiah)

Statistik	2004	2005	2006	2007	2008
Rata-rata	403,612.60	650,243.68	10,991.94	842,036.25	959,917.30
Std. Deviasi	1,549,836.64	1,710,945.27	2,115,287.47	1,875,460.64	5,953,931.27
Minimum	-2,746,104.54	-3,673,192.15	-7,927,269.13	-147,507.41	-19,539,024.63
Maksimum	5,533,676.44	6,204,883.82	3,130,988.80	8,168,121.40	14,179,755.90

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan, data diolah

Berdasarkan data statistik deskriptif EVA pada tabel tersebut diatas dapat dijelaskan bahwa: EVA maksimum terjadi pada tahun 2008 yakni sebesar Rp. 14.179.755.900.000 dihasilkan oleh PT. Astra International Indonesia Tbk, sedangkan EVA minimum terjadi di tahun 2008 yakni sebesar Rp. -19.539.024.630.000 (minus) dihasilkan oleh PT. Indorama Syntectic Tbk.

Hasil keseluruhan dari perhitungan EVA untuk semua perusahaan pada tahun 2004-2008 (lampiran 3.11), terdapat perusahaan yang menghasilkan EVA positif maupun EVA negatif. EVA positif menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh perusahaan melebihi biaya modal atau tingkat pengembalian yang diharapkan investor. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang menghasilkan EVA positif berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal. Sebaliknya, jika perusahaan menghasilkan EVA negatif maka menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang atau dengan kata lain bahwa perusahaan gagal menciptakan nilai tambah kepada investor atau pemilik modal.

EVA negatif disebabkan oleh borosnya biaya yang dikeluarkan untuk pembiayaan modal yang diukur dengan capital charges lebih besar dibandingkan dengan NOPAT yang diperoleh perusahaan.

Urutan 21 perusahaan sektor manufaktur penghasil EVA rata-rata dari yang paling besar ke yang paling kecil, untuk tahun 2004-2008, adalah sebagai berikut:

Tabel 5.10
Nilai EVA Rata-Rata 2004-2008

No	Code Emiten	Perhitungan EVA (dalam jutaan rupiah)					Rata-Rata Per Emiten
		2004	2005	2006	2007	2008	
1	ASII	5,533,676.44	6,204,883.82	3,130,988.80	8,168,121.40	14,179,755.90	7,443,485.27
2	HMSP	1,928,261.99	2,325,165.34	3,084,737.71	2,825,904.72	3,396,499.55	2,712,113.86
3	UNVR	1,363,413.11	1,319,921.20	1,612,980.31	1,867,159.44	2,261,431.35	1,684,981.08
4	SMGR	323,336.37	705,482.78	946,088.27	2,159,837.83	2,573,800.43	1,341,709.14
5	INDF	1,066,286.82	510,575.95	786,950.21	1,144,106.53	2,870,708.70	1,275,725.64
6	INTP	410,517.49	608,537.78	497,452.72	718,518.94	2,467,039.99	940,413.38
7	GGRM	1,381,058.98	1,782,749.54	-95,276.63	102,333.32	1,420,328.14	918,238.67
8	KLBF	577,315.21	986,819.92	537,146.60	558,411.08	880,161.30	707,970.82
9	TKIM	615,474.36	464,321.20	-1,322,889.70	-111,716.76	1,626,675.64	254,372.95
10	INKP	-2,746,104.54	1,610,751.53	-7,927,269.13	372,580.58	9,905,761.91	243,144.07
11	GJTL	348,685.14	219,145.92	124,891.77	62,635.72	-352,972.54	80,477.20
12	JPFA	-737,685.36	73,360.80	295,069.69	123,909.80	389,133.06	28,757.60
13	DYNA	60,936.96	3,602.84	50,250.41	257.71	-54,714.23	12,066.74
14	ALMI	-133,926.67	7,810.64	116,320.48	28,286.50	-12,705.87	1,157.02
15	ADMG	264,633.24	-10,586.16	-349,760.35	-35,187.40	115,540.79	-3,071.97
16	AMFG	182,525.26	157,197.16	-789,508.47	76,158.45	319,815.07	-10,762.50
17	TRST	-26,477.38	1,893.85	-97,123.43	-66,791.27	-50,051.91	-47,710.03
18	AKPI	-86,211.41	101,723.04	-135,727.94	-114,673.38	-4,867.19	-47,951.38
19	BRPT	-126,616.34	317,643.32	-1,029.61	61,504.53	-1,965,624.91	-342,824.60
20	UNIC	-1,695,861.94	-3,673,192.15	-102,553.23	-111,089.14	-268,427.31	-1,170,224.75
21	INDR	-27,373.18	-62,691.03	-130,907.85	-147,507.41	-19,539,024.63	-3,981,500.82

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan, data diolah

PT. Astra International Indonesia Tbk (produsen Automotif dan suku cadang) yang memiliki nilai EVA rata-rata tertinggi, sementara EVA rata-rata terendah adalah PT. Idorama Syntetic Tbk (produsen textile dan garment).

5.2.2. Perhitungan *Market Value Added*

Menurut Nasser (2003:28), MVA merupakan indikator pengukur kinerja perusahaan modern, yang mengukur keberhasilan perusahaan dalam memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan mengalokasikan sumber-sumber yang sesuai dan langka. Pengukuran kinerja dengan MVA ini juga masih relatif baru dan juga dengan melalui sejumlah perhitungan yang cukup rumit. MVA mencerminkan besarnya nilai tambah yang berhasil dikapitalisir, serta seberapa besar manajemen mampu menciptakan nilai tambah kepada pemilik modal. Perhitungan MVA dapat dilakukan dengan persamaan $MVA = (\text{Harga pasar saham} - \text{Nilai buku perlembar saham}) \times \text{jumlah saham yang beredar}$.

Menurut Young & O'Byrne (2001:26), MVA adalah perbedaan antara nilai pasar perusahaan (ekuitas dan hutang) dan modal keseluruhan yang diinvestasikan dalam perusahaan. Persamaan untuk menghitung MVA adalah: $MVA = \text{Nilai pasar perusahaan} - \text{Modal yang diinvestasikan}$.

Nilai pasar adalah nilai perusahaan, yakni jumlah nilai pasar dari semua tuntutan modal terhadap perusahaan oleh pasar modal pada tanggal tertentu. Modal yang diinvestasikan adalah jumlah modal yang disediakan oleh penyedia dana pada tanggal yang sama. Perhitungan modal yang diinvestasikan pada MVA sama dengan perhitungan invested capital pada EVA. Nilai pasar merupakan fungsi dari harapan pasar modal terhadap arus kas bebas pada masa yang akan

datang, didiskontokan pada biaya modal, jika melebihi modal yang diinvestasikan maka MVA akan positif.

Berdasarkan lampiran 4.1, diketahui bahwa PT. Indocement Tunggal Perkasa Tbk tahun 2004, memiliki jumlah lembar saham sebanyak 3.681.231.699 lembar saham, harga nominal saham sebesar Rp. 500 dan harga penutupan (harga pasar) saham pada akhir tahun 2004 sebesar Rp. 4.200, maka nilai MVA PT. Indocement Tunggal Perkasa Tbk dapat dihitung dengan rumusan:

$$\text{MVA} = (\text{Harga pasar saham} - \text{Nilai buku perlembar saham}) \times \text{jumlah lembar Saham}$$

$$\text{MVA} = (\text{Rp. 4.200} - \text{Rp. 500}) \times 3.681.231.699 \text{ lembar saham}$$

$$\text{MVA} = \text{Rp. 9.479.171.624.925}$$

Perlakuan yang sama dalam menentukan MVA untuk setiap perusahaan dari tahun 2004-2008 (lampiran 4.1), kecuali terhadap perusahaan yang memiliki obligasi konversi yang diperdagangkan di Bursa Efek perhitungannya adalah:

$$\text{MVA} = [(\text{Harga pasar saham} - \text{Nilai buku perlembar saham}) \times \text{jumlah lembar saham}] + (\text{selisih nilai obligasi pasar dengan nominal}).$$

PT. Semen Gresik Tbk tahun 2004, memiliki jumlah lembar saham sebanyak 593.152.000 lembar saham, harga nominal saham sebesar Rp. 1.000 dan harga penutupan (harga pasar) saham sebesar Rp. 18.500, selain itu PT. Semen Gresik menerbitkan Obligasi konversi sebesar Rp. 447.500.000.000 dan Obligasi konversi tersebut memiliki nilai pasar sebesar Rp. 443.205.000.000, maka nilai MVA PT. Semen Gresik Tbk tahun 2004 adalah sebesar:

$$\text{MVA} = [(\text{Rp. 18.500} - \text{Rp. 1.000}) \times 593.152.000] + (\text{Rp. 443.205.000.000} -$$

Rp. 447.500.000.000)

MVA = Rp. 10.375.865.000.000

Hasil perhitungan MVA pada lampiran 4.2, menunjukkan nilai MVA yang fluktuatif, hal ini dipengaruhi oleh fluktuasi dari nilai harga pasar (penutupan) saham diakhir periode pembukuan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa selama nilai harga pasar (penutupan) saham yang dimiliki oleh perusahaan masih diatas nilai harga saham nominal, maka dapat dipastikan nilai MVA akan positif, sebaliknya jika nilai harga pasar (penutupan) saham yang dimiliki oleh perusahaan dibawah nilai harga saham nominal, maka dapat dipastikan nilai MVA akan negatif. Dibawah ini statistik deskriptif dari hasil perhitungan MVA seluruh perusahaan dari tahun 2004-2008,

Tabel 5.11
Statistik Deskriptif MVA
(Dalam Jutaan Rupiah)

Statistik	2004	2005	2006	2007	2008
Rata-rata	6,962,025.08	8,192,530.56	11,184,769.13	16,483,361.60	8,816,219.36
Std. Deviasi	11,426,021.12	13,142,893.49	18,372,183.87	27,814,712.79	16,882,577.85
Minimum	-1,439,602.89	-1,177,856.91	-1,166,753.87	-1,263,983.36	-2,791,957.11
Maksimum	35,767,679.36	38,568,525.00	60,331,129.77	108,153,405.42	59,437,700.00

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan, data diolah

Berdasarkan tabel statistik deskriptif MVA selama tahun 2004-2008, dapat dijelaskan bahwa MVA maksimum terjadi pada tahun 2007 yakni sebesar Rp. 108.153.405.420.000 dihasilkan oleh PT. Astra International Indonesia Tbk, dan nilai MVA minimum terjadi pada tahun tahun 2008 yakni sebesar Rp. - 2.791.957.110.000 (minus) dihasilkan oleh PT. Barito Pacific Tbk.

Urutan 21 perusahaan sektor manufaktur penghasil MVA rata-rata dari yang paling besar ke yang paling kecil, untuk tahun 2004-2008, adalah sebagai berikut:

Tabel 5.12
Nilai MVA Rata-Rata 2004-2008

No	Code Emiten	Nilai MVA Rata-Rata (dalam jutaan rupiah)					Rata-Rata Per Emiten
		2004	2005	2006	2007	2008	
1	ASII	35,767,679.36	38,328,370.55	60,331,129.77	108,153,405.42	40,332,970.91	56,582,711.20
2	UNVR	25,102,700.00	32,541,950.00	50,281,700.00	51,426,200.00	59,437,700.00	43,758,050.00
3	HMSP	28,706,275.00	38,568,525.00	42,075,425.00	62,237,725.00	35,063,625.00	41,330,315.00
4	SMGR	10,380,160.00	9,964,953.60	20,938,265.60	32,623,360.00	24,132,879.43	19,607,923.72
5	GGRM	25,109,348.40	21,453,581.20	18,663,653.60	15,392,704.00	7,215,330.00	17,566,923.44
6	INTP	9,479,171.62	11,227,756.68	19,326,466.42	28,345,484.08	15,093,049.97	16,694,385.75
7	INDF	6,539,002.08	7,619,172.30	11,794,859.25	23,356,761.78	7,276,651.00	11,317,289.28
8	KLBF	4,059,894.18	9,546,653.56	11,574,861.61	12,286,980.55	3,554,006.08	8,204,479.20
9	BRPT	-1,439,602.89	-1,177,856.91	-942,285.53	12,563,807.01	-2,791,957.11	1,242,420.92
10	TKIM	1,703,015.48	2,859,386.48	1,014,990.23	-54,667.84	-458,326.35	1,012,879.60
11	AMFG	716,100.00	1,226,050.00	1,052,450.00	1,171,800.00	308,140.00	894,908.00
12	UNIC	567,882.73	856,293.04	772,123.11	730,312.39	872,078.85	759,738.02
13	TRST	294,840.00	140,400.00	126,360.00	207,792.00	182,520.00	190,382.40
14	DYNA	409,117.07	204,558.54	91,264.58	72,382.25	47,205.82	164,905.65
15	ALMI	-16,940.00	-50,820.00	110,880.00	138,600.00	120,120.00	60,368.00
16	INDR	81,793.96	-19,630.55	-13,087.03	150,500.89	0.00	39,915.45
17	GJTL	475,200.00	128,512.00	208,345.00	-61,876.00	-1,063,543.00	-62,672.40
18	AKPI	-34,000.00	13,600.00	-108,800.00	-102,000.00	-136,000.00	-73,440.00
19	INKP	136,774.57	437,678.64	-328,258.98	-875,357.27	-1,422,455.56	-410,323.72
20	JPFA	-1,228,767.09	-1,124,508.07	-923,437.09	-349,337.37	-951,041.31	-915,418.19
21	ADMG	-602,822.83	-700,052.32	-1,166,753.87	-1,263,983.36	-1,672,347.21	-1,081,191.92

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan, data diolah

Berdasarkan tabel tersebut diatas PT. Astra International Indonesia (produsen Automotif dan suku cadang) yang memiliki nilai MVA rata-rata tertinggi, sementara MVA rata-rata terendah adalah PT. Polychem Indonesia (produsen textile dan garment).

5.2.3. Perhitungan *Return* Saham

Return saham menunjukkan reaksi investor terhadap harga-harga pasar saham dari emiten, dimana *return* saham menunjukkan besarnya perubahan harga saham emiten. Perhitungan *return* saham didasarkan pada harga penutupan (closing price) seperti yang ditunjukkan pada lampiran 3.7. Berdasarkan data perhitungan lampiran 3.7, maka dalam melakukan analisis Statistik deskriptif terhadap *return* saham selama tahun 2004-2008, adalah sebagai berikut:

Tabel 5.13
Statistik Deskriptif *Return* Saham

Statistik	2004	2005	2006	2007	2008
Rata-rata	0.0328	0.0207	0.0188	0.0253	-0.0059
Std. Deviasi	0.0404	0.0319	0.0343	0.0491	0.0716
Minimum	-0.0210	-0.0318	-0.0440	-0.0428	-0.0800
Maksimum	0.1434	0.0890	0.1031	0.1918	0.2518

Sumber: Indonesia Capital Market Directory 2009, data diolah

Berdasarkan data statistik deskriptif pada tabel tersebut diatas dapat dijelaskan bahwa rata-rata *return* saham dari 2004-2006 mengalami penurunan terus menerus, walaupun pada tahun 2007 mengalami kenaikan dibanding tahun 2005 dan 2006 menjadi 0.0253, namun demikian pada tahun 2008 penurunan *return* saham sampai menyentuh level -0.0059 (minus). Hasil tersebut mengindikasikan bahwa selama periode pengamatan *return* saham sangat tidak stabil.

Dimana pada periode tersebut kondisi ekonomi Indonesia menunjukkan kondisi yang tidak stabil dan sulit diprediksi yang puncaknya pada tahun 2008 akibat dari krisis ekonomi global yang melanda Amerika Serikat dan diikuti oleh negara-negara Eropa yang akibat juga pada perekonomian Indonesia saat ini.

Krisis ekonomi tersebut saat mempengaruhi harga saham dan sebagai dampaknya mempengaruhi juga return saham perusahaan-perusahaan di BEI tidak terkecuali sektor industri manufaktur.

Tujuan utama dari perhitungan rata-rata return saham adalah untuk membuktikan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Disamping itu secara teoritis dinyatakan bahwa semakin panjang periode pengamatan akan menunjukkan hasil yang lebih baik dari pada pengamatan yang lebih pendek, namun demikian hal ini perlu adanya pembuktian yang mendukung.

Urutan 21 perusahaan sektor manufaktur penghasil MVA rata-rata dari yang paling besar ke yang paling kecil, untuk tahun 2004-2008, adalah sebagai berikut:

Tabel 5.14
Nilai Return Saham Rata-Rata 2004-2008

No	Code Emiten	Nilai Return Saham Rata-Rata (%)					Rata-Rata Per Emiten
		2004	2005	2006	2007	2008	
1	TKIM	0.14338	0.03462	-0.04404	-0.04279	0.25179	0.06859
2	BRPT	0.07146	0.08897	0.02518	0.19181	-0.05668	0.06415
3	ALMI	0.08090	-0.01795	0.10310	0.02915	0.00567	0.04018
4	JPFA	0.00575	0.04422	0.05381	0.08893	-0.03863	0.03081
5	INTP	0.04581	0.01828	0.04692	0.03675	-0.02981	0.02359
6	INKP	0.05783	0.01246	-0.00946	-0.00516	0.06117	0.02337
7	AKPI	-0.02103	0.06134	-0.00312	0.02949	0.04817	0.02297
8	ASII	0.06113	0.01241	0.04576	0.05468	-0.05935	0.02293
9	SMGR	0.08567	0.00312	0.06696	-0.02686	-0.01477	0.02282
10	HMSP	0.04272	0.03518	0.01463	0.03862	-0.03789	0.01865
11	UNVR	-0.00145	0.02898	0.04249	0.00709	0.01545	0.01851
12	UNIC	-0.00195	0.05262	-0.00580	0.00639	0.02352	0.01495
13	DYNA	0.03080	-0.03180	0.02575	0.00251	0.04218	0.01389
14	INDF	0.00471	0.02186	0.04019	0.06097	-0.06454	0.01264
15	KLBF	0.04456	0.06657	0.02261	0.00769	-0.07996	0.01229
16	INDR	0.02041	-0.01872	0.00378	0.04171	-0.02543	0.00435
17	AMFG	0.01544	0.04461	-0.00126	0.01204	-0.06403	0.00136
18	TRST	-0.01666	-0.01955	0.00002	0.02752	0.00243	-0.00125
19	ADMG	-0.00334	0.00503	-0.03165	-0.00651	-0.00144	-0.00758
20	GJTL	0.01943	-0.00350	0.00823	-0.01154	-0.05147	-0.00777
21	GGRM	0.00368	-0.00406	-0.00964	-0.01122	-0.04941	-0.01413

Sumber: Indonesia Capital Market Directory 2009, data diolah

5.3. Pembahasan Hasil Analisis

Berdasarkan hasil perhitungan rata-rata keuangan selama lima tahun maka sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu yang meliputi: *normalitas* data, *multikolinearitas*, *heteroskedastisitas*, dan *autokorelasi* yang dilakukan sebagai berikut:

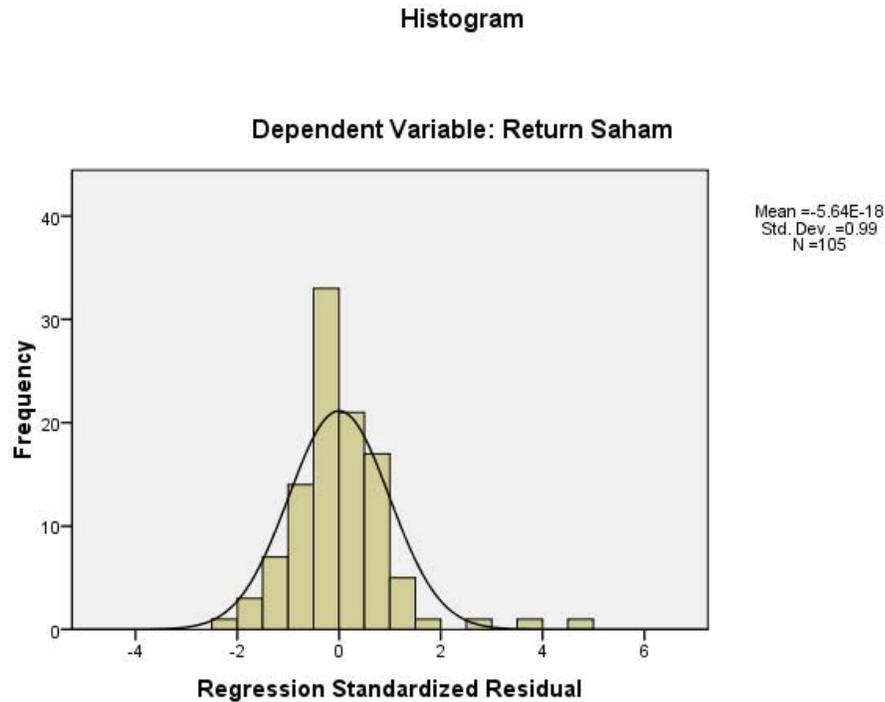
5.3.1. Uji Asumsi Klasik

5.3.1.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk melihat apakah nilai residual terdistribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki nilai residual yang terdistribusi normal. Dengan demikian uji normalitas bukan dilakukan pada masing-masing variabel tetapi pada nilai residualnya. Uji normalitas dapat dilakukan dengan uji histogram, uji normal probabilitas plot, uji Chi Square, Skewness dan Kurtosis atau uji Kolmogoro-Smirnov.

Tujuannya untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak, salah satunya dengan menggunakan analisis grafik. Cara yang paling sederhana adalah dengan melihat histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal sebagaimana Gambar 5.1 berikut:

Gambar 5.1
Grafik Histogram

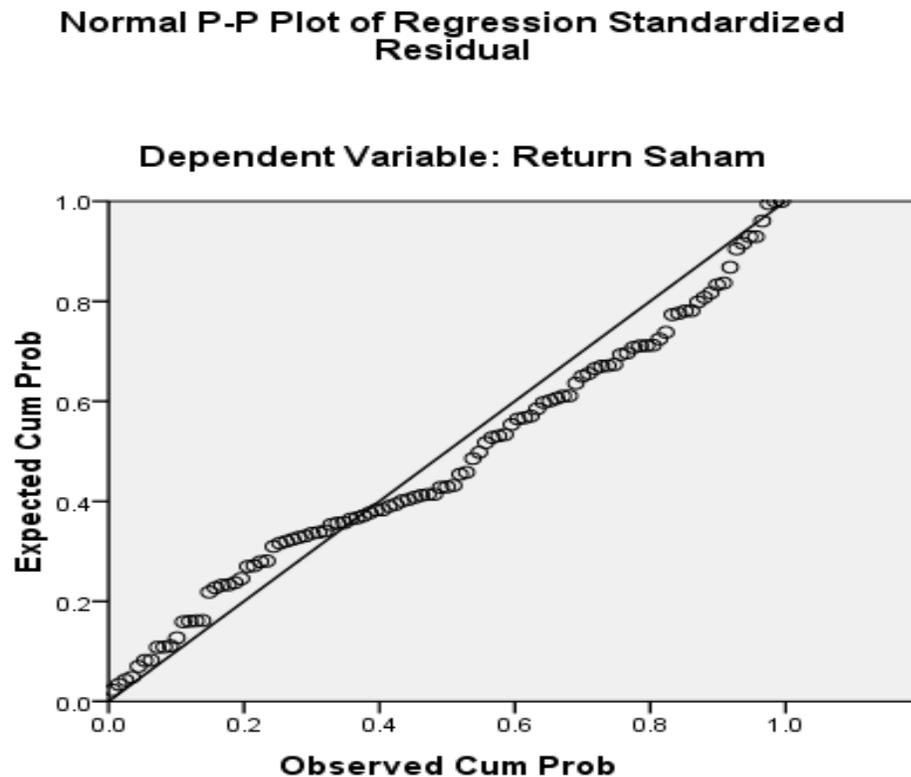


Sumber: Perhitungan data SPSS 16 for windows

Melihat tampilan grafik *histogram* tersebut, dapat disimpulkan bahwa grafik *histogram* memberikan pola distribusi yang mendekati normal. Namun demikian dengan hanya melihat *histogram*, hal ini dapat memberikan hasil yang meragukan khususnya untuk jumlah sampel kecil.

Metode yang handal adalah dengan melihat normal *probability plot*, dimana pada grafik *normal plot* terlihat titik-titik menyebar disekitar garis diagonal serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal, sebagaimana ditampilkan pada Gambar 5.2 berikut:

Gambar 5.2
Grafik Normal P-P Plot



Sumber: Perhitungan data SPSS 16 for windows

Berdasar grafik *histogram* dan grafik normal *plot*, menunjukkan bahwa model regresi layak dipakai dalam penelitian ini, karena memenuhi asumsi normalitas. Untuk menentukan data uji *Kolmogorov Smirnov*, nilai signifikan diatas 5% (Imam Ghozali, 2002).

Pengujian terhadap normalitas Residual dengan menggunakan uji *Kolmogorov Smirnov* sebagaimana ditampilkan pada Tabel 5.15 sebagai berikut:

Tabel 5.15
Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
	N	105
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.04845069
	Most Extreme Differences	
	Absolute	.096
	Positive	.096
	Negative	-.074
	Kolmogorov-Smirnov Z	.980
	Asymp. Sig. (2-tailed)	.292

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Perhitungan data SPSS 16 for windows

Melihat hasil uji normal residual tersebut dalam tabel 5.15 menunjukkan bahwa nilai $\text{sig} = 0,292 > 0,05$ dengan demikian maka tidak ada bukti untuk menolak H_0 , sehingga H_0 diterima dan disimpulkan data residual terdistribusi normal.

5.3.1.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau tidak. Model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal (nilai korelasi tidak sama dengan nol). Multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF).

Hasil analisis terhadap ketiga model tersebut menunjukkan bahwa nilai *tolerance* dibawah 1,00 atau nilai VIF dibawah 10.

Tabel 5.16
Hasil Uji Perhitungan VIF

Coefficients^a

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 EVA	.772	1.295
MVA	.772	1.295

a. Dependent Variable: Return Saham

Sumber: Perhitungan data SPSS 16 for windows

Berdasarkan tabel 5.16 diatas dapat diketahui bahwa masing-masing variabel bebas mempunyai nilai VIF < 10,00 atau tolerance < 1,00. Hasil analisis menunjukkan 1,295 < 10,00 baik EVA maupun MVA. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan tidak terdapat multikolinearitas.

5.3.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heterokedastisitas dengan metode Glejser yaitu meregresikan nilai absolute residual dengan variable bebas adalah sebagai berikut:

Tabel 5.17
Hasil Uji Heteroskendastisitas

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.017	.005		3.130	.002
	EVA	6.373E-10	.000	.040	.360	.720
	MVA	9.653E-11	.000	.036	.323	.747

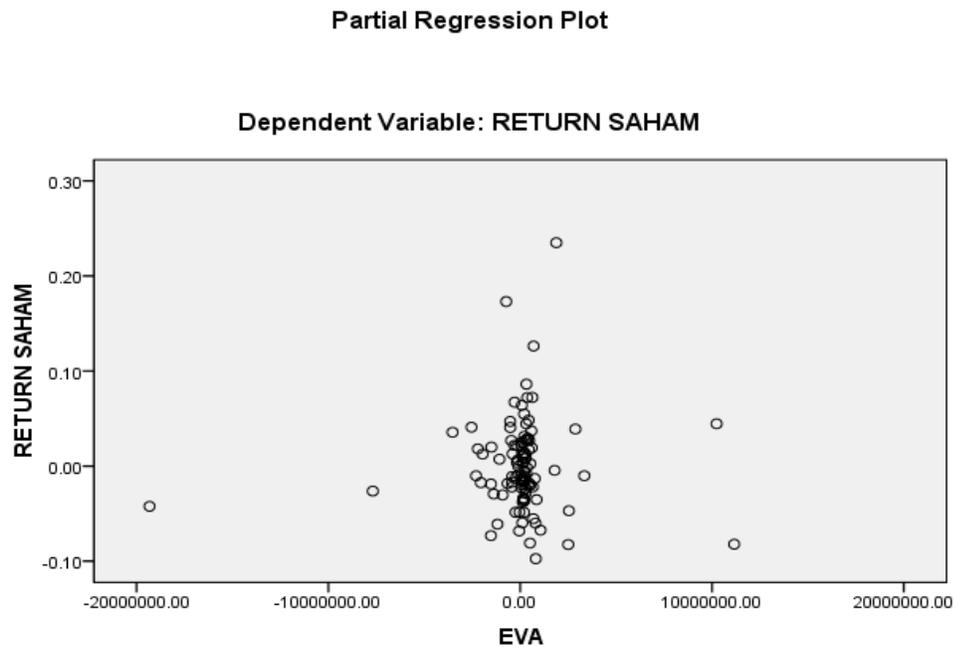
a. Dependent Variable: Return Saham

Sumber: Perhitungan data SPSS 16 for windows

Nilai $P_{\text{-value}}$ untuk masing-masing variable bebas mempunyai tingkat signifikansi $> 0,05$. Hasil ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan tidak terjadi heterokedastisitas sehingga model tersebut tidak akan bias sebagai dasar estimasi.

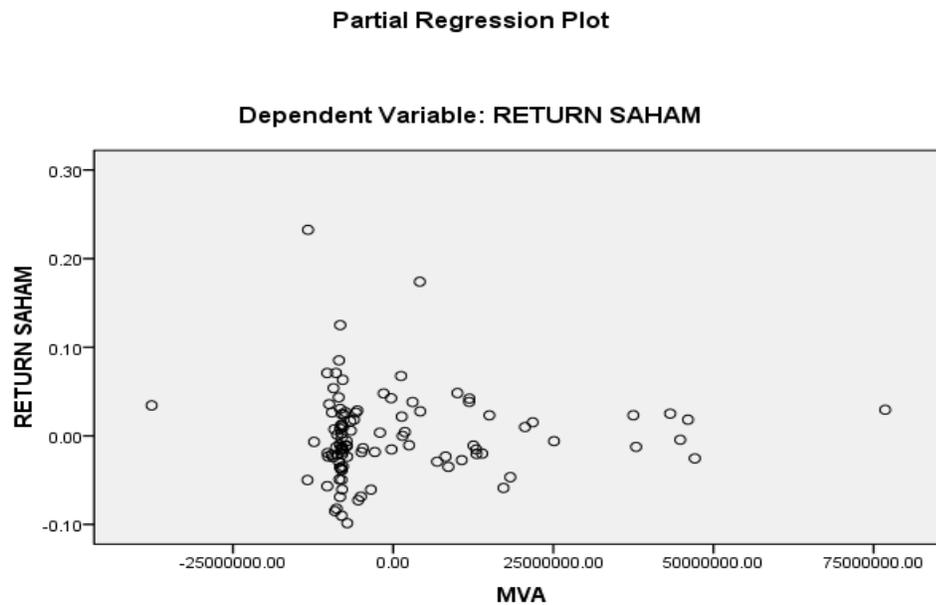
Dalam menentukan heteroskendastisitas juga dapat menggunakan grafik *scatterplot*, titik yang terbentuk harus menyebar secara acak, tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y, bila kondisi ini terpenuhi maka tidak terjadi *heteroskendastisitas* dan model regresi layak dipergunakan. Hasil uji *heteroskendastisitas* dengan menggunakan grafik *scatterport* ditunjukkan pada gambar 5.3 di bawah ini:

Gambar 5.3
Grafik Scatterplot



Sumber: Perhitungan data SPSS 16 for windows

Gambar 5.4
Grafik Scatterplot



Sumber: Perhitungan data SPSS 16 for windows

5.3.1.4 Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian ini diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hasil regresi dengan level of significance 0.05 ($\alpha = 0.05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 2$) dan banyaknya data ($n = 105$). Besaran angka durbin-watson ditunjukkan dalam hasil perhitungan tersebut dibawah:

Tabel 5.18
Uji Autokorelasi
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.066 ^a	.004	-.015	.04892	1.692

a. Predictors: (Constant), MVA, EVA

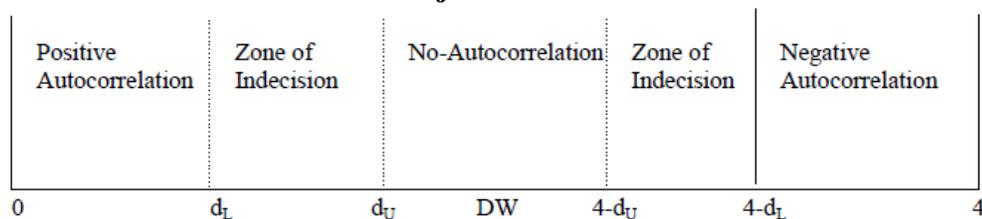
b. Dependent Variable: RETURN SAHAM

Sumber: Perhitungan data SPSS 16 for windows

Dari hasil tersebut pada tabel 5.30 menunjukkan bahwa R Square hanya 0,004 atau 0.4% hal ini berarti 0.4% variasi *Return Saham* yang dapat dijelaskan oleh variasi dari kedua variabel bebas yaitu EVA dan MVA, sedangkan sisanya sebesar 99.6% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model.

Dan berdasarkan hasil hitung Durbin Watso sebesar 1.692, sedangkan dalam tabel DW untuk "k" = 2, N = 105 dan p = 0.05, maka nilai DU = 1.72 dan DL = 1.63, karena nilai karena $0 < d < DL$, atau $0 < 1.489 < 1.63$ maka disimpulkan tidak terjadi autokorelasi positif.

Tabel 5.19
Uji Durbin-Watson



Sumber: Perhitungan data SPSS 16 for windows

5.3.2. Pengujian Hipotesis

Untuk membuktikan kebenaran hipotesis regresi penelitian yaitu *Economic Value Added (EVA)* dan *Market Value Added (EVA)* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *Return Saham (R_i)*, maka digunakan analisis

regresi berganda dan uji t. Hasil analisis regresi antara EVA, MVA dan *Return* saham terhadap 21 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2004-2008 adalah sebagai berikut:

Tabel 5.20
Hasil Uji Regresi Berganda

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.066 ^a	.004	-.015	.04892

a. Predictors: (Constant), MVA, EVA

Sumber: Perhitungan data SPSS 16 for windows

Tabel 5.21
Hasil Uji Regresi Berganda

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.001	2	.001	.223	.800 ^a
	Residual	.244	102	.002		
	Total	.245	104			

a. Predictors: (Constant), MVA, EVA

b. Dependent Variable: Return Saham

Sumber: Perhitungan data SPSS 16 for windows

Tabel 5.22
Hasil Uji Regresi Parsial

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.017	.005		3.130	.002
	EVA	6.373E-10	.000	.040	.360	.720
	MVA	9.653E-11	.000	.036	.323	.747

a. Dependent Variable: RETURN SAHAM

Sumber: Perhitungan data SPSS 16 for windows

Berdasarkan table-tabel tersebut diatas, maka dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 0,017 + 6,373.10^{-10} X_1 + 9,653.10^{-11} X_2$$

$$\text{Retun Saham} = 0,017 + 6,373.10^{-10} \text{ EVA} + 9,653.10^{-11} \text{ MVA}$$

Persamaan regresi diatas mempunyai makna sebagai berikut:

1. Kontanta $b_0 = 0,017$

Return saham sebesar 0,017, apabila EVA dan MVA nol, maka return saham masih ada yaitu sebesar 0,017.

2. Koefisien regresi $b_1 = 6,373.10^{-10}$

EVA mempunyai pengaruh positif terhadap return saham, apabila kenaikan EVA sebesar 1 satuan, maka akan terjadi kenaikan *return* saham sebesar $6,373.10^{-10}$ satuan.

3. Koefisien regresi $b_2 = 9,653.10^{-11}$

MVA mempunyai pengaruh positif terhadap *return* saham, apabila kenaikan MVA sebesar 1 satuan, maka akan terjadi kenaikan *return* saham sebesar $9,653.10^{-11}$ satuan.

Dan untuk mengetahui apakah EVA dan MVA tersebut signifikan atau tidak maka digunakan uji t dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. ***Economic Value Added (EVA)* terhadap *Return* saham pada perusahaan manufaktur 2004-2008**

Dengan persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$Y = 0,017 + 6,373.10^{-10} X_1$$

$$\text{Retun Saham} = 0,017 + 6,373.10^{-10} \text{ EVA}$$

Serta Hipotesisnya adalah sebagai berikut:

$H_{01} : \beta_1=0$: tidak terdapat pengaruh EVA terhadap *return* saham

$H_{a1} : \beta_1 \neq 0$: terdapat pengaruh EVA terhadap *return* saham

Dengan $df = n-k-1 = 105-2-1 = 102$, dengan taraf signifikansi $\alpha = 0,05$ maka diperoleh t tabel = 1,65933.

Daerah kritis dalam penelitian ini adalah:

H_0 ditolak jika t hitung $> 1,65933$

H_a diterima jika t hitung $\leq 1,65933$

Berdasarkan perhitungan tersebut diperoleh t hitung = 0,36000 $<$ t tabel (1,65933).

Dikarenakan nilai t hitung $<$ t tabel (0,36000 $<$ 1,65933), maka H_{01} diterima dan H_{a1} ditolak, yang berarti bahwa EVA tidak mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *return* saham.

2. Market Value Added (MVA) terhadap Return saham pada perusahaan manufaktur 2004-2008

Dengan persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$Y = 0,017 + 9,653 \cdot 10^{-11} X_2$$

$$\text{Return Saham} = 0,017 + 9,653 \cdot 10^{-11} \text{MVA}$$

Serta Hipotesisnya adalah sebagai berikut:

$H_{02} : \beta_2=0$: tidak terdapat pengaruh MVA terhadap *return* saham

$H_{a2} : \beta_2 \neq 0$: terdapat pengaruh MVA terhadap *return* saham

Dengan $df = n-k-1 = 105-2-1 = 102$, dengan taraf signifikansi $\alpha = 0,05$ maka diperoleh t tabel = 1,65933.

Daerah kritis dalam penelitian ini adalah:

H_0 ditolak jika t hitung $> 1,65933$

H_a diterima jika t hitung $\leq 1,65933$

Berdasarkan perhitungan tersebut diperoleh t hitung = $0,32300 < t$ tabel ($1,65933$).

Dikarenakan nilai t hitung $< t$ tabel ($0,32300 < 1,65933$), maka H_{01} diterima dan H_{a1} ditolak, yang berarti bahwa MVA tidak mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *return* saham.

3. EVA dan MVA secara bersama-sama/simultan berpengaruh pada *Return* saham perusahaan manufaktur 2004-2008

Dengan persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$Y = 0,017 + 6,373 \cdot 10^{-10} X_1 + 9,653 \cdot 10^{-11} X_2$$

$$\text{Return Saham} = 0,017 + 6,373 \cdot 10^{-10} \text{ EVA} + 9,653 \cdot 10^{-11} \text{ MVA}$$

Serta hipotesisnya adalah sebagai berikut:

$H_{03} : \beta_3 = 0$: tidak terdapat pengaruh EVA dan MVA terhadap *return* saham

$H_{a3} : \beta_3 \neq 0$: terdapat pengaruh EVA dan MVA terhadap *return* saham

Dengan $df = n - k - 1 = 105 - 2 - 1 = 102$, dengan taraf signifikansi $\alpha = 0,05$ maka diperoleh F tabel = $3,09$

Daerah kritis dalam penelitian ini adalah:

H_0 ditolak jika F hitung $> 3,09$

H_a diterima jika F hitung $\leq 3,09$

Berdasarkan perhitungan tersebut diperoleh nilai F hitung = $0,223 < F$ tabel ($3,09$).

Dikarenakan nilai F hitung $<$ F tabel ($0,223 < 3,09$) maka H_{03} diterima dan H_{a3} ditolak, yang berarti bahwa EVA dan MVA tidak mempunyai pengaruh positif secara bersama-sama yang signifikan terhadap *return* saham.

Besarnya pengaruh EVA dan MVA terhadap *return* saham dapat diketahui dari nilai adj. R^2 sebesar $-0,015$. Hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh EVA dan MVA terhadap *return* saham sebesar $1,50\%$ dan sisanya $98,50\%$ dari *return* saham diterangkan oleh variabel lain diluar EVA dan MVA.

5.3.3. Pembahasan Hipotesis

Berdasarkan hasil analisis data diatas, dapat diketahui bahwa EVA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham dengan nilai koefien regresi sebesar $6,373 \cdot 10^{-10}$ dengan t hitung $<$ t tabel ($0,36000 < 1,65933$).

Hasil penelitian ini mempunyai arti bahwa semakin tinggi EVA perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, maka *return* saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tersebut akan semakin tinggi pula.

Pengukuran EVA yang positif mempunyai arti adanya nilai tambah bagi perusahaan, akan direspon dengan meningkatnya harga saham perusahaan sehingga tingkat pengembalian saham (*return* saham) akan mengalami kenaikan atau perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah perusahaan bagi investor.

Salah satu ukuran kinerja adalah EVA yang berhubungan langsung dengan konsisi intrinsik perusahaan. Konsep EVA mengukur nilai tambah dengan cara mengurangi biaya modal (*cost of capital*) yang timbul akibat investasi yang dilakukan oleh perusahaan. EVA yang positif menandakan perusahaan berhasil

menciptakan nilai bagi pemilik modal, karena perusahaan mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang melebihi tingkat modal.

Hal ini sejalan dengan tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Dengan kata lain EVA yang positif menunjukkan bahwa nilai perusahaan meningkat karena tingkat pengembalian lebih rendah dari biaya modal (Sidharta Utama, 1997).

Berdasarkan hasil analisa data juga diketahui bahwa MVA mempunyai pengaruh yang positif yang tidak signifikan terhadap *return* saham yang ditunjukkan dari nilai koefisien regresi sebesar $9,653 \cdot 10^{-11}$ dengan nilai t hitung < t tabel ($0,32300 < 1,65933$). Hal ini berarti apabila suatu perusahaan mempunyai MVA yang tinggi, maka tingkat pengembalian saham (*return* saham) juga tinggi, sebaliknya jika perusahaan mempunyai MVA yang rendah maka *return* sahamnya juga rendah.

MVA juga merupakan salah satu ukuran kinerja keuangan suatu perusahaan. MVA yang positif menunjukkan kinerja keuangan perusahaan tersebut, sehingga akan menjadi nilai tambah bagi perusahaan, dan biasanya akan direspon oleh meningkatnya harga saham perusahaan sehingga tingkat pengembalian saham (*return* saham) akan mengalami peningkatan atau perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah perusahaan bagi investor.

MVA merupakan selisih antara nilai perusahaan (nilai pasar kapital) dengan nilai buku kapital. Karena dalam nilai perusahaan dan milik kapital terdapat komponen hutang yang sama maka MVA juga adalah selisih nilai pasar

ekuitas (*market value of equity*) atau total kapitalisasi saham dipasar modal dan nilai buku ekuitas (Saiful M Ruky, 1999).

MVA sebagai ukuran yang paling tepat untuk menilai sukses atau tidaknya perusahaan dalam menciptakan kekayaan bagi pemilik. Jadi, kekayaan atau kesejahteraan pemilik perusahaan (pemegang saham) akan bertambah apabila MVA bertambah.

Secara simultan atau bersama-sama EVA dan MVA mempunyai pengaruh sebesar 1,50% terhadap *return* saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. EVA dan MVA merupakan ukuran kinerja keuangan yang saling berkaitan. Hal ini terjadi karena peningkatan MVA dapat dilakukan dengan cara meningkatkan EVA yang merupakan pengukuran internal kinerja operasional tahunan, dengan demikian EVA mempunyai hubungan yang kuat dengan MVA.

EVA dan MVA perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang bernilai positif akan berakibat pada tingginya tingkat pengembalian saham dan sebaliknya jika EVA dan MVA perusahaan bernilai negatif pada umumnya juga akan diikuti dengan tingkat pengembalian saham yang rendah pula.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh George Bannet Stewart III (1991), menguji sampel 476 perusahaan industri pada pasar modal selama tahun 1984-1988, melalui analisis regresi setiap perubahan MVA terhadap EVA serta ukuran-ukuran umum kinerja perusahaan seperti ROE, EPS, dan lain-lain. Hasilnya menunjukkan bahwa EVA memiliki r -

determinan yang tertinggi yaitu 0,44 sedangkan ROE dan EPS lebih rendah dari itu.

Hasil yang sama dilakukan oleh Lehn dan Makhija (1996), melakukan uji shabih atas hubungan EVA, MVA dengan *stock return* dari 241 perusahaan yang termasuk dalam peningkatan penciptaan nilai untuk tahun 1987, 1988, dan 1993. Lehn dan Mekhija menghitung 6 pengukur kinerja yaitu 3 tingkat pengembalian Akuntansi (ROE, ROI, dan ROS), tingkat pengembalian saham (*stock return*) serata EVA dan MVA perusahaan tersebut pada setiap tahun yang diuji. Hasil pengujian menyimpulkan bahwa semuanya menunjukkan hubungan yang positif dengan balikan saham, tetapi walaupun perbedaannya tidak terlalu besar ternyata hubungan EVA dengan balikan saham mempunyai hubungan yang lebih tinggi.

George Bannet Stewart III, Lehn dan Mekhija, Stern Steward & Co telah menguji hubungan EVA dan MVA dari 1000 perusahaan besar di U.S. menunjukkan bahwa secara *statistic* EVA mampu menjelaskan lebih dari 50% terhadap MVA perusahaan. Sebaliknya, laba akuntansi hanya mampu menjelaskan perubahan MVA sebesar 18%, dan *cash flow* hanya mampu menjelaskan sebesar 22%, sisanya dijelaskan oleh faktor lainnya.